

330.98

F437

c.2

**REFORMAS
PARA
AMÉRICA LATINA**
**Después del fundamentalismo
neoliberal**

por

Ricardo Ffrench-Davis



900030912 - BIBLIOTECA CEPAL

CEPAL



101746



Siglo veintiuno editores Argentina s.a.

TUCUMÁN 1621 7º N (C1048AAN), BUENOS AIRES, REPÚBLICA ARGENTINA

Siglo veintiuno editores, s.a. de c.v.

CERRO DEL AGUA 248, DELEGACIÓN COYOACÁN, 04310, MÉXICO, D. F.

Ffrench-Davis, Ricardo

Reformas para América Latina: después del
fundamentalismo liberal - 1a ed. - Buenos Aires:

Siglo XXI Editores Argentina, 2005.

328 p. ; 21x14 cm. (Economía)

ISBN 987-1220-28-6

1. Economía-América Latina. 2. Reformas
Económicas-América Latina I. Título
CDD 337

Portada de Peter Tjebbes

© 2005, Siglo XXI Editores Argentina S. A.

ISBN 987-1220-28-6

Impreso en Artes Gráficas Delsur
Almirante Soler 2450, Avellaneda,
en el mes de octubre de 2005

Hecho el depósito que marca la ley 11.723
Impreso en Argentina – Made in Argentina

Índice

Prefacio	9
Introducción	
LA REFORMA DE LAS REFORMAS: POR QUÉ Y CÓMO	13
PRIMERA PARTE	
ENTRE EL FINANCIERISMO Y LA MACROECONOMÍA REAL	47
Capítulo I	
POLÍTICAS MACROECONÓMICAS PARA EL DESARROLLO	49
Capítulo II	
CRECIMIENTO, INVERSIÓN PRODUCTIVA Y CALIDAD DEL ENTORNO MACROECONÓMICO	91
SEGUNDA PARTE	
COMERCIO PARA EL DESARROLLO	131
Capítulo III	
ESTRATEGIAS DE LIBERALIZACIÓN COMERCIAL Y CRECIMIENTO	133
Capítulo IV	
DINAMISMO EXPORTADOR: ¿MOTOR DEL CRECIMIENTO EN AMÉRICA LATINA?	175
TERCERA PARTE	
REFORMAS FINANCIERAS Y DESARROLLO	205
Capítulo V	
DOMAR LOS SHOCKS FINANCIEROS PARA CONTROLAR LOS CICLOS DE AUCES Y CAÍDAS	207
Capítulo VI	
LAS CRISIS DE AMÉRICA LATINA Y DE ASIA ORIENTAL: CONTAGIOS DE CAUSAS Y DE COSTOS	251
Capítulo VII	
LECCIONES AL COMENZAR UN NUEVO SIGLO	289
Referencias bibliográficas	311

Índice de cuadros y gráficos

Cuadros

Cuadro 1. AMÉRICA LATINA: CRECIMIENTO DEL PIB, 1971-2004	20
Cuadro 2. AMÉRICA LATINA: INDICADORES SOCIALES, 1980-2004	20
Cuadro II.1. AMÉRICA LATINA (19): COEFICIENTE DE INVERSIÓN BRUTA FIJA, 1950-2004	96
Cuadro II.2. AMÉRICA LATINA: ENTRADAS DE IED Y F&A, 1990-2003	102
Cuadro II.3. REGRESIONES DE PRODUCTIVIDAD, TOTAL DE FACTORES Y CAMBIO EN LA BRECHA DE PRODUCTO, 1950-2002	109
Cuadro III.1. AMÉRICA LATINA (9 PAÍSES): RESUMEN DE LOS PROCESOS DE LIBERALIZACIÓN DE LAS IMPORTACIONES	144
Cuadro III.2. CHILE: ARANCEL PROMEDIO Y TIPO DE CAMBIO REAL, 1973-2004	148
Cuadro III.3. MÉXICO: INDICADORES DE LA POLÍTICA COMERCIAL Y TIPO DE CAMBIO REAL, 1981-96	156
Cuadro IV.1. AMÉRICA LATINA: INDICADORES DE COMERCIO EXTERIOR Y CRECIMIENTO, 1950-2004	180
Cuadro IV.2. AMÉRICA LATINA Y EL MUNDO: CRECIMIENTO DEL PIB TOTAL, EXPORTACIONES Y RESTO, 1990-2004	181
Cuadro IV.3. AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE: COMERCIO INTRARREGIONAL, 1990-2004	191
Cuadro IV.4. AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE: DISTRIBUCIÓN GEOGRÁFICA DE EXPORTACIONES POR TIPO DE PRODUCTO, 1990-2002	194
Cuadro V.1. AMÉRICA LATINA (19): COMPOSICIÓN DE LOS FLUJOS DE CAPITALES, 1997-2004	231
Cuadro VI.1. AMÉRICA LATINA Y ASIA ORIENTAL: FLUCTUACIONES DEL PIB, 1981-2004	254
Cuadro VI.2. AMÉRICA LATINA: FLUCTUACIONES DEL TIPO DE CAMBIO REAL, 1987-2004	258
Cuadro VI.3. AMÉRICA LATINA: DESBALANCES EN LA CUENTA CORRIENTE, 1983-2004	258
Cuadro VI.4. AMÉRICA LATINA Y ASIA ORIENTAL: VOLATIBILIDAD DE LOS PRECIOS DE ACCIONES, 1990-2004	259

Gráficos

Gráfico 1. AMÉRICA LATINA: AGUDA REDUCCIÓN EN TASA DE INFLACIÓN, 1994-2004	17
Gráfico 2. AMÉRICA LATINA: COEFICIENTE DE FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL FIJO, 1970-2004	22
Gráfico 3. AMÉRICA LATINA: VARIACIONES DEL PIB Y DE LA DEMANDA AGREGADA, 1990-2004	42
Gráfico I.1. AMÉRICA LATINA (9): EQUILIBRIOS MACROECONÓMICOS, 1976-2003	55
Gráfico I.2. AMÉRICA LATINA: VOLATILIDAD DEL PIB, 1977-2004	59
Gráfico II.1. STOCK DE CAPITAL Y PRODUCTO, 2004	111
Gráfico II.2. CRECIMIENTO DEL STOCK DE CAPITAL Y DEL PRODUCTO, 1981-2004	112
Gráfico II.3. AMÉRICA LATINA (9): BRECHA DE PRODUCTO Y COEFICIENTE DE INVERSIÓN, 1970-2003	117
Gráfico III.1. AMÉRICA LATINA: LIBERALIZACIÓN DE IMPORTACIONES Y TIPO DE CAMBIO REAL, 1987-2000	143
Gráfico III.2. ASIA ORIENTAL Y AMÉRICA LATINA: DOS ESTRATEGIAS DE REFORMA COMERCIAL	166
Gráfico V.1. AMÉRICA LATINA: RIESGO PAÍS Y PRECIOS DE ACCIONES, 1990-2004	219
Gráfico V.2. AMÉRICA LATINA: FLUJOS NETOS DE CAPITALES Y TIPO DE CAMBIO REAL, 1987-2004	225
Gráfico V.3. ARGENTINA Y MÉXICO: RIESGO PAÍS, 1994-2002	244
Gráfico VI.1. AMÉRICA LATINA: INESTABILIDAD DEL PRODUCTO INTERNO BRUTO, 1994-2004	279

Prefacio

En el transcurso de la última década y media, América Latina ha llevado adelante profundas reformas económicas. En general, ellas han sido moldeadas por una modalidad específica y excluyente de capitalismo. Muy enmarcadas en el planteamiento de que existe sólo una forma eficaz de avanzar hacia una economía de mercado; una fórmula única, supuestamente adecuada para las más diversas realidades. Es lo que se ha denominado Consenso de Washington.

Este libro aborda tres temas principales que están en la médula del enfoque, predominantemente neoliberal, y que han estado aplicando muchos de los reformadores de estos quince años. Nos abocamos a las políticas y reformas macroeconómicas, comerciales y financieras. Como queda de manifiesto a lo largo de siete capítulos, el enfoque predominante en estas tres áreas explica en medida considerable los desilusionantes resultados alcanzados en lo concerniente al crecimiento y la equidad. A través de todo el libro, hemos adoptado un enfoque orientado al diseño de políticas ofreciendo alternativas para abordar los desafíos macroeconómicos, comerciales y financieros que enfrenta la región.

El bajo crecimiento del PIB, la aguda inestabilidad de la macroeconomía real y la inequitativa distribución del ingreso resultante han sobrepasado con holgura los resultados positivos. Entre éstos, destacan una caída notable de la tasa de inflación, la disminución de los déficit fiscales y el dinamismo de las exportaciones. De hecho, no obstante esos avances, en el año 2005 (en comparación con 1990) el latinoamericano promedio ha perdido terreno en la lucha del mundo por progresar y proveer más equidad. En efecto, en 2005 su ingreso promedio está más distante del bienestar económico de los ciudadanos de los países industrializados y de

otras economías emergentes que lo que estaba en 1990, al inicio de las reformas neoliberales más intensas. A su vez, ese rezagado ingreso promedio involucra una distribución notablemente más regresiva que en las economías desarrolladas y en Asia Oriental.

Este libro es fruto principalmente del trabajo de los últimos doce meses; sin embargo, he aprovechado el valioso conocimiento que he cosechado al coordinar proyectos de investigación de la CEPAL y al participar en sus informes institucionales. Tales proyectos de investigación se tradujeron en volúmenes colectivos, publicados por McGraw-Hill y Brookings Institution Press (*Crisis financieras en países "exitosos"*, 2001), Palgrave/WIDER (*From Capital Surges to Drought*, 2003, codirigido con Stephany Griffith-Jones para UNU/WIDER y CEPAL) y Mayol Ediciones y Palgrave/ECLAC (*Crecimiento esquivo y volatilidad financiera*, 2005). Agradezco el apoyo generoso de la Fundación Ford en el financiamiento de estos proyectos de CEPAL.

La participación en debates colectivos y la redacción de capítulos durante la preparación de los informes bienales de la CEPAL sobre *Equidad, desarrollo y ciudadanía* (2000), *Globalización y desarrollo* (2002) y *Desarrollo productivo en economías abiertas* (2004), así como la contribución de CEPAL sobre *Creecer con estabilidad* para la Cumbre de Financiamiento para el Desarrollo, efectuada en Monterrey en 2002, fueron altamente provechosos para mí.

Reconozco la deuda intelectual que tengo con Manuel Agosin, Oscar Altimir, Alicia Bárcena, Renato Baumann, Ricardo Bielschowsky, Roberto Bouzas, Hernán Cortés, Robert Devlin, José María Fanelli, Roberto Frenkel, Stephany Griffith-Jones, Daniel Heymann, Jorge Katz, Bernardo Kosacoff, José Luis Machinea, Manuel Marfán, José Antonio Ocampo, Joseph Ramos, Helmut Reisen, Jaime Ros, Andrés Solimano, Barbara Stallings, Osvaldo Sunkel, Joseph Stiglitz, Andras Uthoff, Heriberto Tapia, Daniel Titelman, John Williamson, y con otros miembros de CEPAL y participantes en proyectos de investigación y seminarios de CEPAL que han sido injustamente omitidos. Me he beneficiado también con las reuniones de trabajo altamente sustantivas de los grupos de "Macroeconomía" y "Cuenta de Capital" de la Iniciativa para el Diálogo de Políticas, creada y dirigida por Joseph Stiglitz.

La mayor parte del libro que presentamos aquí fue elaborada

para esta publicación. El resto proviene de dos fuentes. En 1998, terminé la preparación de una colección de artículos, previamente impresos entre 1991 y 1998, que fue publicada por McGraw-Hill Interamericana (*Macroeconomía, comercio, finanzas: Para reformar las reformas en América Latina*, 1999; una segunda edición revisada ha sido publicada por Mayol Ediciones, Bogotá, 2005). Un capítulo de esa colección, el concerniente a las reformas comerciales, se ha reproducido parcialmente aquí (capítulo III), luego de la correspondiente revisión, ampliación y puesta al día. La otra fuente de este nuevo libro está conformada por secciones de artículos escritos con meritorios y estimulantes coautores, publicados desde 2001.

Agradezco los permisos otorgados por Manuel Agosin, José Antonio Ocampo y Heriberto Tapia para utilizar y adaptar trozos provenientes de esos trabajos conjuntos. Agradezco, asimismo, las correspondientes autorizaciones concedidas por Brookings Institution Press, McGraw-Hill Interamericana, Palgrave/WIDER y *Revista de la CEPAL*.

Como expuse recién, la mayor parte de este trabajo fue escrita para este nuevo libro. En esta tarea, Heriberto Tapia me brindó un apoyo notablemente creativo y eficaz en todas las fases de elaboración del texto, en las versiones tanto en español como en inglés. Sus contribuciones al análisis económico y contenido empírico han sido notablemente sustantivas. Marcela Osses colaboró eficientemente en la preparación de los archivos finales del texto. Agradezco el valioso apoyo de CIEPLAN para su publicación.

Al tiempo de completar la preparación de este libro, Latinoamérica ha vuelto a experimentar una vigorosa recuperación económica. Una vez más esta recuperación podría interpretarse, inconsistentemente, como que súbitamente las reformas surtieron sus efectos positivos. Espero, con este análisis y propuestas de políticas, contribuir a un tránsito que deje atrás las recuperaciones efímeras, al estilo de las que conocimos en 1994 y 1997, y que permita avanzar sólidamente por el camino hacia un crecimiento sostenido y con equidad.

RICARDO FFRENCH-DAVIS
Junio de 2005

Introducción

LA REFORMA DE LAS REFORMAS: POR QUÉ Y CÓMO

América Latina efectuó profundas reformas económicas durante los años noventa y en esta década, en el marco del denominado Consenso de Washington. Dramáticos cambios afectaron la importancia relativa del Estado, cuya esfera de acción se vio disminuida, en medio de la desregulación, las privatizaciones masivas y el repliegue de la inversión y del gasto públicos, para abrir mayor espacio a la actuación de agentes privados. Uno de los objetivos cruciales de las reformas ha sido mejorar el entorno para las actividades productivas y obtener un crecimiento sostenible más elevado del PIB.

Dos objetivos habitualmente priorizados por la escuela neoliberal han sido la instauración de un escenario “amigable con el mercado” (*market friendly*) y la vigencia de “precios correctos” (*right prices*); naturalmente, yo comparto estos dos propósitos. A lo largo de este libro quedará en evidencia que las reformas han fracasado en lo tocante a la materialización de ambas aspiraciones: la actividad productiva —firmas, empresarios, fuerza laboral— ha encarado, a menudo, un escenario interno *no amigable*, con macroprecios desalineados (fuera de una trayectoria sostenible), entre ellos, la tasa de interés y el tipo de cambio. Es evidente que se requiere un *escenario amigable con el mercado* y de *precios correctos* para que una economía de mercado alcance el desarrollo. El punto clave es que, para ello, debe otorgarse prioridad a las actividades productivas y al empleo; es imposible, en términos generales, tener buenos consumidores que sean malos productores. En contraste, con frecuencia el otorgamiento de prioridad a actividades puramente financieras ha redundado en el desalineamiento de las tasas de interés y de los tipos de cambio y en una demanda agregada volátil, todo lo cual ha resultado en un entorno altamente *no amigable* con las actividades productivas.

Aquí nos preocupa el desafío de cómo ser eficientes en la generación de las dos condiciones deseadas y, adicionalmente, conseguir un desempeño del mercado que conduzca a un crecimiento con equidad.

Las reformas fueron impulsadas bajo presiones provenientes de las entidades financieras internacionales, algunos gobiernos (por ejemplo, el Departamento del Tesoro de Estados Unidos) y aquellos economistas adherentes a las prescripciones, muy en boga por entonces, del enfoque neoliberal. Fue la época en la que se postulaba “el fin de la historia”, con una ingenua interpretación acerca de la existencia de un camino *único* a la economía de mercado, en un mundo en proceso de globalización que limitaba drásticamente el ámbito de acción de los gobiernos. Entre las voces que las autoridades tomaron en cuenta, las variables financieras asumieron un papel predominante, a expensas de otras de carácter económico y social.

En general, sin perjuicio de decisiones heterodoxas y contradicciones entre las diversas economías emergentes (EE), los países de América Latina (PAL) fueron los más activos promotores de las reformas neoliberales (RNL).

Una década y media de aplicación de intensas y profundas reformas ha dejado una mezcla de éxitos y fracasos. Es indiscutible que se observan resultados claramente favorables en diversas áreas. Destacan entre ellos la erradicación de la hiperinflación, la vigencia de presupuestos públicos más equilibrados, el incremento de la significación de las exportaciones en relación con el PIB; la jibarización del radio de acción de la burocracia y la merma del número de decisiones de carácter microeconómico que son adoptadas centralmente. Sin embargo, el balance neto en términos de crecimiento y equidad ha sido muy deficiente. En síntesis, el resultado final es “desilusionante” para utilizar una expresión que resume la evaluación de John Williamson (2003b), el destacado economista que en su bien conocida publicación de 1990 acuñó la expresión “Consenso de Washington”. Entre 1990 y 2004, el PIB por habitante aumentó apenas 0,9% anual, mientras que en Estados Unidos y en el nivel mundial se acrecentó 1,8 y 1,1%, respectivamente. Quince años después de 1990, los salarios registraban en promedio un nivel inferior al de 1980. El número de personas sumidas en la pobreza era más alto y los coeficien-

tes de inversión eran tan bajos como en la década de los ochenta. Adicionalmente, la responsabilidad política por las decisiones ha brillado por su ausencia. Se han cometido impresionantes errores en el diseño de las reformas, a lo que se agrega una débil capacidad para reconocer fracasos y corregirlos en forma oportuna.

En este libro examinamos la evolución de las reformas y las políticas abogando, a la luz de sus resultados, por reformarlas a partir de la actual situación. Ésa es la razón por la que nuestra propuesta es que “reformemos las reformas”. Nos centraremos en los aspectos más destacados del diseño de políticas, que se refieren al manejo macroeconómico, a la liberalización comercial y a las exportaciones, y a los flujos de capitales y las reformas financieras. Estas políticas han cumplido un papel clave en explicar por qué el desempeño en materia de crecimiento ha sido en promedio tan insatisfactorio. Indudablemente, otros ámbitos económicos y sociales han sido relevantes, así como la calidad del sistema político. Sin embargo, las tres áreas seleccionadas han estado en el corazón de las reformas y, me parece, tienen mayor responsabilidad en el fracaso registrado. Con todo, en estas áreas de especialización es donde, creo, tengo más que aportar.

En la sección 1 presentamos una síntesis de los resultados registrados por la región. En la sección 2 describimos, primero, algunos rasgos principales del neoliberalismo, que subyacen en la aplicación del Consenso de Washington. Enseguida, ponemos de relieve los principales rasgos analíticos de nuestro enfoque. La sección 3 delinea el contenido de cada uno de los capítulos siguientes.

1. El resultado de las reformas desde los noventa y los desafíos hacia 2005¹

El año 2004 anotó una tasa de crecimiento sin precedentes desde 1980 e hizo resurgir un intenso optimismo en los gobiernos de la región y las autoridades internacionales. También los resul-

¹ Para descripciones, evaluaciones y mediciones de las reformas, véanse, por ejemplo, Banco Mundial (1997); BID (1997); CEPAL (1998; 2002); Easterly, Loayza y Montiel (1997); Edwards (1995); Ganuza y otros (2001); Kuczynski y Williamson (2003); Morley, Machado y Pettinato (1999); Ocampo (2004); Stallings y Peres (2000).

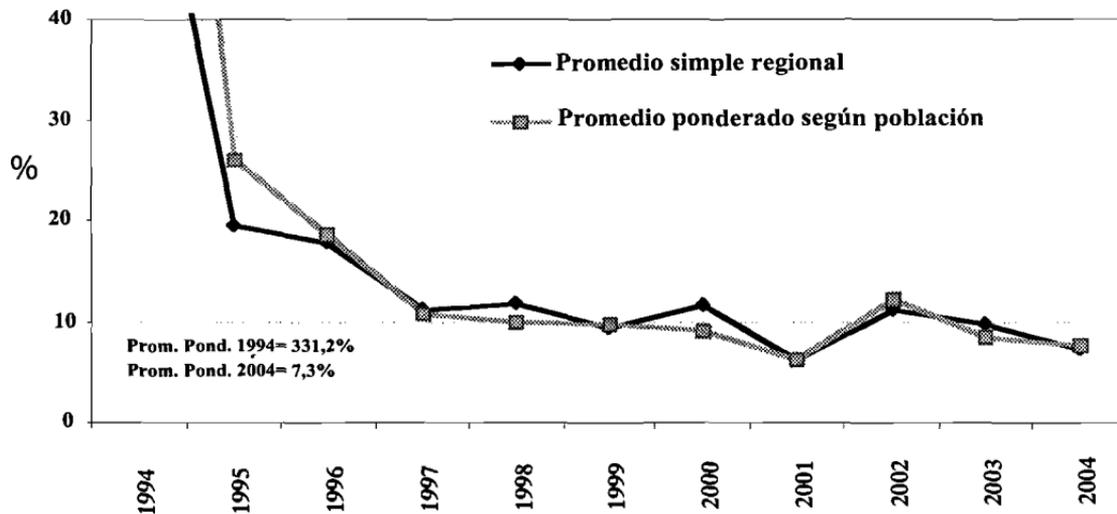
tados del año 1997 habían en su oportunidad generado grandes expectativas. Aquel año, junto con 1994, figuran entre los mejores desde 1980. El récord de 1997 se registró después de las reformas económicas aplicadas drásticamente en América Latina en el transcurso de los años noventa. A comienzos de 1998 prevalecía un ambiente eufórico entre las autoridades y los líderes empresariales de muchos países latinoamericanos, lo mismo que en las instituciones financieras y oficiales en el exterior. Tal optimismo estaba asociado al desempeño reciente y a las expectativas que se albergaban para la región. El diagnóstico predominante era que las reformas estaban dando buenos resultados.

En verdad, se habían realizado progresos significativos en varios frentes. Cabe destacar importantes logros, tales como una reducción drástica de la inflación, mejoras sustitutivas de los balances fiscales y expansión dinámica de las exportaciones. Las autoridades de los PAL habían reconocido ampliamente la necesidad de preservar los equilibrios macroeconómicos. Como prueba de esta nueva conciencia, la hiperinflación había desaparecido y muchos países registraban tasas de inflación de un dígito; promedios simples y ponderados de los PAL que desde 1997 se habían situado cerca o por debajo del 10% anual (véase gráfico 1). La gestión presupuestaria y el ahorro fiscal habían mejorado considerablemente. De hecho, en el lustro previo al contagio de la crisis asiática, el déficit fiscal promedio fue de sólo 1,5% del PIB, lo que representaba un mejoramiento sustantivo en relación con el desempeño de las décadas previas; además, ese resultado se comparaba favorablemente con las cifras de las naciones desarrolladas. Mas aún, en promedio, la región mantuvo superávits primarios elevados durante todo el decenio. A su vez, la expansión monetaria para financiar los déficit públicos prácticamente había cesado; el volumen de las exportaciones crecía rápidamente –cerca de 50% más vigorosamente que el comercio mundial– y se diversificaba en términos de los artículos exportados y de los mercados de destino; muchos países acumulaban importantes reservas internacionales. En otra dimensión de las reformas, una serie de privatizaciones masivas había tenido lugar.

Frecuentemente, era posible escuchar que, ya finalizada la primera generación de reformas, era tiempo para aplicar una segunda generación de reformas que habían quedado rezagadas; este segundo

Gráfico 1
América Latina: Aguda reducción en tasa de inflación, 1994-2004

(tasas de inflación, dic/dic)



Fuente: CEPAL sobre la base de datos oficiales.

conjunto incluía áreas como la educación y el poder judicial (Banco Mundial, 1997; BID, 1997; Camdessus, 1997). Hacia 1997, la visión predominante era que el crecimiento se había recuperado. De hecho, el crecimiento del PIB se empinó a 5,2% en ese año, la misma tasa registrada en 1994 justo antes de la crisis del tequila (véase gráfico I.2).

La alta volatilidad del PIB ha sido un hecho sobresaliente. Se trata de un signo de la inestabilidad macroeconómica real, vinculada al cambiante estado de ánimo de las agencias evaluadoras de riesgo, las autoridades políticas, las instituciones financieras internacionales y los influentes observadores económicos con fuerte presencia en los medios de comunicación. Usualmente, el presente influencia en exceso sus expectativas sobre el futuro. Entonces, predomina un *cortoplacismo* abrumador que conduce a un desempeño procíclico.

El grado de desarrollo y el bienestar resultan de la suma de los períodos temporales cortos. Esto es, el bienestar promedio dependerá de la evolución del PIB en el tránsito a través de períodos prolongados. La tasa de crecimiento anual promedio pasó del magro 1,3% de los ochenta, al 3,2% de 1990-97. Se trató de un mejoramiento notorio, pero todavía muy por debajo del 5,6% de los setenta (véase cuadro 1); los dos años de mayor auge, 1994 y 1997, no pudieron compensar el débil desempeño del resto del período.

En 1998 comenzó un nuevo período de escasez de financiamiento externo (una restricción externa dominante [RED] del entorno macroeconómico), con lo cual el desempeño empeoró drásticamente. En el sexenio 1998-2003 el crecimiento del producto fue sólo del 1,2%, lo que implicó una caída del 0,4% del PIB por habitante. En general, durante ese tiempo el optimismo desapareció y se hizo popular, entre los propugnadores del Consenso de Washington, la visión de que las reformas habían sido insuficientes o débiles. La recuperación drástica en 2004, con una expansión del 5,8%, una vez más hizo renacer el optimismo y mejorar el estado de ánimo entre observadores y autoridades. El Informe Quincenal del FMI (IMF Survey, 2005), titulaba en el abril reciente "Brasil cosecha beneficios de las reformas", frente a la recuperación de apenas un año (algo muy distinto al menguado crecimiento del PIB potencial): es una actitud impresionantemente poco responsable, ajena al pragmatismo e inconsistente en el tiempo.

De este modo, en los quince años entre 1990 y 2004, el crecimiento promedio anual alcanzó la modesta cifra del 2,6% (véase cuadro 1). Adicionalmente, la población activa (es decir, la fuerza de trabajo, incluyendo a todos los trabajadores y empresarios) también se incrementó 2,6% por año desde 1990. Por lo tanto, la expansión mediocre del producto sólo sirvió para equiparar el crecimiento de la fuerza laboral, lo cual implicó un estancamiento del producto por trabajador en 1990-2004; quince años de esfuerzo, sin avanzar en un indicador principal. Este hecho, más el sesgo regresivo de las políticas y reformas aplicadas, contribuye a explicar el desempeño insatisfactorio de los salarios: en el año 2004, el salario real promedio estaba en un nivel similar al de 1990 y por debajo del de 1980 (véase cuadro 2). Sin embargo, debe recordarse que los salarios reflejan lo que ocurre con el segmento formal del mercado laboral. Esta aclaración es muy relevante pues los mercados laborales de la región forzaron la informalización de muchos trabajadores, que debieron enfrentar todavía una mayor inestabilidad del empleo y reducciones en sus ingresos promedios (véanse CEPAL, 2004c, sobre la base de datos de la OIT para los PAL; BID, 2004; Tokman, 2004).

Las reformas económicas han tendido a causar un deterioro en los *equilibrios macrosociales* (como hemos definido el conjunto de condiciones sociales globales tales como niveles de pobreza, empleo, programas sociales y la distribución del ingreso, las voces y las oportunidades). En términos de la pobreza, luego de un incremento enorme en el número de pobres en los ochenta (véase cuadro 2), se produjo un empeoramiento adicional tras la aplicación de las RNL. En 2004, la cantidad de personas pobres era superior en 22 millones a la de 1990, y la distribución del ingreso se mantenía notablemente regresiva (Banco Mundial, 2003). Esto se asocia parcialmente a las debilidades del mercado laboral, al mayor desempleo abierto, a la baja tasa de inversión en capital físico (esto es, inversión productiva o formación bruta de capital fijo [FBCF]),² y a los débiles esfuerzos comprometidos en la reducción de brechas de equidad en educación, capacitación laboral y acceso a los mercados de capitales. El he-

² La FBCF incluye maquinaria y equipos, infraestructura y construcciones comerciales y residenciales.

Cuadro 1
América Latina: crecimiento del PIB, 1971-2004
 (tasas promedio de variación anual, %)

	1971-80	1981-89	1990-2004			Total
			1990-1997	1998-2003	2004	
Argentina	2,8	-1,0	5,0	-1,4	9,0	2,6
Brasil	8,6	2,3	2,0	1,2	5,2	2,0
Chile	2,5	2,8	7,0	2,7	6,0	5,2
Colombia	5,4	3,7	3,9	1,0	3,5	2,8
México	6,5	1,4	3,1	2,8	4,4	3,1
Perú	3,9	-0,7	3,9	2,0	5,1	3,2
Uruguay	2,7	0,4	3,9	-2,5	11,8	1,8
Venezuela	1,8	-0,3	3,8	-2,8	17,3	1,9
AMÉRICA LATINA (19)						
Total	5,6	1,3	3,2	1,2	5,8	2,6
Por habitante	3,0	-0,8	1,4	-0,4	4,2	0,9
Por trabajador	1,7	-1,5	0,5	-1,2	3,4	0,0

Fuente: CEPAL, expresado en dólares de 1980 para 1971-89, y en dólares de 1995 para 1989-2004. Las cifras para 2004 están basadas en estimaciones de CEPAL.

Se considera como trabajadores a los miembros de la población económicamente activa.

Cuadro 2
América Latina: indicadores sociales, 1980-2004

	PIB	Pobreza		Salario	Tasa de	Población
	per cápita	(millones)	(% de población) ^a	real promedio	desempleo	(millones)
	(US\$ de 1995)			(1995=100)	(% de la fuerza de trabajo)	
1980	3.687	136	40,5	102,7	7,7	343
1990	3.345	200	48,3	96,2	7,3	423
2004	3.913	222	42,9	96,8	10,0	533

Fuente: PIB per cápita, pobreza y población basados en cifras de CEPAL para 19 países.

^aEsta definición excluye población en lugares como cárceles, hospitales y regimientos.

El índice de salarios reales es un promedio (ponderado por el tamaño de la fuerza de trabajo en cada año) de los índices de salarios reales calculados por CEPAL para 12 países. La tasa de desempleo es calculada por CEPAL para 24 países.

cho empírico concreto es que la distribución de oportunidades y productividades se ha tornado incluso más desigual que antes de este tipo de reformas (Altimir, 2004).³ Se trata de un resultado particularmente grave en el continente que tradicionalmente ha sido el más desigual del planeta (Bourguignon y Morrison, 2002).

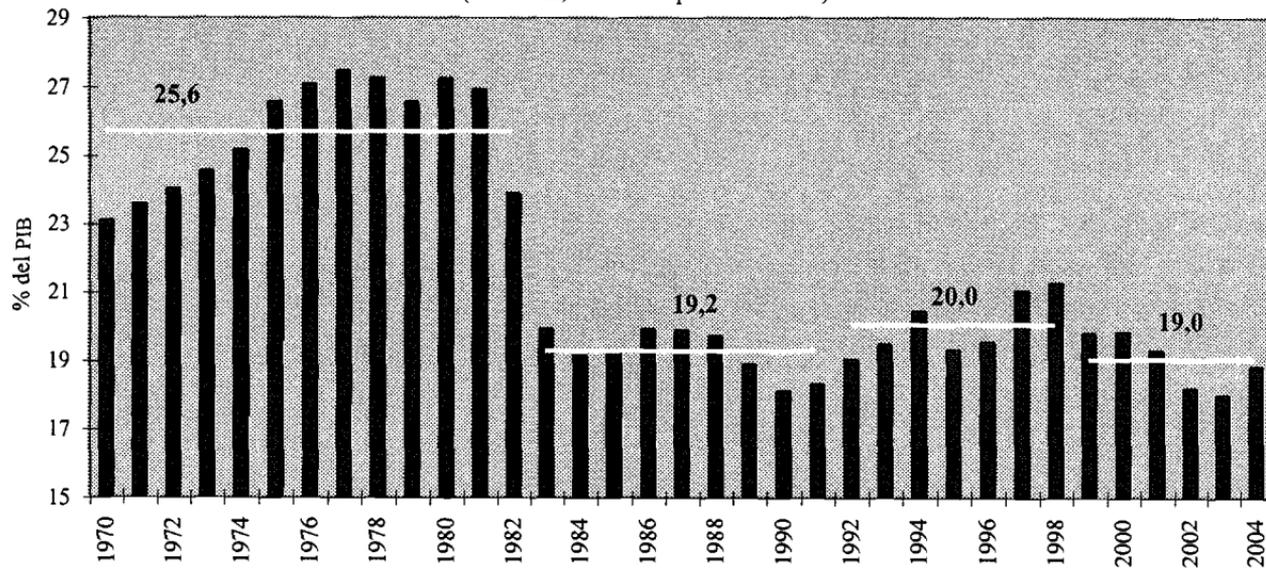
Como consecuencia, se produjo una doble divergencia en el desarrollo de los PAL: por una parte, tal como en los ochenta, el PIB per cápita no convergió al de los países desarrollados. Además, dentro de los PAL, la brecha regresiva entre los grupos de altos ingresos y los grupos de bajos ingresos aumentó. Actualmente, América Latina tiene un PIB por habitante que es sólo un quinto del de los países ricos (corrigiendo por el efecto del poder de compra), mientras que su brecha de ingreso entre los hogares del quintil más rico y del quintil más pobre duplica la que registran las naciones más desarrolladas. En consecuencia, América Latina tiene una brecha notablemente mayor que en las “mejores prácticas” en equidad en el mundo, lo cual implica un gran obstáculo para la consolidación y profundización de la democracia.

El magro crecimiento del PIB estuvo asociado, en parte, a un bajo coeficiente de inversión productiva (véanse capítulo II, y Ffrench-Davis y Reisen, 1998). Ésta es una de las áreas en las que las reformas han tenido un resultado más insatisfactorio. En efecto, en los años noventa, América Latina invirtió seis puntos porcentuales menos, en promedio, que en los setenta y sólo un punto porcentual más que en los ochenta, la llamada “década perdida” (véase gráfico 2). Luego de 1999 hubo una nueva reducción; de hecho, la tasa de inversión de 1999-2004 fue similar a la de los ochenta. Se trata de un hecho alarmante, que discutimos en detalle en el capítulo II.

No todos los sectores mostraron una baja FBCF. En general, ésta fue vigorosa en la producción de bienes y servicios exportables. Ello contribuye a explicar por qué el volumen exportado se ha expandido a tasas de 7 a 8% por año, que es un desempeño que se compara fa-

³ Éste fue, claramente, el caso de Chile durante los setenta y los ochenta, cuando se aplicó la mayoría de las RNL. Más tarde, se hicieron correcciones significativas, con *las reformas a las reformas* impulsadas junto con el retorno a la democracia en los noventa (véase Ffrench-Davis, 2004, capítulo VII).

Gráfico 2
AMÉRICA LATINA: COEFICIENTE DE FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL FIJO, 1970-2004
 (% del PIB, escalada a precios de 1995)



Fuente: basado en datos de CEPAL para 19 países. Cifras preliminares para 2004.

vorablemente con lo ocurrido en el comercio mundial. Sin embargo, el resto de la economía—seis de cada siete pesos producidos—ha estado estancado, y probablemente con una formación de capital notablemente baja, puesto que la suma de la inversión en exportaciones y la inversión en rubros no exportados (el resto del PIB) representa la inversión total. Para un crecimiento vigoroso se necesita que el resto de la economía (el PIB no exportado) también se expanda rápidamente. De hecho, eso es lo que se ha registrado en las EE con un modelo exportador exitoso: por ejemplo, en Corea, Malasia y Taiwán, por varias décadas, y en Chile en 1990-98, la producción no exportada creció anualmente a tasas del orden del 6,5%. En América Latina, en cambio, el producto no exportado apenas aumentó a una tasa anual del 1% en 1990-2004 (véanse capítulo IV y cuadro IV.2). Consecuentemente, la búsqueda de una mayor tasa de inversión en los sectores no exportadores aparece como un factor clave para expandir la función de producción nacional.

La baja FBCF hace más difícil incorporar las mejoras tecnológicas. Los aumentos en productividad están íntimamente ligados a la mayor inversión productiva, en sus diversas formas (De Long y Summers, 1991). Un entorno macroeconómico poco *amigable* aparece como un factor crucial para explicar la insuficiencia de la formación de capital, debido a: 1) la fuerte inestabilidad de la demanda agregada, asociada a los pronunciados ciclos de los flujos de capitales; 2) macroprecios clave para las decisiones de trabajadores y empresarios (tales como tasas de interés y tipos de cambio) desalineados; 3) debilidad en las políticas dirigidas a completar mercados de factores productivos (capacitación laboral, tecnología y segmentos de largo plazo de los mercados de capitales), y 4) inversión insuficiente en infraestructura y bienes públicos.

La inestabilidad macroeconómica real de las EE es una fuerza potente detrás de las pobres tasas de inversión de los noventa. La brecha entre el PIB efectivo y el PIB potencial es una variable determinante de la declinación de la inversión productiva, como ha sido bien documentado (véanse capítulos I y II, y Agosin, 1998). Un efecto notorio de estas coyunturas recesivas ha sido la reducción drástica de la inversión; por ejemplo, las caídas en la formación de capital del 13% en la Argentina y del 30% en México, durante 1995; en Chile, ésta se redu-

jo en 18% en 1999, mientras que la última crisis del Cono Sur implicó una disminución de la inversión, entre 1998 y 2003, del 56% en la Argentina y del 11% para el conjunto de los PAL.

Es evidente que las reformas *amigables* con el mercado y los precios *correctos* son insumos para el crecimiento. Sin embargo, el magro desempeño actual indica que la amistad no ha sido fiable y que con frecuencia los precios macroeconómicos se han apartado del equilibrio. Por ejemplo, es común observar en las reformas neoliberales tasas de interés reales considerablemente altas; por ejemplo, Chile registró un promedio anual de 38% durante los primeros ocho años de reforma financiera, entre 1975 y 1982, y muchos países latinoamericanos exhibieron tasas desproporcionadamente altas durante los años noventa y la presente década (CEPAL, 1998, capítulo IX.14; 2004a, capítulo 3; Stallings y Studart, 2005). Asimismo, es un hecho bien documentado que los tipos de cambio reales han presentado fluctuaciones cíclicas muy marcadas. Esas tasas desalineadas dificultan, evidentemente, la evaluación de proyectos para la asignación de recursos, promueven la inversión especulativa por sobre la productiva y contribuyen a deteriorar la cartera de las instituciones financieras.

La otra variable detrás del mal desempeño es la carencia de factores complementarios esenciales requeridos por el inversionista productivo, lo que abordaremos en la sección siguiente.

2. De un neoliberalismo ingenuo a un pragmatismo progresista

2.1. EL FUNDAMENTALISMO DE MERCADO

Los caminos que han elegido los países de América Latina para diseñar sus reformas estructurales y políticas económicas son muy variados. No obstante, hay algunas características distintivas que reflejan influencias externas comunes o enfoques internos compartidos, que han implicado deficiencias graves en la primera generación de reformas, impulsadas al alero del Consenso de Washington.

El actual modelo neoliberal aborda diversos problemas reales, de gran significación, que han aflorado o se desarrollaron en las últimas

décadas, particularmente en los setenta y a comienzos de los ochenta. En el caso de los países latinoamericanos, esas fallas generaron desequilibrios costosos, tales como enormes déficit fiscales, inflación con tasas variables y elevadas, deterioro de la capacidad de rendición de cuentas (*accountability*) de las empresas públicas, tasas de interés reales muy negativas, perfil arbitrario de la protección efectiva y demasiadas decisiones microeconómicas centralizadas por las autoridades nacionales. Compartimos la visión crítica de esas fallas. Sin embargo, modificaciones muy aconsejables pueden ser hechas de un modo equivocado, ineficiente e inequitativo. Ello es lo que ha ocurrido frecuentemente con algunas reformas neoliberales cargadas de ideologismo, que reflejan una mala comprensión de cómo funcionan los mercados y de su grado de maduración y *completitud*.⁴

Un rasgo distintivo del neoliberalismo es su fe extrema en la eficiencia del sector privado tradicional y una desconfianza también extrema en el sector público y en las formas no tradicionales de organización privada.

El enfoque neoliberal de moda parte de la base de que las señales del mercado transitan en forma transparente y fluida entre mercados y entre generaciones. Con ello, supone que los desequilibrios estructurales no existen, salvo aquéllos generados por la intervención estatal. Estos supuestos llevan a subestimar los efectos negativos sobre 1) la formación de capital, 2) la tasa de utilización del PIB potencial y 3) la distribución de la productividad y las oportunidades entre la población. En consecuencia, tiende a efectuar reformas de manera abrupta y extrema, dando por supuesto que los mercados se tornan *completos* espontáneamente al liberalizarse; este enfoque acostumbra a no considerar interrelaciones clave entre variables y se caracteriza por su cortoplacismo. De ello resulta que los procesos de ajuste neoliberal tienden a generar más perdedores que ganadores, con efectos regresivos ante los shocks externos y los programas antiinflacionarios de unianclaje.⁴

Paradójicamente, este enfoque, todavía predominante, fundado en la teoría microeconómica de la "optimización", salta bruscamente

⁴ Por ejemplo, conseguido mediante la fijación del tipo de cambio o por su apreciación real, o bien por una política monetaria contractiva.

a las recomendaciones de política basadas en la "maximización" de la liberalización. Ignora el gradualismo y las posiciones intermedias entre los extremos de la liberalización indiscriminada y el intervencionismo arbitrario, y subvalora las profundas consecuencias de la ausencia de reformas complementarias.

Fallas típicas con consecuencias costosas han sido: 1) la liberalización de la cuenta de capitales, con el ingreso de considerables flujos externos, ha traído aparejados muchos casos de desplazamiento del ahorro interno y aumento de la vulnerabilidad ante shocks externos; 2) la liberalización del comercio se ha desarrollado en forma paralela con la apreciación cambiaria, contradiciendo toda recomendación razonable; 3) la privatización de la banca ha provocado la aparición de préstamos relacionados, no transparentes, y riesgo moral (*moral hazard*), lo cual ha devenido en crisis bancarias y rescates de cargo gubernamental con costos de hasta 50% del PIB de un año, según estimaciones publicadas por el Banco Mundial; 4) la ausencia de regulaciones prudenciales efectivas de las instituciones financieras y de los servicios públicos, en forma paralela a las privatizaciones o liberalizaciones de sus mercados.

La moda predominante ha involucrado la repetición de errores muy costosos, en particular en el manejo macroeconómico en el diseño de las reformas financieras y comerciales y en la insuficiencia de los esfuerzos para *completar* mercados. Por ejemplo, es sorprendente que los errores cometidos en las reformas financieras de la Argentina y Chile en los años setenta se hayan repetido en muchos otros países de la región desde mediados de los ochenta, y en países de Asia durante los noventa. No sólo comparten la debilidad de la supervisión prudencial, sino también los escenarios de *booms* de los segmentos de corto plazo y desplazamiento de ahorro interno y las crisis financieras de elevado costo para el fisco.

En todos estos casos ha existido responsabilidad de los impulsores de las reformas, derivada de la falta de pragmatismo en su diseño y aplicación. Los reformadores deberían estar extremadamente insatisfechos si revisaran radicalmente las recetas utilizadas. Sin embargo, la rendición de cuentas (recuérdense las entusiastas alabanzas a las reformas argentinas hasta 1998; véase Mussa, 2002), el aprendizaje y el pragmatismo han estado prácticamente ausentes entre las

instituciones financieras internacionales (IFI) más influyentes y los principales líderes políticos y económicos, detrás de la fuerte ola reformadora de los PAL.⁵

Más aún, en varios casos la aplicación efectiva de las reformas fue más ideológica e *incompleta* (en un sentido integral y no que implique la necesidad de más de lo mismo) que el “consenso” escrito (véase Williamson, 2003c). De hecho, las RNL fueron conducidas, generalmente, según la creencia de que existe una receta o modelo único, de validez universal (*one-size-fits-all*), para la formulación de políticas: la liberalización indiscriminada de los mercados, abruptamente y hasta el extremo, si es posible (más de lo mismo es siempre bueno). No se consideró en la selección de las políticas el papel destacado que deben poseer 1) los objetivos elegidos democráticamente por la sociedad; 2) el grado de desarrollo de los mercados internos; 3) el grado de homogeneidad de estos mercados; 4) la coyuntura macroeconómica particular enfrentada en cada momento; y 5) la naturaleza de los mercados e instituciones internacionales.

El alcance y la influencia de las RNL han sido reforzados por el fenómeno (a veces, equivocadamente transformado en ideología) de la globalización económica. Es innegable que la globalización –y, especialmente, la capacidad para movilizar fondos instantáneamente de un lugar a otro– ha reducido el espacio para las políticas discrecionales de los gobiernos, relegando estos tópicos virtualmente fuera de la agenda de políticas. Con la crisis de la deuda de los años ochenta, los agentes económicos vinculados con la esfera financiera adquirieron mayor influencia global en las empresas públicas y privadas, en los ministerios y demás reparticiones gubernamentales, así como en los medios masivos de comunicación. Esta situación impuso el predominio de un sesgo cortoplacista por sobre las preocupaciones por la productividad y los aumentos de la capacidad productiva (eso es el *financiarismo*, intrínsecamente asociado al *neorrentismo*; véase capítulo I). En los mercados especulativos, como señala Arrow (1974), parte considerable de los esfuerzos de los agentes económicos se concentra en

⁵ Un informe reciente del FMI (véase Singh y otros, 2005) aparentemente utiliza una definición de equilibrios macroeconómicos que se mueve un poco en la dirección del enfoque que hemos desarrollado en el capítulo I, pero sus propuestas de política no revelan cambios significativos hacia un mayor pragmatismo.

adquirir información, la que sirve para obtener beneficios a expensas del resto de la economía (ganancias de capital y el *neorrentismo* aparejado). Ello tiende a provocar una redistribución de suma negativa, dado el insumo de recursos reales en el proceso.

En el ámbito distributivo, la desregulación indiscriminada también concentra las oportunidades a favor de sectores con mayor acceso al sistema financiero y una perspectiva más cortoplacista; de hecho, con frecuencia los segmentos de largo plazo de los mercados de capitales así como las pequeñas y medianas empresas (PYME) demandantes de fondos han tendido a perder participación en los mercados. El diseño de políticas macroeconómicas ha pasado a estar excesivamente influido, probablemente en forma no deliberada, por especialistas bien entrenados en microfinanzas, que operan con activos líquidos o de corto plazo (véase capítulo V).

Sin embargo, se ha exagerado esta pérdida de libertad para el ejercicio de políticas discrecionales, como lo revelan las políticas macroeconómicas activas desarrolladas eficientemente por algunos PAL. En efecto, existe espacio para *hacer* globalización que permita cumplir con los objetivos de mayor crecimiento y equidad en el frente interno, a pesar del nuevo contexto de mercados crecientemente integrados. Los casos de Corea y Malasia, en 1998-99, y el de Chile, en 1990-95, ilustran cómo es viable conducir políticas exitosas de este tipo (véanse capítulo VI y Ffrench-Davis, 2004, capítulo VIII).

Es evidente que no estamos condenados al modelo único, al extremo de no tener espacio para políticas activas (véase capítulo VII). Pero para impulsarlas se requiere entender el funcionamiento real de los mercados, poseer una personalidad fuerte, con voluntad política para dar prioridad al bien común, y transparencia. Ciertamente, éstos son requisitos muy demandantes, lo cual explica por qué tan pocos países han alcanzado el desarrollo, pero son posibles de lograr.

A continuación presentaremos algunos principios —orientados a la formulación de políticas— para avanzar por la senda de reformas impregnadas de un pragmatismo que permita un desarrollo con equidad y el fortalecimiento de la democracia. En la búsqueda de estas políticas nos hemos beneficiado del trabajo de diversos autores que comparten la preocupación por el resultado desilusionante de las re-

formas de los años recientes.⁶ Este pobre resultado de mercado puede ser mejorado significativamente *reformando las reformas*.

2.2. NUESTRO ENFOQUE ANALÍTICO

Con frecuencia, las críticas al neoliberalismo tienden a caracterizarse por la falta de propuestas concretas de política. Aquí hemos tratado de desarrollar un análisis sistemáticamente orientado hacia el diseño y la aplicación de políticas económicas.⁷ En este marco, priorizamos el diseño de políticas y su aplicación pragmática (o realista) tomando en consideración el funcionamiento efectivo de los mercados y la diversidad en la capacidad de respuesta de los diferentes agentes económicos. Buscamos un pragmatismo con un sesgo progresista, que sea funcional a nuestro objetivo de *crecimiento con equidad*.

Con frecuencia, pareciera que, para sus ejecutores, las reformas se han convertido en un objetivo al margen de sus consecuencias. Sin embargo, siempre las reformas económicas deben ser consideradas sólo como un medio para el progreso. En consecuencia, siempre deberían identificarse explícitamente los resultados que se persiguen y luego debe exigirse una rendición de cuentas (*accountability*). Por ejemplo, se precisa reformar o corregir las reformas: 1) si el éxito en la lucha antiinflacionaria y en el cumplimiento de la disciplina fiscal finalmente no está asociado a una demanda agregada estable y a macroprecios *correctos* para los productores internos (véase capítulo I), o 2) si se aplica una reforma financiera en el mercado de capitales interno con el fin de aumentar el ahorro nacional y el volumen y la calidad de la inversión, se consigue elevar el ahorro financiero mien-

⁶ Véanse, por ejemplo, Krugman (1990a); Stewart (1998); Rodrik (2003); Sachs (1987); Solow (2001); Williamson (2003b); Ocampo (2004); Stiglitz (1998 y 2002).

⁷ Nuestro enfoque alternativo puede ser asociado a lo que se denomina neoes-
tructuralismo (Sunkel, 1991), transformación productiva con equidad (CEPAL, 1992;
2002; 2004a; Bielschowsky, 1998; Fajnzylber, 1990) o crecimiento con equidad
(Ffrench-Davis, 2004).

tras que el ahorro nacional disminuye y la inversión permanece baja (véase capítulo II), o 3) si la expansión vigorosa de las exportaciones no logra generar un crecimiento del PIB más dinámico (véase capítulo IV). Una habitual expresión de complacencia, en diversas autoridades nacionales e internacionales y en especialistas financieros, ha acompañado a evidentes fracasos en esas tres áreas estratégicas de las reformas neoliberales.

Aquí presentamos algunas piezas analíticas, orientadas a la formulación de políticas, para explicar las fallas del diseño e instrumentación de las reformas neoliberales desarrolladas con la influencia del Consenso de Washington. Luego, ofrecemos un enfoque alternativo sólido. Enfatizamos tres rasgos característicos de las EE que deberían constituirse en pilares del diseño de políticas económicas específicas. Ellas se refieren a 1) la heterogeneidad estructural de los mercados y factores; 2) la ausencia o incompletitud de factores clave para el desarrollo, y 3) las implicaciones de las asimetrías asociadas a la inestabilidad y los diversos vínculos entre distintos enfoques macroeconómicos y el desarrollo económico (entendido como mayor crecimiento con equidad).

2.2.1. HETEROGENEIDAD ESTRUCTURAL Y DIVERSIDAD ENTRE AGENTES

La heterogeneidad de los factores o la segmentación de los mercados es una de las características más típicas de los países menos desarrollados. Ello naturalmente dificulta la fluidez y transparencia de la información, y afecta diferenciadamente la capacidad de distintos agentes para responder eficientemente a una política determinada. Existen diversas dimensiones de heterogeneidad estructural que cumplen un papel fundamental. Entre otras, la heterogeneidad dentro de cada mercado factorial; la heterogeneidad en el grado de apertura y estabilidad de los variados mercados externos; la heterogeneidad entre las etapas expansiva y contractiva del ciclo económico; la heterogeneidad de las respuestas a los incentivos que muestran diversas regiones y segmentos del mercado (empresas grandes y pequeñas, empresas rurales y urbanas, empresas incipientes y maduras, consumidores y productores, inversionistas productivos y especulativos); la

heterogeneidad en los horizontes temporales y en las variables maximizadas por los agentes productivos respecto de los financieros; la heterogeneidad en el grado de movilidad de los factores (por ejemplo, los fondos financieros son altamente móviles, mientras que la mayoría de los productores del PIB tienen sus activos inmovilizados).⁸ Todas estas formas de heterogeneidad poseen implicaciones fuertes sobre los efectos de la trayectoria del ajuste y sobre la viabilidad de lograr diferentes combinaciones de objetivos (histéresis); ello implica que no existe un equilibrio único, sino más bien equilibrios múltiples.

En síntesis, los rasgos particulares de la transición hacia un nuevo equilibrio marcan una diferencia decisiva, y las reformas “ingenuas” suelen involucrar un período de ajuste extremadamente prolongado y costoso, dada la presencia de mercados imperfectos e *incompletos*. Las características del proceso de transición (efectos de histéresis sobre los flujos de capital humano y físico) y el tiempo transcurrido durante el tránsito tienen repercusiones significativas para el bienestar de la población, siendo este bienestar lo que constituye el fin último de la economía.

Nuestro enfoque exige la presencia de un sector privado dinámico y moderno, junto con eslabonamientos activos con los mercados mundiales y un Estado eficiente. Es fundamental un esfuerzo sistemático para mejorar la productividad de los sectores que exhiben una brecha significativa respecto de las “mejores prácticas”. Por otra parte, frente al mismo marco de “heterogeneidad estructural”, lograr la eficiencia del Estado –del gobierno central, gobiernos locales, agencias normativas y empresas públicas– no es tarea fácil. Luego, es necesario ser selectivo también en el sentido de adoptar sólo la cantidad y calidad de las acciones que el Estado sea capaz de diseñar e instrumentar con eficiencia social, y concentrar los esfuerzos allí donde tendrán mayor impacto. Así se minimiza el riesgo de “fallas de gobierno”.

⁸ El tema de la heterogeneidad estructural y sus implicaciones sobre el desarrollo económico ha sido ampliamente estudiado por destacados autores en la CEPAL. Por ejemplo, véanse Cardoso (1977); Fajnzylber (1990); Ocampo (2002); Pinto (1970); Prebisch (1981); Rodríguez (1980); Sunkel (1981).

2.2.2. NECESIDAD DE COMPLETAR MERCADOS

Para mejorar el funcionamiento de los mercados, es preciso fortalecer la importancia de los horizontes de más largo plazo y los factores “productivistas”. El objetivo es un proceso de desarrollo endógeno orientado “desde adentro” y acomodado a las características de sus mercados y sus objetivos particulares (Faynzylber, 1990; Sunkel, 1991). Un espacio fundamental le cabe a la aplicación de una política de desarrollo productivo. Ésta debe incluir el perfeccionamiento sistemático de los mercados de factores, apuntando a *completarlos*, y orientar la asignación de los recursos hacia la inversión en capital físico y humano, para así mejorar deliberadamente la “distribución” de la productividad y las oportunidades en la sociedad y promover la adquisición de ventajas comparativas (competitividad sistémica).

Una de las falencias más graves, exhibidas por las reformas del Consenso de Washington, es la notablemente deprimida tasa de inversión. Ella está asociada a la carencia de algunos factores básicos requeridos por el inversionista productivo, en especial los pequeños y medianos. Se necesita financiamiento de largo plazo, acceso a tecnología y capacidad para absorberla, disponibilidad de trabajadores bien capacitados e infraestructura complementaria a la inversión productiva.⁹ El neoliberalismo todavía asume que la liberalización y privatización traen consigo, espontáneamente, una oferta creciente de estos ingredientes del producto potencial. Frecuentemente, esta oferta no emerge espontáneamente ni oportunamente, y preocuparse por este problema es, precisamente, uno de los desafíos de las reformas y políticas públicas. Esto es lo que se denomina *completar* mercados de factores, pues los mercados incompletos, subdesarrollados o inexistentes, no pueden funcionar bien y, además, generan una insuficiente oferta de factores para la función de producción agregada. Esta *incompletitud* es un rasgo intrínseco del subdesarrollo y revela una falta de capacidad productiva o competitividad sistémica.

Aquella fuente de desaliento (oferta incompleta de factores) pa-

⁹ Como lo documentan Easterly y Servén (2003), la mayoría de los PAL experimentó una retirada del sector público de la provisión de infraestructura, la que no fue completamente compensada por la mayor apertura que se produjo simultáneamente para la participación del sector privado.

ra la inversión privada interna ha sido reforzada por un cambio en la composición de la inversión extranjera directa (IED), donde el peso relativo de las adquisiciones ha aumentado, respondiendo a las privatizaciones, a precios de activos deprimidos y a tipos de cambio depreciados, y el peso relativo de la inversión nueva (creadora de capacidad productiva) ha disminuido, también como resultado del entorno macroeconómico poco amigable para la formación de capital.

Las reformas y políticas deberían procurar contribuir activamente a completar e integrar los mercados de factores y evitar la tendencia al aumento de su segmentación. En breve, políticas mesoeconómicas, tales como la capacitación de la mano de obra, la difusión del conocimiento técnico y el espacio para las pequeñas y medianas empresas, son esenciales para extender la productividad a toda la sociedad (Katz, 2000).

2.2.3. ASIMETRÍA PRODUCTIVA Y DISTRIBUTIVA DE LA INESTABILIDAD

La inestabilidad financiera se ha transformado en una característica típica de las EE. Distinguimos dos tipos de inestabilidad. Una es la que se registra en el *corto plazo*. Ésta puede ser enfrentada por los productores mediante instrumentos derivados, o bien esperando un poco antes de cerrar las transacciones en los mercados. Pero, por otro lado, existe una segunda clase de inestabilidad, de naturaleza más dañina, asociada a los ciclos de *mediano plazo* generados por la globalización de la volatilidad financiera. En efecto, los períodos de abundancia de capital no han sido eventos puntuales y abruptos sino *procesos* donde se van acumulando flujos sucesivos y continuos de capitales por períodos relativamente prolongados. De hecho, estas oleadas de capitales se han producido en la forma de ciclos de mediano plazo, en los que se generan ondas de progresivo optimismo seguidos por el contagio de pesimismo en los mercados financieros internacionales. Así, un rasgo esencial de los flujos financieros hacia los países en desarrollo ha sido, precisamente, la presencia de estos ciclos de mediano plazo: financiamiento abundante en los setenta, seguido por una sequía de flujos en los ochenta; luego, un nuevo período de grandes entradas de capitales en 1990-97 (con una

breve sequía en 1995), continuado por flujos financieros negativos desde la crisis asiática.

Si bien los préstamos de corto plazo han hecho que el ciclo sea más pronunciado, las fluctuaciones en las entradas de capitales líquidos hacia las bolsas y los flujos de plazos mayores –tales como los préstamos bancarios de mediano plazo y la emisión de bonos– han sido igualmente relevantes en la generación de estos ciclos. La mayor longitud de estos ciclos –lo que implica afectar con mayor fuerza las expectativas acerca de los macroprecios, además de otras variables– ha producido efectos redistributivos considerables. Dada la irreversibilidad de la asignación de recursos, la interrupción abrupta de los flujos de capitales (*sudden stops*) ha sido una fuente típica de crisis costosas: para todos los PAL en los ochenta, la Argentina y México en 1995, Asia oriental en 1998 y la mayoría de los PAL en 1998-2003 (véase capítulo VI).

La inestabilidad real es asimétrica e inevitablemente implica subutilización de la productividad potencial, en promedio, y una menor producción efectiva. En efecto, la recuperación incrementa el flujo de producción hoy, hasta la máxima utilización de la capacidad existente, pero no se puede recuperar la producción que no se generó ayer. Es evidente que la producción efectiva no puede superar el máximo posible. Por lo tanto, dada la inestabilidad, la productividad total de factores (PTF) y la tasa de inversión (que es afectada negativamente por la brecha recesiva) serán menores que en un contexto de mayor estabilidad macroeconómica.

La inestabilidad también desalienta una formación de capital futura. Como se destacó, la brecha entre el PIB efectivo y la frontera productiva es una variable determinante de la evolución del coeficiente de inversión. Esta brecha refleja la capacidad instalada subutilizada en empresas y de otros componentes del stock de capital físico, desempleo laboral y una menor PTF. Las utilidades tienden a reducirse mientras los estados de ánimo de los prestamistas se deprimen.

Para evaluar la eficiencia de una reforma o una política o ajuste, deben considerarse siempre tanto el valor actualizado de las recuperaciones como el de las caídas de producción y bie-

nestar.¹⁰ Existe una tendencia inquietante a desestimar la significación que reviste la inestabilidad y la subutilización de la capacidad (Stiglitz, 1998).

La inestabilidad también tiende a ser asimétrica en lo distributivo, pues los sectores de mayores ingresos y mejor acceso a mercados aprovechan más plenamente las oportunidades que surgen en los períodos de auge y se ajustan con mayor agilidad en los períodos recesivos. Los antecedentes disponibles indican que la distribución del ingreso tiende a deteriorarse en las recesiones y a mejorar en las recuperaciones, pero con menos fuerza en éstas que en aquéllas (Hausmann y Gavin, 1996; Morley, 1995). El mercado laboral es afectado negativamente por medio de la incidencia recesiva de la inestabilidad sobre la inversión. Cuanto más *incompletos* sean los mercados financieros y menor la tasa de formación de capital, mayor tenderá a ser la probabilidad de que predominen los efectos regresivos.

3. Un menú de políticas sobre macroeconomía, comercio y finanzas

En este libro examinamos en detalle los efectos de las reformas comerciales y financieras, de los flujos de capital y de la gestión macroeconómica sobre la acumulación de capital y su tasa de utilización, y sobre la productividad global.

Además de este capítulo introductorio, el libro está dividido en tres partes: la Primera Parte (capítulos I y II) hace una revisión de los principales criterios macroeconómicos que, en nuestra opinión, debieran servir de guía a las políticas económicas en las EE, para alcanzar un crecimiento económico sostenido con equidad.

El capítulo I analiza el vínculo entre el contexto macroeconómico y el crecimiento económico. La médula del análisis la constituye la discusión acerca de los enfoques alternativos respecto de formas de hacer macroeconomía. Por un lado, el enfoque *financierista* o neoli-

¹⁰ Diversos estilos de reformas pueden generar un aumento del crecimiento y el bienestar en el margen, una vez terminado el proceso de ajuste, pero con un desempeño deficiente durante la transición.

beral pone el acento en los equilibrios macroeconómicos considerando dos pilares, baja inflación y control del presupuesto fiscal, junto con una amplia apertura de la cuenta de capital. Podemos denominarlos *equilibrios macroeconómicos financieros*. Este enfoque supone que ello es suficiente para el logro del desarrollo productivo en una economía liberalizada, o que se convierte en condición suficiente con el agregado de las reformas de carácter micro.

Según se ha señalado, con posterioridad a 1990 varios países latinoamericanos lograron éxito en reducir la inflación a cifras de un dígito y en equilibrar sus presupuestos fiscales. Sin embargo, la actividad económica siguió siendo altamente inestable; en el período de referencia, la trayectoria del PIB resultó condicionada por altibajos fuertes en la demanda agregada, los cuales obedecieron principalmente a fluctuaciones en los flujos de capitales. Del mismo modo, en la década de los noventa los países de Asia oriental persistieron en el cumplimiento de los dos pilares convencionales –baja inflación y excedentes fiscales–, pero vieron colapsar un tercer pilar, el de los equilibrios macroeconómicos sostenibles para la economía real. En consecuencia, la mayoría de las EE estaban aplicando una política macroeconómica financiera de dos pilares al emerger la crisis asiática, con el apoyo eufórico de los especialistas en microfinanzas, incluidas las agencias internacionales evaluadoras de riesgo financiero. La asunción de un enfoque *financierista* antes que *productivista* era algo dominante en ese escenario.

Nuestro enfoque alternativo pone el acento en un conjunto integral de equilibrios macroeconómicos. Esto es, junto con una baja inflación y la responsabilidad fiscal, que son sin duda variables cruciales, habría que incluir una economía real equilibrada, esto es una demanda agregada consistente con la capacidad productiva de la economía y un equilibrio externo sostenible. Ello involucra, en primer lugar, un elevado coeficiente de uso de los factores productivos (capital y trabajo), dado que una baja tasa de utilización de la inversión en capital humano y físico deprime el crecimiento futuro y los equilibrios macrosociales. La forma en que una brecha sistemática tiende a repercutir negativamente sobre la velocidad de la expansión de la frontera productiva y la productividad real queda de manifiesto al examinar experiencias que van desde la década perdida (en los años ochenta)

hasta el sexenio perdido (1998-2003), incluidos los efectos de la crisis del tequila y el contagio de Asia oriental.

Al mismo tiempo, una economía real equilibrada debe evitar la vulnerabilidad a costosas crisis de origen externo, mediante el expediente de mantener bajo control los déficit externos y la deuda neta, así como niveles moderados de pasivos líquidos netos y de corto plazo, tipos de cambio no desalineados y coeficientes razonables precio/utilidades en los mercados accionarios, todo ello sumado a una fuerte regulación prudencial y una adecuada supervisión y transparencia del sistema financiero.

Naturalmente, los objetivos macroeconómicos más amplios exigen más y mejores instrumentos de políticas. El capítulo I concluye con una revisión de políticas nacionales para alcanzar una macroeconomía real sólida en cinco áreas cruciales complementarias (políticas monetarias, cambiarias, fiscales, de regulación de flujos de capitales y de supervisión de las instituciones financieras). Un rasgo saliente de todas ellas lo constituye su carácter fuertemente contracíclico en un contexto de mercados globalizados.

Se pone de relieve el imperativo de medidas eficaces para asegurar que los flujos de capital fortalezcan la inversión productiva y sean consistentes con un entorno macroeconómico sostenible. La composición, el nivel y *las desviaciones respecto de la tendencia* del volumen de flujos son variables cruciales. La explicación estriba en la diversa capacidad de acción de los diferentes agentes de mercados y en las asimetrías inherentes a la inestabilidad ya examinada. En períodos de auge (en contraposición a una tendencia estable) las restricciones de liquidez para los consumidores tienden a manifestarse más rápidamente que para los inversionistas, dada la debilidad de los segmentos de largo plazo de los mercados de capital. De igual forma, los consumidores pueden reaccionar más rápido que los inversionistas productivos, dado que estos últimos necesitan identificar, diseñar y desarrollar nuevos proyectos, lo que constituye un proceso moroso. Dada la irreversibilidad de la inversión, las expectativas favorables que se asumen, en una coyuntura específica, por parte de los inversionistas de largo plazo, deben ser evaluadas por ellos como sostenibles durante un horizonte extenso.

El capítulo II presenta una breve panorámica histórica del creci-

miento y la inversión en América Latina. Una conclusión trascendente es que resulta imposible alcanzar crecimiento sostenible en ausencia de un sustancial incremento en la formación de capital. Este resultado contrasta con la opinión de algunos académicos y autoridades económicas, quienes sostienen que la variable dominante —desde el punto de vista del crecimiento— es el incremento de la productividad. Aquí demostramos que lo que ellos habitualmente cuantifican como ganancias de productividad corresponde en gran medida, en nuestras economías volátiles, a un incremento en la tasa de utilización de los factores productivos existentes.

Con el objeto de desplazarnos hacia una macroeconomía favorable al crecimiento, necesitamos establecer una clara y sistemática diferenciación entre la recuperación económica y la generación de capacidad adicional. Esto ha sido un factor equívoco común para los gobiernos tanto de orientación izquierdista como derechista en América Latina. Ello ha conducido no sólo a subestimar la importancia de la inversión desde el punto de vista de las políticas públicas, sino también a estimular el sector privado a realizar un *ajuste intertemporal desestabilizador*. Sin duda, cuando se interpreta que una simple recuperación es un crecimiento sostenible del PIB potencial, liderado por una supuestamente alta PTF, conduce a la población a sentirse más rica y a consumir anticipadamente el supuesto mayor ingreso futuro, a pesar de no ser realmente más rica. Una diferenciación tajante entre lo que es creación de capacidad, por un lado, y utilización de la capacidad ya existente, del otro, debiera erigirse en uno de los criterios rectores de nuestra política macroeconómica.

Enseguida nos centramos en la influencia del contexto macroeconómico sobre la formación de capital, poniendo el acento en el papel de los macroprecios, tales como el tipo de cambio y las tasas de interés, así como el manejo de la demanda agregada. Ponemos el acento en la significación de un contexto *productivista* en contraposición a uno de carácter *financierista*, y las políticas requeridas para lograr ese objetivo.

La Segunda Parte (capítulos III y IV) se centra en las reformas y políticas comerciales. Ésta es un área en la que la heterogeneidad estructural desempeña un papel determinante, y está detrás de la explicación de por qué uno de los principales logros de las reformas eco-

nómicas —el significativo dinamismo exportador— no ha estado acompañado de un crecimiento global del PIB. Las políticas de apertura comercial han tendido a subvalorar los efectos negativos, de diversas reformas y políticas, sobre el PIB que no se exporta; para la mayoría de la economía regional, este subconjunto constituye la mayor parte del PIB. Este resto del PIB comprende los denominados bienes y servicios no transables y los sustitutos de importaciones.

En el capítulo III se examinan las reformas comerciales llevadas a cabo en los países latinoamericanos en los últimos años. Se ha registrado un marcado incremento de la neutralidad de la política comercial, reduciendo drásticamente la dispersión de la protección efectiva; los reformadores creían que ello daría lugar a empresas más competitivas, mayor productividad y una creciente producción de transables orientada a la exportación. Nosotros explicitamos que, para que las reformas tengan éxito, se requiere que el valor agregado por la creación de nuevas actividades (mayoritariamente de exportables) exceda el valor desagregado por la destrucción de las existentes (mayoritariamente de importables). Para ello es preciso que tienda a lograrse un aumento del valor actualizado de las exportaciones mayor que el de la reducción de la sustitución de importaciones; entonces, resulta un incremento en la participación de los transables en el PIB. Se espera que la actividad exportadora generará externalidades positivas sobre el resto de la economía, las que dependerán del grado de diversificación y de la calidad del valor agregado que contengan los bienes y servicios exportados; la competitividad internacional debe alcanzarse mediante un constante incremento de la productividad más que por medio de salarios bajos y crecientes subsidios o exenciones tributarias.

El análisis de las reformas comerciales indica que la mayoría de los países latinoamericanos aplicaron una liberalización abrupta de las importaciones, acompañada por una débil promoción de las exportaciones (o inexistente, más allá del impacto directo que implica la baja de aranceles a sus componentes importados); ello involucra un abierto contraste con lo que hicieron los países exitosos de Asia oriental. De hecho, abundan significativas inconsistencias, especialmente la coexistencia de la liberalización de las importaciones con la apreciación del tipo de cambio; en general, también las tasas de interés

real han sido extremadamente altas, lo que desestimuló la inversión y la reestructuración de la producción. Además, las políticas se han caracterizado por su limitada cobertura, con esfuerzos mínimos por mejorar los mercados de factores, tales como la mano de obra calificada, la tecnología, la infraestructura y los segmentos de largo plazo de los mercados de capital. Las deficiencias o la imperfección de estos mercados *incompletos* han sido un factor disuasivo muy importante para la inversión privada. En general, durante la transición al equilibrio posreforma las presiones o impulsos negativos sobre la inversión parecen haber sido más fuertes que los positivos.

La mayoría de los países latinoamericanos han otorgado prioridad en sus programas gubernamentales a un modelo de desarrollo liderado por las exportaciones. En el capítulo IV examinamos de qué forma el dinamismo de las exportaciones puede contribuir a un crecimiento sostenido del PIB. También en este caso, lo que importa es el efecto agregado neto de las políticas económicas, es decir, tanto sobre el PIB que se exporta como sobre el que se dirige al consumo o inversión interna. Dado que el PIB exportado (luego de descontarle los insumos importados) representa apenas un séptimo, aproximadamente, del PIB de América Latina, el desafío estriba en alcanzar dinamismo exportador con crecimiento del PIB no exportado.

Las exportaciones de la región se han caracterizado por precios inestables (algo que sabemos con certeza) y por (presumiblemente) débiles eslabonamientos con el resto de la economía (el PIB no exportado). Por lo tanto, se requiere: 1) nivel "competitivo" y relativamente estable del tipo de cambio real (sabemos que la inestabilidad de esta variable desalienta las exportaciones no tradicionales y, por ende, la diversificación de la oferta exportadora); 2) una política macroeconómica que favorezca un crecimiento sostenible; y 3) *completar* los mercados de factores para fortalecer los eslabonamientos productivos de las exportaciones con el resto del PIB.

El comercio intrarregional es un componente muy relevante de las exportaciones latinoamericanas. De hecho, el comercio intrarregional se triplicó en los primeros siete años de la década, y en 1997 alcanzaba una cuarta parte de las exportaciones totales de bienes, aunque desde entonces éstas han enfrentado las consecuencias de los altibajos de las economías de los PAL. Si se observan el crecimiento y

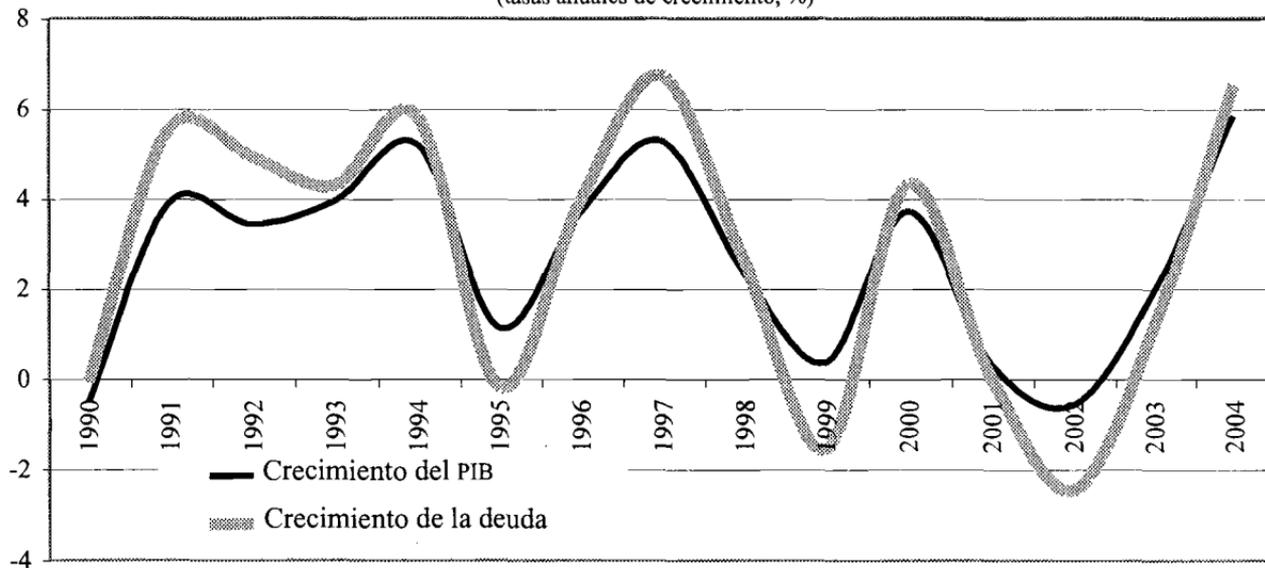
la participación de los productos no tradicionales (más intensivos en valor agregado), se encuentran cifras considerablemente superiores en el comercio intrarregional. En particular, estos bienes y servicios se enfrentan a distorsiones y mercados internos *incompletos*, que los acuerdos regionales de comercio preferencial, en un entorno de “regionalismo abierto”, pueden contribuir a eliminar progresiva y eficientemente. Los acuerdos regionales son más importantes para estos productos que para las exportaciones tradicionales, para las cuales la principal fuente de ventas seguirán siendo los mercados extrarregionales. En este sentido, el intercambio regional contribuye a una transformación productiva más dinámica de las economías nacionales y puede complementar las políticas orientadas a aumentar la productividad sistémica.

La Tercera Parte (capítulos V, VI y VII) se aboca al tema del financiamiento internacional, que ha jugado un papel clave en la determinación de los ciclos económicos en América Latina. Sin duda, a partir de las crisis de la deuda en los años ochenta, las crisis de origen externo y las subsiguientes recuperaciones han moldeado el patrón de inestabilidad económica que ha caracterizado al desempeño de la mayoría de los PAL. El gráfico 3 muestra que, para el conjunto de América Latina, los períodos de auges y recesiones generalizadas fueron provocados por abruptos cambios en la demanda agregada; salvo en el caso del año 2004, tales cambios fueron inducidos por intensas fluctuaciones en la disponibilidad de financiamiento externo.

Los elevados costos generados por los ciclos económicos en las EE se encuentran relacionados, entonces, con las fuertes conexiones entre los mercados de capitales internos e internacionales. Ello significa que un objetivo fundamental de las políticas macroeconómicas debiera consistir en cómo aprovechar los beneficios del ahorro externo, al tiempo que se reduce la intensidad de los ciclos de la cuenta de capitales y sus efectos desfavorables sobre las variables económicas y sociales internas.

En este sentido, nuestro enfoque cuestiona el planteamiento convencional en la bibliografía económica, según el cual la única opción de política es una cuenta de capitales abierta. El capítulo V examina los fundamentos analíticos del papel de los flujos de capitales en el desarrollo y el tema de la apertura de la cuenta de capitales, evaluando

Gráfico 3
América Latina: Variaciones del PIB y de la demanda agregada, 1990-2004
 (tasas anuales de crecimiento, %)



Fuente: basado en datos de CEPAL para 19 países. Cifras preliminares para 2004.

la contribución que ella puede hacer a través de diferentes canales a la formación de capital y a la estabilidad macroeconómica. Se pone de relieve, sin embargo, que los argumentos neoliberales están basados en supuestos que suelen ser poco realistas en lo concerniente al funcionamiento de los mercados internacionales de capitales y a la interacción entre éstos y las EE. En consecuencia, una liberalización descuidada de la cuenta de capitales puede erigirse en una fuente de costosos shocks desestabilizadores.

El carácter intertemporal de las transacciones financieras, las imperfecciones del mercado y el predominio de agentes que operan en función de intereses cortoplacistas coadyuvan a que el financiamiento sea una de las variables que merezcan mayores críticas (para nuestros propósitos de alcanzar un crecimiento con equidad). Ello explica por qué la asociación entre flujos de capital y actividad económica interna se perfila como un rasgo característico de las EE durante el último cuarto de siglo. Sin duda, en un contexto donde tanto la oferta como la demanda de capitales se hallan gestionadas por agentes privados, la volatilidad de la dinámica de los flujos de capitales es fruto de la interacción entre 1) la naturaleza de los agentes (locales y extranjeros) que manejan los mercados financieros –cortoplacistas “por entrenamiento e incentivos”– y 2) un proceso de ajuste de la economía interna de carácter procíclico, consentido por políticas macroeconómicas de naturaleza pasiva. Por cierto, durante los períodos de auge tiende a contagiarse el exceso de optimismo que impulsa al alza los precios de los activos (creando burbujas), lo que a su vez estimula la afluencia adicional de capitales, dado que para la mayoría de los operadores financieros influyentes las variables más relevantes no están asociadas a fundamentos de largo plazo, sino a la rentabilidad de corto plazo.

De esta forma, es el propio mercado el que provee incentivos para que durante los períodos de auge las EE se adentren en *zonas de vulnerabilidad*, al estimular desviaciones de las variables macro respecto de los niveles sostenibles (pasivos externos y componentes líquidos, déficit en la cuenta corriente, tipo de cambio real, índices bursátiles, precios de los bienes raíces, etc.). Mientras más prolongada y profunda sea la incursión de una economía en aquellas zonas, mayores serán la probabilidad de crisis y la gravedad de aqué-

lla. En consecuencia, el mejoramiento de la información, la adecuada regulación del sector financiero y una macrogestión integral y prudente de los flujos financieros conforman un bien público en cuya provisión le cabe un papel compartido a los gobiernos de las naciones acreedoras, por el lado de la oferta, y de las naciones deudoras, por el lado de la demanda.

En el capítulo VI describimos las crisis externas que se han abatedo desde 1990 sobre América Latina y Asia oriental. América Latina dispuso de un período de expansión de los flujos de capitales durante el cuatrienio 1991-94 y, posteriormente, en el bienio 1996-97. Tales flujos relajaron la restricción de financiamiento externo que había sido causante de la aguda recesión económica y exigua inversión interna registrados en la década de los ochenta. Sin embargo, tales flujos provocaron también un efecto desfavorable sobre los tipos de cambio, el equilibrio de la cuenta corriente y el control sobre la oferta monetaria, lo que redundó en mayor vulnerabilidad ante choques de origen externo. Los costos se hicieron sentir a fines de 1994 (crisis del tequila) y en 1998 (contagio asiático).

Argumentamos que el impacto de la crisis del tequila no contagió más ampliamente a otros países en 1995 debido principalmente a diversos choques externos positivos que experimentó la región —asociados con el mejoramiento de los términos del intercambio, un crecimiento altamente dinámico del comercio mundial y la devaluación del dólar de Estados Unidos—, a lo que se agregó la masiva y oportuna intervención de Estados Unidos y de IFI en apoyar a los países impactados por el tequilazo. No obstante, el impacto global fue considerable: América Latina registró tasas negativas de crecimiento hasta marzo de 1996, en tanto que la FBCF caía en forma abrupta. El efecto negativo fue a todas luces más severo en aquellos países, como la Argentina y México, a los que los mercados financieros habían aclamado aplicar políticas muy permisivas respecto de flujos de capital marcadamente volátiles y que habían registrado mayor apreciación del tipo de cambio entre 1991 y 1994. Por el contrario, Chile, otro país considerado exitoso, según se señalaba con anterioridad, instrumentó políticas eficaces para disuadir la afluencia de capitales volátiles e intervino activamente para moderar la apreciación cambiaria, gracias a lo cual consiguió mantenerse inmune al efecto tequila.

Después de un período de euforia financiera, los mercados internacionales se vieron severamente golpeados por la crisis asiática que se desencadenó en Tailandia en 1997. Llama poderosamente la atención que las economías de Asia oriental –que habían aplicado sólidas políticas macroeconómicas en décadas anteriores– hayan sucumbido a las crisis en la década de los noventa. La crisis del Asia oriental demostró que las fuerzas desestabilizadoras de origen externo que encararon ambas regiones, en esa década, eran de naturaleza semejante. El factor común fue que a partir de principios de los noventa, diversas economías del Asia oriental iniciaron la apertura de sus cuentas de capitales más bien cerradas, acogiendo flujos líquidos y de corto plazo. La apertura de la cuenta de capitales fue acometida en una época de auge en la oferta de capitales internacionales a los así llamados mercados de economías emergentes. Estas entradas de capitales generaron una apreciación paulatina, real y esperada, del tipo de cambio, lo que a su turno estimuló la utilización de flujos adicionales para financiar los crecientes desajustes en la cuenta corriente; los balances de los intermediarios financieros exhibieron crecientes descalces en la estructura de vencimientos y monedas de denominación. Debido a esta serie de factores, tales economías se movieron en forma semejante a la de los países latinoamericanos hacia *zonas de vulnerabilidad*.

Entre los años 1998 y 2003, América Latina se precipitó a un nuevo y generalizado ajuste recesivo, asociado al contagio de la crisis asiática y a las nuevas vulnerabilidades que emergieron en 1996-97. Una vez más, el crecimiento del PIB se debilitó, la inversión productiva se contrajo y los indicadores sociales acusaron deterioro. El capítulo VI concluye con el examen de la vigorosa recuperación económica que experimenta la mayor parte de la región en el bienio 2004-05; cabe destacar que este repunte no está ahora asociado a un auge en la afluencia de capitales, sino a un favorable choque en los términos de intercambio y en el volumen de las exportaciones.

El capítulo VII cierra la Tercera Parte. En décadas recientes la experiencia con los flujos de capital volátil ha dejado una secuela de inestabilidad y crisis en las EE y particularmente en América Latina. Los episodios críticos han dado origen a lecciones útiles que contribuyen

a comprender mejor el proceso de globalización financiera y a mejorar el manejo macroeconómico en el futuro.

Desde un punto de vista analítico, las crisis recientes han arrojado luz sobre una serie de hipótesis erróneas, que habían pasado a formar parte de la “sabiduría convencional” del mundo financiero. Resumimos cinco creencias equivocadas: 1) la recuperación de las crisis es rápida; 2) las cuentas de capital que exhiben gran apertura desestimulan los desequilibrios macroeconómicos; 3) los regímenes cambiarios extremos son los únicos viables hoy en día; 4) los flujos financieros complementan el ahorro interno; y 5) la regulación prudencial de la banca es suficiente para conjurar las crisis financieras.

Estas creencias han conducido equivocadamente a la asunción de un enfoque pasivo en el manejo de las políticas macroeconómicas.

En réplica a esos planteamientos reiteradamente contradichos por la realidad, y por estudios empíricos, hemos agrupado un conjunto de recomendaciones de políticas activas para economías abiertas. En todas ellas, el principio subyacente es que, por lo común, las crisis son consecuencia de períodos de auge mal administrados en los países afectados directamente o en países de los cuales proviene el contagio de crisis. En consecuencia, una orientación rectora de las políticas macroeconómicas debiera ser su carácter prudencial, que procure la administración de los períodos de auge y evite que se tornen insostenibles. En particular, dado que los mercados internacionales de capital dan origen a frecuentes ciclos de abundancia y escasez de fondos y de crisis sistémicas, las autoridades económicas debieran aplicar un manejo activo de la cuenta de capitales, con el fin de asegurar que la afluencia de capitales sea consistente con la estabilidad macroeconómica, la inversión y el crecimiento, basado éste en el logro de competitividad sistémica.

Sin duda, en las últimas décadas hemos aprendido que, sin perjuicio de los nuevos desafíos que impone la globalización de la volatilidad financiera, sigue habiendo significativo espacio para políticas nacionales exitosas. No existe ningún argumento irrefutable para que los países latinoamericanos renuncien a mejorar el equilibrio entre los efectos desfavorables y favorables de shocks externos positivos y negativos.

PRIMERA PARTE

**ENTRE EL FINANCIERISMO
Y LA MACROECONOMÍA REAL**

Capítulo I

POLÍTICAS MACROECONÓMICAS PARA EL DESARROLLO

Introducción

Los equilibrios macroeconómicos no constituyen un objetivo *per se*. En cambio, sí constituyen un insumo esencial para lograr un desarrollo más dinámico y equitativo. Por esto tiene tanta importancia la forma como se logren, cuán sostenibles e integrales resulten y cuál sea su grado de compatibilidad con los *equilibrios macrosociales*.

Varios PAL han sido víctimas de hiperinflaciones, fenómeno que, cuando está presente, tiende a ser tan dominante que la política antiinflacionaria suele convertirse en el objetivo absoluto y conductor del programa económico en marcha. Este capítulo se ubica fuera de esa situación u otros eventos catastróficos. Nos preocupa, en particular, la interrelación de la macroeconomía con el crecimiento, más allá de situaciones caóticas. Qué políticas macroeconómicas son funcionales para lograr crecimiento con equidad.

Desde el punto de vista productivo, unas políticas macroeconómicas eficientes deben contribuir a 1) utilizar los factores productivos disponibles, esto es elevar la tasa de uso de la capacidad productiva, del trabajo y del capital, de manera sostenible; 2) estimular la formación de capital y 3) aumentar la productividad, alentando mejoras en la calidad de los factores y en la eficiencia de su asignación. Éstos 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 entre el nivel de la demanda efectiva y el de la oferta

agregada potencial; la composición entre bienes transables y no transables, y los precios relativos macroeconómicos, tales como tasas de interés y tipo de cambio, son variables determinantes para alcanzar aquellos objetivos de las políticas macroeconómicas. La formación de capital y su productividad efectiva dependen decisivamente de la calidad de esos equilibrios. En este sentido, el desempeño de los PAL ha sido deficiente desde los ochenta.

Para que la contribución de las políticas macroeconómicas al desarrollo sea más eficaz, se requiere generar una visión de conjunto, 1) integral en la dimensión económica propiamente tal, de manera que considere sistemáticamente sus efectos sobre el desarrollo productivo; 2) con un enfoque que concilie los equilibrios macroeconómicos con los macrosociales; y 3) que las tendencias resultantes sean sostenibles en el tiempo.

La evolución del PIB de la región ha estado dominada 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 notable en la lucha contra la inflación y el mejoramiento de las cuentas públicas no ha bastado 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. Es una falla grave en los PAL que requiere una corrección profunda. Se precisa evitar o moderar las profundas 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 y, en general, evoluciones convergentes de la oferta agregada (PIB potencial o frontera productiva) y demanda efectiva.

Este capítulo se concentra en la definición de equilibrios macroeconómicos y sus implicaciones para el diseño de políticas, analiza los avances y retrocesos en diversos PAL y sus efectos más generales sobre el crecimiento y la equidad. Como los flujos de

capitales internacionales han jugado un papel dominante en el último tercio de siglo de las economías de los PAL, tienen una presencia significativa en este capítulo. En el capítulo II documentamos cómo el entorno macroeconómico afecta poderosamente la inversión productiva y los canales por los cuales se registran esos efectos. El análisis de fondo de la cuenta de capitales se efectúa en la Tercera Parte del libro.

La sección 1 de este capítulo define 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 y los equilibrios reales de tres pilares (que incluyen los financieros y adicionan los propiamente reales). La sección 2 examina por qué la inestabilidad financiera tiene efectos reales permanentes significativos mediante la *brecha de producto* o *brecha recesiva* (distancia entre la capacidad o frontera productiva y su utilización o producto efectivo) y expone las implicaciones positivas de mantener una brecha pequeña. Luego, analiza la evolución del entorno macroeconómico desde los años ochenta, generalmente caracterizada por grandes brechas recesivas. La sección 3 pasa revista a una serie de consideraciones y recomendaciones de políticas macroeconómicas (en los campos monetario, cambiario, fiscal y de regulación del mercado financiero interno y de la cuenta de capitales) para conseguir equilibrios macroeconómicos integrales, consistentes con el crecimiento sostenido y la equidad. La sección 4 concluye.

I.1. Los equilibrios macroeconómicos 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 constituye “fundamentos sanos”, cómo se pueden alcanzar y lograr que sean sostenibles.

La definición funcional de equilibrios macroeconómicos ha

llegado a ser tan parcial que en muchos PAL se constata la coexistencia de “políticas macroeconómicas sanas”, reflejadas en bajas tasas de inflación y déficit públicos pequeños o incluso superávits, y un desempeño macroeconómico con bajo crecimiento y alto desempleo de trabajo y capital. Esta sección amplía la visión de equilibrios macroeconómicos, considerando los incentivos enfrentados por trabajadores y firmas en el lado productivo o real de la economía, y analizando asimismo la relación entre variables financieras y reales, así como los efectos sociales de las políticas macroeconómicas.

I.1.1. UNA MACROECONOMÍA DE DOS PILARES

La opinión de moda, que se extiende hasta hoy en los círculos académicos ortodoxos y en las IFI, sugiere que los equilibrios macroeconómicos fundamentales son el control de la inflación y el balance en las cuentas fiscales, con una omisión clara del entorno que deben enfrentar los productores, donde existen otras variables esenciales como el tipo de cambio y la demanda agregada. Llamamos a esta visión la de “equilibrios macroeconómicos financieros”.¹¹

Ese enfoque neoliberal incluye otros ingredientes,¹² pero enfatiza que el requisito básico es construir los dos pilares señalados. Esta interpretación conduce a plantear que estos elementos son suficientes para alcanzar el desarrollo productivo en una economía liberalizada, o que llegan a serlo agregándoles reformas microeconómicas. Un ejemplo ilustrativo es el de Fischer (1993), quien lue-

¹¹ Ésa es la receta macroeconómica neoliberal. Véase análisis sobre deficiencias de políticas macroeconómicas en América latina, en Ffrench-Davis (2005a) y Williamson (2003b).

¹² El Consenso de Washington, por ejemplo, fue definido como un decálogo que, además de reducción en la inflación y en los déficit fiscales, plantea un gasto fiscal eficiente, liberalizaciones financieras, liberalizaciones comerciales, una política cambiaria al servicio del sector exportador, privatizaciones de empresas públicas, eliminación de las barreras a la IED, políticas procompetencia en los mercados internos, protección de los derechos de propiedad, entre otras. La instrumentación fue muy desbalanceada, como lo certifica Williamson (2003c).

go 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 déficit fiscales pequeños, es conducente a un crecimiento económico sostenido”. 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 a situar automáticamente la demanda agregada en un nivel consistente con la capacidad productiva. Una aseveración frecuente en la literatura convencional es que una cuenta de capitales abierta impone disciplina macroeconómica a las EE.¹³ Este enfoque asume que la apertura total de la cuenta de capitales contribuirá a equilibrar el sector externo y las cuentas fiscales, generando automáticamente una demanda agregada consistente con la capacidad productiva. Sin embargo, está bastante documentado que ésa no es la experiencia usual frente a shocks financieros externos –positivos y negativos– experimentados por las EE (véanse capítulo V y Ffrench-Davis y Ocampo, 2001).

Estos dos balances financieros son, sin duda, necesarios pero insuficientes. Aunque 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 sufrió numerosos procesos hiperinflacionarios, muchas veces estimulados por déficit 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 de un dígito) y en equilibrar su presupuesto fiscal (el déficit fiscal promediaba sólo entre 1 y 2% del PIB en 1994 y 1997, los dos años previos a las dos crisis globales de la región

¹³ 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 macroeconómicos reales. 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.

en los noventa), y la expansión monetaria por emisiones en favor del sector público perdió fuerza o desapareció. Es evidente que, mayoritariamente, los PAL satisficieron los requisitos del equilibrio macroeconómico neoliberal (véanse los paneles C y D del gráfico 1.1).¹⁴

I.1.2. HACIA LA DEFINICIÓN DE EQUILIBRIOS MACROECONÓMICOS

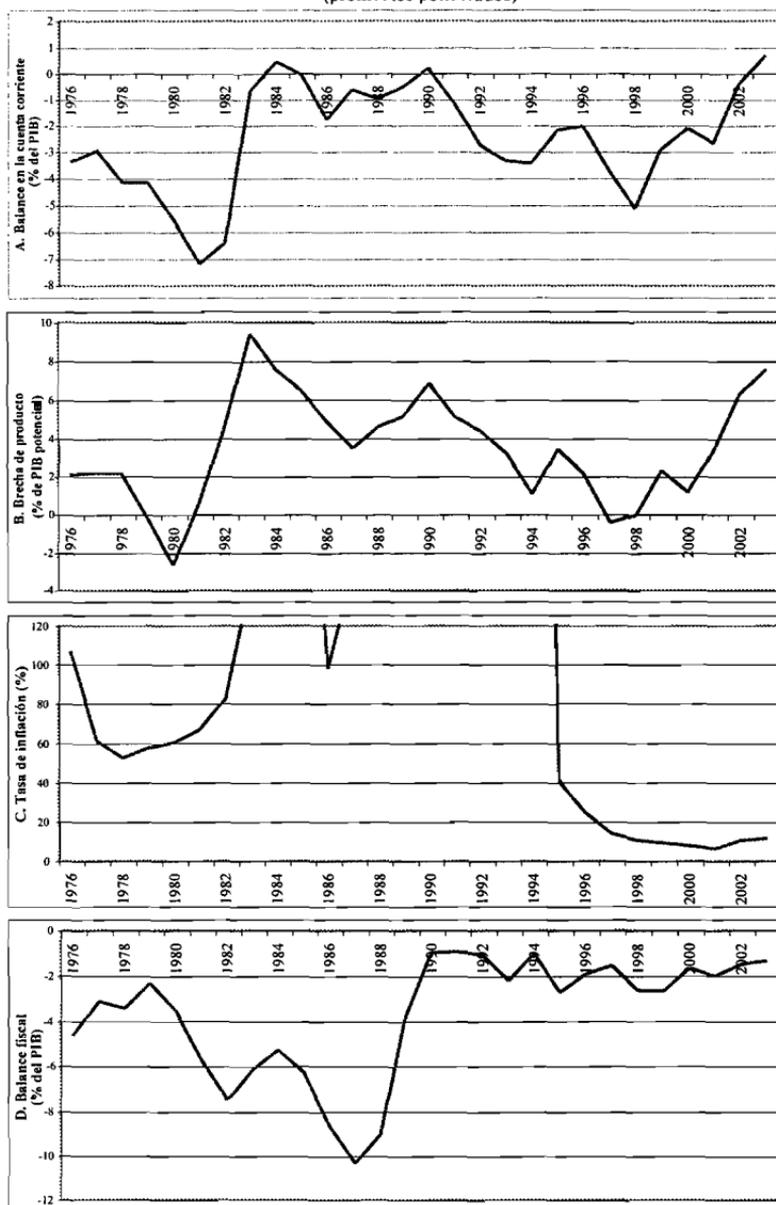
REALES: LOS TRES PILARES

La presencia de desequilibrios significativos, en un marco de reiteradas declaraciones de adhesión a la necesidad de mantener equilibrios macroeconómicos, revela una inadecuada comprensión respecto de cómo lograr esos equilibrios para hacerlos sostenibles y consistentes con el desarrollo.

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 o frontera productiva o capacidad instalada) y con precios macroeconómicos clave, 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 (más esporádico desde 1980) utilizan toda la capacidad pero con sobre-

¹⁴ 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. 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 el dinamismo en esta área se transmita hacia el resto de la economía (véanse capítulos III y IV).

Gráfico I.1
América Latina (9): equilibrios macroeconómicos, 1976-2003
 (promedios ponderados)



Fuente: Cálculos del autor basados en datos de CEPAL y Hofman y Tapia (2004).

Los promedios incluyen Argentina, Bolivia, Brasil, Chile, Colombia, Costa Rica, México, Perú y Venezuela. Se ponderó usando PIB a precios de 1980.

calentamiento por auges insostenibles de la demanda agregada y altos déficit externos.

Así, mientras se generalizaba el reconocimiento de la importancia de lograr inflaciones bajas y cuentas fiscales equilibradas, tres tipos de problemas se iban gestando durante la primera mitad de los noventa. Primero, la obtención de ciertos equilibrios se había logrado a expensas de desequilibrios en algunas otras variables macroeconómicas (como el atraso cambiario y el déficit externo). Segundo, con frecuencia esos logros habían sacrificado aspectos mesoeconómicos (descuidando ámbitos relevantes para la competitividad y la equidad, tales como la inversión en infraestructura y el nivel de salarios de los profesores). Tercero, al margen de la masiva adhesión ciudadana que ha concitado la derrota de las hiperinflaciones y de casos de anarquía económica, el insuficiente o inadecuado balance alcanzado entre los diversos objetivos de la sociedad involucra 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. A nuestro juicio, esta insatisfacción tiene que ver, en parte, con las deficiencias manifestadas en la forma como se han logrado los dos pilares.

Mientras en los ochenta las devaluaciones cambiarias alimentaron los auges inflacionarios, en los noventa, el éxito en la reducción de la inflación se conquistó, en varios casos, con el apoyo de apreciaciones cambiarias (con las denominadas *anclas cambiarias*); en efecto, la gran mayoría de los PAL revaluó sus tipos de cambio reales entre 1990 y 1994, y de nuevo entre 1995 y 1997. La recuperación del acceso al financiamiento externo en 1990-94 y en 1996-97 permitió o estimuló sucesivas revaluaciones reales, que sirvieron de ancla a los precios internos de los productos transables. Además, a comienzos de los noventa y en 1995, muchos países exhibían elevadas tasas de subutilización de su capacidad productiva. Este hecho, unido a la recuperación del acceso a financiamiento externo y a las revaluaciones cambiarias, hizo posible que varios países lograran incrementar la tasa de uso de los recursos junto con una reducción de la inflación (véanse paneles A, B y C del gráfico I.1). 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 (véanse capítulo III y CEPAL, 1998, capítulo V), 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.

En los países que se adentraron más en el terreno de la apreciación, con déficit externos más fuertes y acelerados, inducidos o sostenidos por flujos financieros, la estabilización del nivel de precios tendió a ser más rápida. Pero también se tornaron más vulnerables a medida que la brecha entre el gasto interno y la producción efectiva (el déficit externo) se acrecentaba y al mismo tiempo el *stock* de pasivos externos se acumulaba aceleradamente. 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 en México), o situaciones recesivas (como en México y la Argentina) en 1995. No obstante, cuando las correcciones se hicieron oportunamente, los ajustes se pudieron llevar a cabo sin mayores traumas (en cierto grado, como en Brasil durante 1995) y notablemente en Chile durante 1990-95. Como se documenta más adelante, entonces Chile efectuó numerosos miniajustes al detectar señales incipientes de desajustes evitando así los maxiajustes en ese quinquenio (véase Ffrench-Davis, 2004, capítulo VIII).

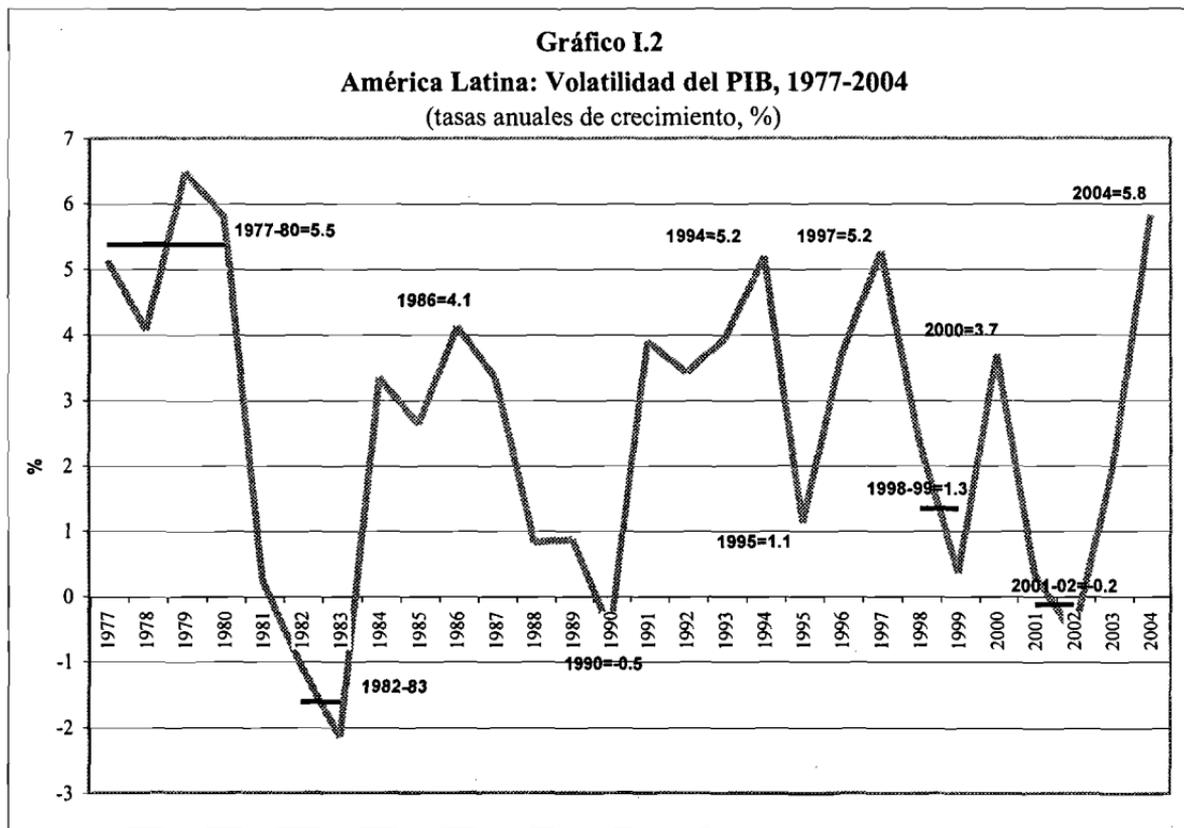
Luego de la crisis de 1995, la reanudación de la oferta de capitales hacia la región en 1996-97, permitió de nuevo apuntar simultáneamente a los objetivos de recuperación económica y lucha contra la inflación, con un costo en términos de aumentos en los déficit externos. El resultado fue un elevado endeudamiento, una apreciación cambiaria intensa y la consiguiente penetración en *zonas de vulnerabilidad*. En 1998, cuando la crisis asiática se sin-

tió en América Latina, se produjo un ajuste generalizado, con repercusiones particularmente intensas en el Cono Sur, con masivas fugas de capitales y depreciaciones cambiarias pronunciadas. Esta vez, el aumento del tipo de cambio no estuvo asociado al resurgimiento de procesos inflacionarios severos, pero sí a la aparición de grandes brechas recesivas impulsadas por ajustes monetarios contractivos que tendieron a priorizar la estabilidad de precios por sobre la estabilidad real (véanse paneles A, B y C en gráfico I.1).

Detrás del surgimiento de brechas de producto, estuvo la marcada inestabilidad de las tasas de crecimiento del PIB. El gráfico I.2 muestra cómo América Latina, en reiteradas ocasiones, ha enfrentado volátiles ciclos económicos, 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 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 la econometría (véase, por ejemplo, capítulo II, sección 2).

Durante las situaciones de emergencia de la crisis de la deuda, la crisis del tequila y el contagio de la crisis asiática, en muchos países los gastos públicos se redujeron de manera generalizada. 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 las 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 instala-



Fuente: Basado en datos de CEPAL para 19 países.

da, 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 (véase capítulo II).

El efecto negativo de la inestabilidad sobre las variables macrosociales, incluyendo la pobreza y la distribución del ingreso, ha sido bien documentado (véanse Lustig, 2000; Rodrik, 2001a). En efecto, 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”. 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. Éstos tienen un acceso menos fluido al mercado de capitales, en el cual pueden suavizar el impacto negativo sobre sus posibilidades de consumo. La recuperación tiende a alcanzar con mayor rezago a los grupos de menor que a los de mayor ingreso. De esta forma, se debiera esperar un comportamiento procíclico de la participación del consumo de estos grupos sobre el consumo total, pero con un sesgo regresivo bajo contextos de inestabilidad económica (Morley, 1995).

I.1.3. DESARROLLO FINANCIERO, FINANCIERISMO Y PRODUCTIVISMO

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 embar-

go, los mercados financieros son imperfectos. La incertidumbre, la existencia de mercados de seguros incompletos, los costos de información y los contagiosos cambios de estados de ánimo 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, a tal punto que, finalmente, las correcciones de mercado pueden ser abruptas, excesivas y desestabilizadoras (Stiglitz, 2000).

Un rasgo distintivo del manejo macroeconómico de las naciones desarrolladas y de las EE “exitosas” ha sido el predominio de las dimensiones “productivas” por sobre “las financieras”. El desarrollo es 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.

El fenómeno del “financierismo” se caracteriza por el predominio de la dimensión financiera de corto plazo en la asignación de recursos, en lugar de la innovación productiva y la ventaja comparativa real, falla que es fruto de la dinámica de mercados incompletos o de la influencia desproporcionada de los agentes financieros en las decisiones de políticas públicas. El financierismo se intensificó en los países del Cono Sur de América Latina ya en los años setenta (Bacha y Díaz-Alejandro, 1983).¹⁵ Su predominio se reforzó como consecuencia de los desequilibrios inflacionarios estimulados por el shock petrolero de 1973, que agravaron los efectos negativos de la “represión financiera” prevaeciente, manifestada en tasas de interés congeladas cuyo valor real se tornó fuertemente negativo; entonces, el incremento del volumen de crédito demandado agrandó la brecha con la oferta disponible. La ortodoxia más simplista, inspirada por un auge aca-

¹⁵ Estos dos autores escribían, hace más de dos décadas: “La ortodoxia práctica es más dogmática. Se encarna en los editoriales de la prensa de negocios, en los ejecutivos tanto del sector público como del privado [...] y en algunos de los catedráticos más ambiciosos política o financieramente”. Véase Bacha y Díaz-Alejandro (1983, p. 16).

démico de las ideas neoliberales, se vio reforzada así en sus propuestas de acelerar la liberalización financiera, cualesquiera fuesen las coyunturas económicas imperantes y el grado de desarrollo o *completitud* de los mercados nacionales.

Como se examina en el capítulo II, las reformas llevadas a cabo en los setenta, principalmente en el Cono Sur, derivaron en el establecimiento de bancos sin debidas garantías, excesivos autopréstamos a los dueños de las empresas financieras, un mercado con plazos de operación muy cortos y tasas de interés muy inestables y con brechas sustanciales entre tasas activas (de préstamos o colocación) y pasivas (de depósitos o captación). Ello derivó en una acentuación de la influencia de los factores de corto plazo por sobre los de largo plazo, con un incremento de la inestabilidad interna, lo que repercutió negativamente sobre el sector productivo, y en un auge del crédito para el consumo (y para el consumo importado en los países que liberalizaron sus importaciones). Entonces, la reforma financiera fue muy funcional a un incremento de las importaciones de bienes de consumo, con un creciente déficit externo, lo que como contrapartida debilitó el aparato productivo interno. La creciente conexión con el sistema financiero internacional facilitó una desconexión con las necesidades del sistema productivo interno y promovió la fuga de capitales en los momentos de dificultades internas.

Por otra parte, desde los años setenta los agentes económicos vinculados a la esfera financiera lograron una mayor influencia general, tanto en las empresas públicas como en las privadas, y en diversas reparticiones gubernamentales. Esta situación impuso, también en esos niveles, el predominio del cortoplacismo por sobre las preocupaciones tradicionales en el área de la productividad y el desarrollo productivo; una tendencia que se intensificó luego de la crisis de la deuda, donde los acreedores financieros externos y los organismos multilaterales pasaron a jugar un papel preponderante en las políticas internas (véase Ffrench-Davis, 2005c, capítulo IV). En los mercados especulativos, como lo señaló Arrow (1974), una parte considerable del esfuerzo de los agentes económicos se concentra en adquirir información para beneficio individual y resulta en una redistribución de suma cero o incluso negativa debido al uso de recursos reales en ese esfuerzo. En el plano distributivo también la desregula-

ción indiscriminada tendió a ser concentradora de las oportunidades a favor de sectores con mejor acceso al sistema financiero.

La apertura total al exterior, como la desarrollada durante los noventa, puede, en un sentido, desarticular cualquier esfuerzo integral de estabilización interna y estimular la fuga de capitales (Dornbusch, 1983). De hecho puede implicar integrarse a los segmentos más especulativos de los mercados del mundo desarrollado (véase capítulos V y VI). En contraste, la inserción con el exterior 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 candidatos en campaña o presidentes electos en América Latina. A su vez, los medios financieros internacionales comenzaron a hablar 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 EE. El actual proceso de globalización está 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 microeconómico– han sido determinantes del entorno macroeconómico nacional y de su volatilidad (véase capítulo VII).

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 será una pérdida neta de credibilidad en el mediano y largo plazo (Neut y Velasco, 2003).

El caso de Chile 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 durante el gobierno militar del general Pinochet, Chile registraba entonces la tasa de inversión productiva más baja del último medio siglo. Por el contrario, las reformas a las reformas 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 verdad en los años siguientes se registraron las tasas de inversión más altas de la historia (véase Ffrench-Davis, 2004, capítulo I). Para el conjunto de América Latina, asimismo, la adhesión de las autoridades políticas a “la economía de mercado” nunca fue más explícita que desde los noventa, justo cuando la tasa de inversión se mantuvo en niveles mínimos históricos (véase capítulo II). 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.

I.2 Equilibrios macroeconómicos reales en América Latina y la brecha recesiva¹⁶

I.2.1. IMPLICANCIAS ANALÍTICAS Y FACTUALES DE OPERAR EN LA FRONTERA PRODUCTIVA

Como se ha señalado, uno de los equilibrios macroeconómicos fundamentales (el tercer pilar) se relaciona con el logro de una alta tasa de uso de la capacidad productiva. En economías con

¹⁶ Esta sección está basada parcialmente en “Políticas macroeconómicas para el crecimiento”, publicado en *Revista de la CEPAL*, n^o 60, diciembre de 1996.

inflexibilidades de precios e inmovilidades y mercados de factores *incompletos*, como las de América Latina, tanto shocks positivos como negativos provocan sucesivos ajustes. Consecuencias de esto son una mayor 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*), ineludiblemente implica un uso neto promedio de la capacidad productiva menor y una productividad efectiva en promedio inferior que en un escenario de demanda permanentemente cercana a la frontera.

La magnitud de la brecha entre la demanda efectiva y la frontera productiva tiene importantes efectos estáticos y dinámicos. Por una parte, incide en la calidad de la evaluación de proyectos y en la productividad y rentabilidad *ex post* de aquellos ya instrumentados. En efecto, la mayor tasa de uso del capital equivale a que el nivel promedio de empleo sea más alto y que la masa laboral se combine 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 con la mayor tasa promedio de utilización. Si la rentabilidad del capital o el ingreso del trabajo se acrecientan, tenderán a crecer también los ingresos tributarios. Luego, trabajadores, empresarios y el gobierno, de manera sostenible podrán consumir o ahorrar más, lo que contribuirá 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 (véanse capítulo II y Servén y Solimano, 1993; Schmidt-Hebbel, Servén y Solimano, 1996). 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 en que 1) 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, y 2) se efectúen reformas que permitan *completar* mercados de capitales de largo plazo, capacitación laboral e innovación productiva (véase capítulo II).

Otra consecuencia dinámica de una mayor tasa de utilización es la generación de mayor equidad. En efecto, los sectores de menores ingresos, con menor capital humano, y las PYME tienen menor capacidad de reacción frente a cambios continuos e inestables: marchan más lento 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.¹⁷

Los efectos dinámicos de la brecha de producto cambian de acuerdo con la coyuntura específica que se enfrente. Como se verá, la historia reciente de América Latina muestra que los escenarios recesivos o de sobrecalentamiento imponen desafíos diferentes a las autoridades económicas. En todos los casos, la tasa de utilización está estrechamente asociada a variables macroeconómicas: precios “correctos” de la moneda extranjera (tipo de cambio) y del capital (tasas de interés), de la predictibilidad de la demanda agregada y su composición entre transables y no transables, y de los flujos de capitales.

I.2.2. AMÉRICA LATINA EN LA COYUNTURA RECESIVA DE LOS OCHENTA

América Latina había alcanzado su *peak* de producción en 1980-81. Con la crisis de la deuda, la tasa de utilización de los recursos productivos disponibles declinó en forma aguda. El marco recesivo y las políticas de ajuste interno que se adoptaron (basadas principalmente en la restricción de la demanda agregada y en políticas reasignadoras débiles), generaron una brecha recesiva que desalentó la inversión. Como consecuencia, la formación de

¹⁷ Véanse, por ejemplo, Banco Mundial (2003); Rodrik (2001a).

capital disminuyó en toda la región en la década de los ochenta y su capacidad instalada fue subutilizada notoriamente (véase gráfico I.1, panel B).

Esto comprueba 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. Ellos impiden que éstos se hagan con la economía posicionada en la frontera productiva.

En un proceso de ajuste "ideal", en una economía perfectamente flexible y bien informada, con mercados de factores *completos* y homogéneos, un exceso de demanda agregada se elimina sin una caída en la producción (o más precisamente, en la tasa de utilización de la capacidad). Por otra parte, en una economía con subutilización de la capacidad de producción de transables, un ajuste con una dosis conveniente de políticas reasignadoras del gasto y de la producción puede causar un aumento de esta última. Finalmente, 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, lo que genera entonces desocupación en estos últimos.

En el mundo real, en procesos de ajuste reductores de la demanda, usualmente tiende a haber una baja en la producción. Ello 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, 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; Kaplan y Rodrik, 2001; Reisen, 1994). 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.

I.2.3. AMÉRICA LATINA EN 1990-2004: AUJE, CRISIS Y RECUPERACIÓN

El resurgimiento de la afluencia de capitales hacia inicios de los noventa proporcionó el financiamiento necesario para aprovechar con mayor intensidad las capacidades productivas disponibles en aquel tiempo en la mayoría de los PAL. Entonces, se alivió o desapareció la RED, tan determinante de la coyuntura macroeconómica, y la presión que involucraban las negociaciones periódicas de la deuda externa, las que 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.

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 (véase gráfico I.1, paneles A y B) y que aumentara el ingreso nacional y el empleo. Consecuentemente, la inversión se recuperó parcialmente, como se muestra en el capítulo II.

La acrecentada disponibilidad de ahorro externo hizo posible financiar las mayores importaciones, asociadas a un aumento de la demanda agregada y del uso de la capacidad productiva existente, durante el primer quinquenio. El efecto expansivo de la actividad económica se generalizó en toda la región, y fue especialmente vigoroso en algunos países, como la Argentina, Perú y Venezuela, que al inicio de ese período tenían brechas recesivas significativas (véase capítulo VI).

El grado en que la afluencia de fondos externos se traduce en crecimiento del PIB está fuertemente influido por 1) la brecha que haya inicialmente entre el PIB efectivo y la frontera productiva; 2) la naturaleza de las políticas económicas internas aplicadas, particularmente las macroeconómicas y las de desarrollo productivo; 3) las expectativas de los agentes económicos; 4) los acontecimientos políticos; y 5) factores externos tales como el comportamiento de los términos del intercambio.

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, a la rápida reducción de los superávits comerciales y al incremento del déficit en cuenta corriente (CEPAL, 1998, capítulo XI): el gasto interno se elevó más rápido que la producción interna y el ingreso nacional, y apareció un déficit comercial a precios corrientes a partir de 1992, el primero para la región desde 1981. Esas tendencias reflejaron, inicialmente, la recuperación de los niveles "normales" de demanda agregada, de importaciones y del tipo de cambio real, todos los cuales habían tenido que sobreajustarse por la restricción externa dominante durante los ochenta. Sin embargo, la continua abundancia de capital prolongó esas tendencias a lo largo del tiempo y, con ello, tendió a "pasarse de largo".

La mayoría de los PAL optó por una política permisiva ante el abultado ingreso de capitales.¹⁸ Ello supo generar desequilibrios insostenibles, pues el tipo de cambio se apreció en exceso y los déficit 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 del ahorro externo. En efecto, si se compara 1983-91 con 1991-98, 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.

El mencionado exceso de gasto por sobre la producción o ingreso nacional se concentró en el sector privado. De hecho, los balances del sector público de muchos países mejoraron ostensiblemente y presentaron un marcado progreso entre los ochenta y la llegada de la crisis asiática a América Latina. En consecuencia, el empeoramiento de los déficit en cuenta corriente

¹⁸ Véase capítulo V y Calvo, Leiderman y Reinhart (1993) sobre el origen del aumento de la oferta de fondos hacia América latina. Un análisis de los principales mercados proveedores –Estados Unidos, Europa y Japón– se presenta en tres artículos recopilados en French-Davis y Griffith-Jones (1995).

respondió a un aumento de los gastos netos del sector privado en el período 1991-97.

En las dos etapas de reactivación registradas entre 1990 y 1994 y en 1995 hasta inicios de 1998, el manejo de la política macroeconómica enfrentó menores exigencias que cuando se llega a la frontera productiva. En efecto, una política pasiva puede dar un resultado neto positivo en esa coyuntura. 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. 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.

Al completarse la reactivación, alcanzándose la frontera productiva, cualquier demanda agregada adicional requerirá nueva capacidad productiva para satisfacerla y, por consiguiente, de nueva inversión para generarla. Por lo tanto, aun para sostener las tasas modestas de crecimiento de América Latina en la primera mitad de los años noventa se requería una inversión superior a la efectivamente lograda.¹⁹

El otro punto sobresaliente es que, al acercarse, y más aún al llegar a la frontera productiva, se requieren políticas más activas de regulación de la expansión de la demanda agregada. Incluso, a medida que se reduce la brecha recesiva, adquiere un papel creciente la capacidad de generar desarrollo productivo (acelerar el aumento del PIB potencial). 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

¹⁹ Luego de las fuertes caídas del PIB de la Argentina y México en 1995 y el primer trimestre de 1996, se amplió la brecha entre uso y capacidad. En consecuencia, en 1996-98 resultaba viable, nuevamente, un mayor aumento del PIB efectivo hasta que se agotase la subutilización.

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 o a una creciente brecha de exceso entre gasto y producto; en cualquier caso, se estaría generando la necesidad de un ajuste futuro en la dirección opuesta.

En efecto, si las entradas de capitales estimulan la recuperación de economías con desempleo de factores productivos, la productividad efectiva aumenta debido al mayor uso del PIB potencial. Entonces, los agentes y autoridades (y también académicos, como se comenta en el capítulo II) 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, la respuesta de mercado tenderá a ser un mayor consumo, financiado con flujos de capitales, mientras la oferta externa de financiamiento permanezca disponible. 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.

América Latina, al acercarse a la frontera productiva, evidentemente enfrentó mayores exigencias de calidad y actividad de las políticas macroeconómicas. En efecto, ésa resultó ser la situación en 1994 en un número creciente de naciones, sin que muchos de esos países adaptasen oportunamente sus políticas a la nueva coyuntura. Entonces, los que fueron movimientos equilibradores en 1990-92 (en la cuenta corriente, en el tipo de cambio y en la demanda agregada), ya se habían convertido en situaciones fuertemente vulnerables en 1994. Por diferentes razones, la Argentina y México eran dos países con mayores vulnerabilidades. En consecuencia, no debiera sorprender la crisis que explotó en México a fines de 1994 y su fuerte contagio hacia la Argentina en 1995.

La crisis del tequila en 1994-95 abrió, nuevamente, una brecha significativa entre el PIB efectivo y el potencial en los países más afectados. Esta brecha fue vital para sostener, en un contexto de baja inversión, las altas tasas de aumento del PIB efectivo en 1996-97, estimuladas por el rápido retorno de los capitales externos (véanse capítulos V y VI). Las crisis que golpearon a la región desde 1998 produjeron efectos recesivos generalizados que se tradujeron en un elevado desempleo laboral y 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 en 1998-2003, mientras el PIB por habitante se contraía, el número de pobres crecía y la distribución del ingreso empeoraba.

Recién en 2004, estimulada por el vigor de la economía internacional en el mismo año, se registró una reducción significativa de la brecha recesiva. En tanto que el PIB potencial se expandía del orden de 3%, el PIB efectivo se elevó 5,8% en ese año (véase capítulo VI sobre el origen de esta recuperación, que difiere del de los dos episodios anteriores).

En breve, se precisa perfeccionar la capacidad de aplicar políticas macroeconómicas focalizadas en el sector real, de manera que se concilien la proximidad de la economía a la frontera productiva con su sustentabilidad y con estabilidad de precios.

I.3. Políticas internas y macroeconomía para el desarrollo

Las políticas macroeconómicas internas enfrentan el desafío de lograr un entorno con volatilidad real reducida, cuentas externas y fiscales sostenibles, y estabilidad de precios. La tarea es compleja, dado que las autoridades nacionales han perdido varios grados de libertad como resultado de las reformas liberalizadoras de las últimas décadas. Como consecuencia, se ha exacerbado la transmisión interna de ciclos generados en el exterior, especialmente de aquéllos originados 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. Primero, un aumento en los precios de las exportaciones. Es lo que sucedió en Chile entre 1986 y 1989, asociado a una mejora espectacular del precio del cobre. Sin embargo, una vez que la frontera productiva ya se alcanzó, la persistencia del shock lleva a presiones de demanda que generan alzas de precios internos y 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.

Una segunda fuente de shocks externos corresponde a variaciones de las tasas de interés internacionales. Ellas inciden de alguna manera sobre las tasas internas, y así sus efectos se transmiten vía precios relativos sobre la demanda agregada. También afectan el volumen de flujos de capitales netos, el ingreso nacional—un alza (baja) de las tasas de interés externas reduce (aumenta) el ingreso nacional de un país deudor neto— y la disponibilidad de moneda extranjera, con el correspondiente impacto en el mercado cambiario.

Una tercera fuente de shocks externos, que ha sido la principal causa de la inestabilidad macroeconómica de América Latina desde los años setenta, son las agudas fluctuaciones en los flujos de capitales, que se examinarán en el capítulo VI. En particular, destacan por su volatilidad los flujos de capital privado distintos de la IED. La gran afluencia de capitales externos, líquidos o de corto plazo, registrada por un gran número de PAL, ocultaba con un manto de excesivo optimismo—en el período de recuperación de los dos ciclos experimentados desde 1990— las debilidades que persistían en la economía real: la heterogeneidad estructural en el acceso al financiamiento, educación e 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 en marcha en 2004-05 no debe llevar, 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 un nivel micro y mesoeconómico, lejos del enfoque neoliberal.

Ahora bien, de regreso a la macroeconomía, se requieren esfuerzos sistemáticos para que el volumen de fondos recibidos se pueda absorber de manera eficiente, para que su composición sea de recursos asociados al proceso de inversión productiva y para que la correspondiente inversión se dirija en proporción apropiada a la producción de transables. Todo ello involucra políticas monetarias, cambiarias y fiscales activas, una estricta supervisión prudencial del sistema financiero y regulaciones sobre los movimientos de capitales, en particular de los flujos de corto plazo y líquidos.

I.3.1. POLÍTICA MONETARIA

La política monetaria ha tomado crecientemente la forma de metas de inflación (un enfoque de unianclaje) en las EE.²⁰ Esta tendencia se ha acompañado, generalmente, por la adopción de regímenes cambiarios de libre flotación y de desregulación de la cuenta de capitales. Esta nueva combinación de políticas impone significativas limitaciones a las políticas contracíclicas y, por tanto, presenta desafíos significativos a las autoridades económicas.

²⁰ Las condiciones que definen un esquema de metas de inflación son: 1) la adopción de un objetivo inflacionario como la única (o al menos la principal) ancla nominal, 2) independencia operacional de la política monetaria en su compromiso para lograr la meta inflacionaria, 3) capacidad técnica para proyectar la inflación y reaccionar consistentemente, y 4) altos niveles de transparencia y de rendición de cuentas (véase, por ejemplo, Corbo y otros, 2002). En América latina, Brasil, Chile, Colombia, México y Perú poseen un esquema de metas de inflación para guiar la política monetaria. La Argentina y Uruguay están convergiendo hacia él. En Asia oriental, la lista de economías con metas de inflación incluye Corea, Filipinas, Indonesia y Tailandia.

El sistema de metas de inflación en pequeñas economías abiertas (como las de la mayoría de las EE, particularmente pequeñas en comparación al tamaño enorme de los mercados financieros internacionales) presenta rasgos muy procíclicos. Dada la importancia de los flujos de capitales en la definición de los ciclos económicos en las EE, los puntos de quiebre estarán probablemente caracterizados por la emergencia de fuertes expectativas de depreciación y una tendencia declinante de la demanda agregada y el producto, luego de pasar la parte alta del ciclo, y por fuertes expectativas de apreciación y recuperación de la demanda agregada y el producto, luego de tocar fondo en la parte baja del ciclo. Puesto que en las economías más abiertas la importancia del tipo de cambio en el índice de precios general es mayor, las coyunturas con expectativas de depreciación (apreciación) cambiaría se caracterizarán asimismo con (sin) expectativas de presiones inflacionarias. Como resultado, los incentivos de un Banco Central con un objetivo de política exclusivamente focalizado en la inflación, estarán sesgados hacia la instrumentación de políticas monetarias contractivas justo cuando la economía comienza a sufrir la parte baja del ciclo, y hacia políticas monetarias expansivas en cuanto la recuperación sea liderada por ingresos de capitales. En consecuencia, se aplica un enfoque procíclico. La prociclicidad, en un contexto de asimetrías en la utilización de capacidad, implica un promedio del PIB efectivo inferior al promedio del PIB potencial.

Así, un primer desafío en la aplicación de la política monetaria de metas de inflación debe ser la eliminación de este sesgo procíclico. Existen varias posibles soluciones para afrontar este problema. Por ejemplo, el uso de índices de precios de productos no transables en lugar del índice de precios general en la definición de la meta de inflación (Parrado y Velasco, 2002) o bien establecer la meta en función de un objetivo de largo plazo, para filtrar los efectos transitorios del tipo de cambio y su impacto sobre el índice general de precios (Ball, 1999). Otras soluciones pueden ser la fijación de metas en los déficit externos (Marfán, 2005; Medina y Valdés, 2002) como una forma de impedir la transmisión de la volatilidad desde los flujos de capitales a la producción interna, o la instrumentación o fortalecimiento de objetivos en el sector

“real”, como apuntar a bajos niveles de desempleo o a la consistencia entre el PIB efectivo y su nivel potencial.²¹

Por ejemplo, Chile –frecuentemente destacado como un país exitoso en la aplicación de metas de inflación (Mishkin y Schmidt-Hebbel, 2002)– aplicó una fórmula pragmática para reducir la inflación, que estuvo lejos de descansar en un objetivo único de estabilidad de precios. En efecto, además de una meta de inflación formal (que apuntó a reducciones graduales en lugar de caídas abruptas de la inflación), las autoridades del Banco Central fijaron un déficit objetivo en la cuenta corriente (en torno a 3% del PIB), mantuvieron una banda para el tipo de cambio con el fin de evitar una excesiva apreciación cambiaria y aplicaron un monitoreo continuo sobre la demanda agregada (Ffrench-Davis y Tapia, 2001; Zahler, 1998). La aplicación de este conjunto de políticas integrales fue muy sistemático y coherente en la primera parte de los noventa, para luego perder coherencia, de modo paulatino, durante el resto de la década.

Sin embargo, retomando el enfoque más modal, incluso si el sesgo procíclico de las metas de inflación se trata de eliminar adoptando un set de objetivos (es decir, un enfoque de multianclaje), puede subsistir un segundo problema: una política monetaria con poco poder. En efecto, una redefinición de los objetivos de la política monetaria como los planteados serán insuficientes para desarrollar una política contracíclica si el Banco Central es incapaz de suavizar el gasto interno en el corto y mediano plazo.

Durante el período de auge, si la política monetaria es manejada para regular la demanda agregada mediante un aumento de la tasa de interés, entonces los residentes recurrirán a más créditos externos y los inversionistas de corto plazo serán atraídos por

²¹ Otro punto relevante es la ponderación o importancia relativa de cada variable en la función de reacción del Banco Central. En este sentido, es importante recordar que los años recientes constituyen una época de inflaciones bajas o moderadas tanto en los países desarrollados como en las EE. En este contexto, los esfuerzos adicionales por reducir inflaciones ya bajas suelen tener beneficios decrecientes y costos crecientes.

un diferencial mayor entre la tasa de interés internacional y la interna (lo que puede reforzarse aún más si existen expectativas de apreciación cambiaria). Como se ha reiterado, los flujos de capitales externos pueden tener un gran efecto estimulante en economías con brechas de producto significativas y restricciones de liquidez (véase Ffrench-Davis y Tapia, 2004). En este contexto, tasas de interés altas suelen convivir con un sector transable afectado negativamente por la apreciación cambiaria, y con un auge en la demanda agregada y en la producción de no transables, financiado por ahorro externo (que típicamente desplaza al ahorro interno). La falla de política surge cuando se llega a la frontera productiva. La experiencia de los PAL en los noventa, bajo una gran abundancia de capitales, fue paradigmática en ese sentido (véanse CEPAL, 1998; Uthoff y Titelman, 1998).

Durante el período contractivo, a su vez, la capacidad de la política monetaria para enfrentar shocks es incluso más restringida, especialmente si la economía había ingresado anteriormente a *zonas de vulnerabilidad* (véase capítulo VI). Según el modelo de texto básico, una caída en la tasa de interés interna, dada cierta tasa externa, deberá causar salidas de capitales que depreciarán el tipo de cambio. Por su parte, la depreciación favorecerá la recuperación de la producción de transables, estimulando así el crecimiento del PIB. En la práctica, sin embargo, los efectos negativos de la depreciación sobre el consumo y las hojas de balance son, en el corto plazo, típicamente mayores que el impulso positivo sobre los transables. Si, por el contrario, la política monetaria es usada para detener la fuga de capitales, el resultado puede ser aún más problemático. En este contexto, la tasa de interés puede ser “efectiva” con respecto a la demanda agregada (agravando una recesión), pero inefectiva con respecto a los flujos de capitales bajo fuertes expectativas de depreciación y contagio de pesimismo. Por ejemplo, para compensar una devaluación esperada de 10% durante una semana, es necesaria una tasa de interés superior al 500%, medida en base anual.

En síntesis, la efectividad de la política monetaria contracíclica en un contexto de cuenta de capitales abierta y tipo de cambio flexible es mucho más limitada que lo predicho por las teorías es-

tándares. Como consecuencia, las principales implicaciones de política de nuestro análisis indican que resulta crucial la regulación de los flujos de capitales como una forma de abrir espacio, en forma simultánea, tanto a políticas cambiarias como monetarias, coherentes y contracíclicas.

I.3.2. REGÍMENES CAMBIARIOS

El régimen cambiario en las EE es objeto de dos demandas contrapuestas que reflejan los menores grados de libertad que enfrentan las autoridades económicas en un mundo con menores alternativas eficaces de política macroeconómica (CEPAL, 2001). La primera demanda viene del comercio exterior: con el desmantelamiento de las políticas comerciales tradicionales (restricciones arancelarias y no arancelarias), el tipo de cambio real se ha transformado en el determinante clave de la competitividad internacional y la asignación eficiente de recursos en el sector transable. Cabe destacar que ninguna de las dos propuestas extremas (*corner solutions*) considera este hecho. La segunda demanda viene de la cuenta de capitales. La volatilidad de los mercados internacionales de capitales requiere la presencia de variables que sean capaces de absorber en el corto plazo los shocks externos transitorios, tanto positivos como negativos. Dado que la política monetaria ha perdido eficacia, el tipo de cambio puede jugar un papel clave ayudando a absorber los shocks. Este objetivo no puede ser fácilmente conciliado con las demandas del intercambio comercial hacia la política cambiaria, en especial con una estrategia de crecimiento basada en la expansión acelerada de las exportaciones y su diversificación hacia mayor valor agregado (Ffrench-Davis y Ocampo, 2001).

Los regímenes intermedios, de flexibilidad cambiaria administrada –tales como tasas reptantes, tipos de cambio móviles con bandas o tasas objetivo o flotación sucia– buscan reconciliar tales demandas opuestas (véase Williamson, 2000), y son esenciales para alcanzar equilibrios macroeconómicos reales sostenibles. En este sentido contrastan fuertemente con las alternativas extremas (*corner solutions*), que están más de moda en los circuitos neoliberales.

Para que en regímenes de tipos de cambio completamente rígidos se puedan absorber shocks externos negativos, se requiere de una flexibilidad no realista en precios y salarios. Como consecuencia, bajo este régimen las fluctuaciones extremas tienden a multiplicarse en la economía real interna. Las cajas de conversión inducen, ciertamente, arreglos institucionales que incentivan la disciplina fiscal y monetaria, pero lo hacen reduciendo drásticamente su poder macroeconómico estabilizador. Con ello, se sustraen mecanismos clave para prevenir crisis durante períodos de abundancia de capitales externos y para facilitar la recuperación en un contexto de poscrisis. La convertibilidad (como el caso de la Argentina en 1991-2001 y el de Chile en 1979-82) permite la transmisión interna de shocks externos, generando fuertes fluctuaciones en la actividad económica y en los precios de activos, con el aumento consiguiente de la vulnerabilidad financiera interna. El efecto es aún peor cuando los agentes perciben que la magnitud del shock externo puede inducir a las autoridades a modificar la política cambiaria, lo que ocurre con mayor probabilidad cuando el tipo de cambio real está muy desalineado, muy apreciado (Ffrench-Davis y Larraín, 2003).

No obstante las desventajas de los tipos de cambio fijos, hay casos especiales en los que pueden funcionar eficientemente. La convertibilidad de la Argentina fue muy eficaz (ayudada por la afluencia masiva de capitales hacia los PAL desde comienzos de los noventa) en contribuir a derrotar la hiperinflación, que era el problema más grave de la economía en 1991. El peor error de las autoridades argentinas –animadas por los elogios y buenas calificaciones de las IFI– fue no utilizar la oportunidad que le proporcionó el contexto externo, en 1992 o 1993 y luego en 1996-97, para flexibilizar el régimen cambiario. Entonces, tanto la inflación como los déficit públicos estaban bajo control y los flujos de capital fluían profusamente, con declinantes primas por riesgo país, hacia las EE en general y la Argentina, en particular. Así, se dejó pasar una coyuntura propicia para cambiar a un régimen intermedio y recuperar el tipo de cambio como instrumento de política.

Por otro lado, la volatilidad característica de los sistemas de

flotación libre no es un problema cuando las fluctuaciones son de corto plazo, pues en ese caso ellas pueden ser enfrentadas fácilmente con el uso de derivados (véase Dodd, 2003). Las fluctuaciones se transforman en un problema mayor cuando describen ciclos más largos, de mediano plazo, que es lo que típicamente ha ocurrido con el acceso de las EE a los mercados financieros internacionales en las décadas recientes. En este caso, la apreciación persistente del tipo de cambio durante la onda de abundancia de capital tiende a generar efectos perversos sobre la asignación de recursos no reversibles. Más aún, bajo regímenes cambiarios de flotación libre y cuenta de capitales abierta, la política monetaria contracíclica exacerba los movimientos cambiarios procíclicos, con significativos costos por mala asignación de recursos y subutilización del PIB potencial.

La capacidad de regímenes cambiarios flexibles para suavizar los efectos de ciclos externos de auge y contracción dependerá, entonces, de la capacidad para conducir una política monetaria y de crédito contracíclica sin inducir un comportamiento cambiario procíclico. Esto es posible sólo bajo un sistema cambiario intermedio junto con regulaciones a la cuenta de capitales. Claramente, ésta fue la experiencia de Chile en la primera mitad de los noventa (véanse Ffrench-Davis 2004, capítulo VIII; Le Fort y Lehmann, 2003).

En muchos casos, los sistemas de flotación entre bandas no funcionaron bien durante la crisis asiática. Ello fue parcialmente inducido por *la conducción* del sistema. El notable incremento de los flujos de capitales hacia las EE, que se produjo entre 1990 y 1997, impuso presiones poderosas hacia la apreciación cambiaria. Las autoridades respondieron frecuentemente expandiendo el tamaño de la banda o apreciándola, con lo que se debilitó su credibilidad.²² Más tarde, las bandas –que cubrían un rango cambiario

²² Esa decisión de política fue, probablemente, alentada por la fuerte creencia (muy en boga en esos años) que las crisis financieras se habían acabado. Recuérdese, por ejemplo, la propuesta del FMI (junto a las presiones del Departamento del Tesoro estadounidense y de Wall Street) para introducir un acuerdo que forzara a los países miembros a una apertura generalizada de sus cuentas de capitales (véase una crítica vigorosa en Bhagwati, 2004, pp. 204-5).

muy apreciado, en un contexto interno que se había acomodado a los nuevos precios relativos— no fueron funcionales para soportar el cambio abrupto en el humor de los mercados internacionales, derivado de la crisis asiática, que se expresó en una repentina paralización de las entradas de capitales. Estos hechos condujeron a una pérdida de credibilidad todavía mayor.

El mayor beneficio de un sistema de flexibilidad administrada, incluyendo las bandas, surge en períodos sin shocks externos severos. En ese caso, las bandas inducen mayor estabilidad del tipo de cambio real, manteniendo la capacidad de absorber parcialmente los efectos de shocks moderados. Consecuentemente, el tipo de cambio cumple más eficientemente su objetivo de asignar recursos entre transables y no transables.

Obviamente, los regímenes intermedios presentan inconvenientes y pueden generar costos (véase Ocampo, 2003). En primer lugar, estos sistemas pueden ser objeto de presiones especulativas si no son creíbles para los mercados; en condiciones críticas, particularmente luego de que su precio se ha desalineado notoriamente, los costos de defender el tipo de cambio ante las presiones son muy altos. En ese caso, puede ser recomendable moverse, *temporalmente*, hacia una flexibilidad total. En segundo lugar, la acumulación de reservas por la esterilización durante períodos de auge prolongado también puede llegar a ser financieramente onerosa. Finalmente, las regulaciones de la cuenta de capitales que se requieren para administrar estos regímenes intermedios reducen los costos mencionados, pero son sólo parcialmente efectivas. No obstante, aun considerando estos puntos, estos sistemas ofrecen una alternativa sana ante los costosos desequilibrios cambiarios que pueden generarse en su ausencia (con los regímenes extremos).

Una política que funciona bien en un contexto dado no necesariamente lo hará en otro. En este sentido, un elemento crucial a considerar al adoptar una política es cuán costoso será cambiarla en el futuro (Ffrench-Davis y Larraín, 2003). Como se ilustró recién con relación a la Argentina, sistemas de tipo de cambio fijo creíbles pueden ser útiles cuando una crisis económica, caracterizada por hiperinflación, coexiste con abundancia de financiamiento externo. Sistemas de tipo de cambio flotante son muy

funcionales en períodos de turbulencias financieras en las que las autoridades no son capaces de visualizar el nivel de equilibrio del tipo de cambio ni la naturaleza del shock enfrentado. En este caso, la flotación evita que las autoridades dañen su reputación al defender un precio incorrecto. Finalmente, sistemas de bandas o flexibilidad administrada contribuyen a estabilizar el tipo de cambio real, lo cual tiene un efecto muy positivo sobre el crecimiento del volumen de las exportaciones, la incorporación de mayor valor agregado en la canasta exportadora y la transmisión de su dinamismo al PIB (véanse capítulo IV y CEPAL, 1998, capítulo IV). Sin embargo, las bandas tienden a debilitarse si aparece un shock externo significativo mientras la economía presenta *zonas de vulnerabilidad*. En tal caso, se genera espacio para la especulación y la inestabilidad financiera, lo que puede ser enfrentado con la adopción temporal de un tipo de cambio más flexible.

Las opciones extremas no tienen consecuencias simétricas. Con abundancia de capitales externos, cada uno de estos regímenes conducirá a diferentes resultados en la evolución de la cuenta corriente, de los precios de activos y del tipo de cambio real. Con un régimen fijo, las entradas de capitales crearán un auge de demanda, elevando los precios de activos y, probablemente, producirán un aumento del déficit en cuenta corriente, que desplazará el ahorro nacional (véase Frenkel, 2004). Con un régimen flexible, los movimientos en el tipo de cambio real son más pronunciados gracias a la flexibilidad de la tasa nominal. Entonces, una apreciación real será más intensa (y, por ello, potencialmente más dañina) que en el caso del tipo de cambio fijo. Así, los regímenes fijos tienden a trabajar mejor en la parte alta del ciclo económico, evitando la apreciación excesiva, mientras que en la parte baja los regímenes flexibles actúan mejor facilitando la resignación de recursos. Sin embargo, en este último régimen, se presenta la posibilidad de equilibrios múltiples y profecías autocumplidas: en un contexto de tipo de cambio ya apreciado (depreciado), si hay expectativas de mayores (menores) ingresos de capitales, éste se apreciará (depreciará) aún más.

Las desviaciones pronunciadas del tipo de cambio real desde su nivel de equilibrio son costosas para la economía real. Los

bancos centrales deberían preocuparse tanto del nivel como de la estabilidad de este macroprecio. En este sentido, a pesar del camino tomado por varios PAL desde la crisis asiática, la flexibilidad administrada, con o sin bandas, es aún una política que debe ser considerada por las autoridades. Ellas deben, asimismo, ser reticentes a la apertura irrestricta de la cuenta de capitales si se toman en serio la necesidad de equilibrios macroeconómicos reales. La realidad prueba que el comportamiento volátil de los flujos de capitales tiende a ser inconsistente con la estabilidad macroeconómica real, particularmente en términos de la sostenibilidad del tipo de cambio y la actividad económica. Por ello, se hace necesaria la adopción de conjuntos de políticas flexibles en lugar de utilizar instrumentos rígidos aislados (Ffrench-Davis y Larraín, 2003).

I.3.3. POLÍTICA FISCAL

La política fiscal debe preocuparse por la inestabilidad macroeconómica en dos sentidos. Por una parte, dado que los ingresos y gastos públicos son sensibles a los ciclos económicos, es muy importante asegurar una senda de gasto público que sea consistente con las necesidades transitorias que surgen en la parte baja del ciclo (gasto social) y con una provisión de recursos estables para cumplir con los objetivos permanentes del gobierno (presupuesto regular, incluyendo inversiones públicas). Por otra parte, la política fiscal tiene asimismo un papel macroeconómico, en términos de la sostenibilidad de las cuentas públicas y de la regulación de la demanda agregada.

La política fiscal ha estado en el centro del debate de los programas de ajuste de las EE. Tanto en Asia oriental como en América Latina las recetas convencionales recomendaban la obtención de equilibrios fiscales corrientes en cada año, incluso bajo coyunturas recesivas, asociadas a bajos ingresos tributarios. Aquello representa el comportamiento procíclico típico. Durante las recesiones, la política fiscal de los PAL se ha dirigido a mantener bajo control la solvencia financiera, mientras durante la fase de expan-

sión el gasto ha tendido a crecer con el ciclo (Martner y Tromben, 2004). Esta prociclicidad restringe el espacio para los programas sociales y el alcance de la inversión pública durante los períodos recesivos y, de esta forma, fortalece los efectos negativos de la volatilidad sobre las condiciones de vida de la población y el crecimiento económico de largo plazo, respectivamente. Además, aunque en general no ha sido la variable dominante, la política fiscal procíclica ha exacerbado el auge y profundizado la caída en el sector privado, incrementando la inestabilidad macroeconómica y complicando el funcionamiento de las políticas monetarias y cambiarias.

El desarrollo de mecanismos fiscales contracíclicos, en países en desarrollo, es especialmente relevante por tres motivos. Primero, porque sus mercados internos tienden a ser mucho más volátiles que aquéllos de economías desarrolladas. Esto implica que el efecto de las fluctuaciones económicas sobre las cuentas públicas es más fuerte. Segundo, porque en las economías en desarrollo los estabilizadores automáticos tienden a ser más débiles que en las economías desarrolladas. Tercero, en el frente externo, la capacidad para manejar déficit es más limitada, dado el carácter procíclico de los mercados internacionales de capitales.

¿Cómo enfrentar estos problemas? El concepto de *balance fiscal estructural* debe transformarse en el centro de un programa de políticas contracíclico. Hay distintas acepciones de este balance, pero la esencial se refiere al saldo de las cuentas fiscales corregidas por los efectos transitorios del ciclo económico, estimando en cada período los niveles de ingresos y de gastos bajo un contexto de empleo pleno y sostenible de los factores productivos (capital y trabajo). Si las fluctuaciones de los términos del intercambio tienen efectos sobre los ingresos fiscales —a través de las utilidades de los exportadores públicos o privados—, entonces el balance estructural debe estimarse utilizando los términos de intercambio de tendencia. Consecuentemente, el gasto público debe programarse utilizando aquellos ingresos estructurales o de tendencia.

Los países en desarrollo típicamente concentran su comercio internacional en la exportación de unos pocos *commodities*, con precios altamente volátiles. En particular, cuando la propiedad (to-

tal o parcial) de una de esas exportaciones es pública –como el cobre en Chile y el petróleo en Colombia, México o Venezuela– el establecimiento de un fondo de estabilización puede contribuir a la estabilidad de las cuentas fiscales y a la sostenibilidad macroeconómica.²³ Los ingresos fiscales superiores al nivel de tendencia son ahorrados en el fondo para así financiar el gasto durante períodos en que los ingresos fiscales caen por debajo de su nivel “normal”. Es altamente recomendable iniciar el establecimiento de estos fondos en la fase de precios anormalmente altos para que el fondo pueda financiar sin problemas los siguientes períodos de malos precios.

Todas las medidas mencionadas ayudan a desarrollar una política de gasto fiscal neutral con respecto al ciclo económico, en la cual se estabiliza el gasto efectivo pues es atado a su nivel estructural. Sin embargo, en situaciones persistentemente recesivas, como la resultante del contagio asiático desde 1998, un gobierno puede decidir la instrumentación de un shock expansivo del gasto (o reducción de impuestos) con el propósito de estimular la demanda agregada, que puede resultar en un aumento del déficit estructural.²⁴ En esta misma dirección se enmarca la propuesta de impuestos flexibles como un instrumento contracíclico adicional. Por ejemplo, el incremento de la tasa del impuesto al valor agregado (IVA) durante los auges, compensada con rebajas durante los períodos de depresión económica (Budnevich, 2003).

Los instrumentos para una política fiscal contracíclica deben ser escogidos con cuidado, pragmáticamente. Por ejemplo, durante los auges una reducción en gastos públicos será probablemente insuficiente para compensar un exceso de gasto del sector privado liderado por entradas de capitales. En cambio, un aumento de los impuestos puede afectar directamente a aquellos agentes con una propensión al gasto más alta (Stiglitz, 2005).

²³ Asimismo, el fondo del café en Colombia ha jugado por largo tiempo un papel de estabilizador macroeconómico. Dado que el café es un producto privado, el fondo contribuye directamente a estabilizar la cuenta corriente y el gasto privado interno.

²⁴ El caso de Corea del Sur es útil para ilustrar este enfoque: en 1998 el déficit fiscal se empujó a 4,2% del PIB, para transformarse en superávit en los años siguientes junto con la recuperación de la economía (Mahani y otros, 2005).

Durante la parte baja del ciclo, una rebaja tributaria puede ser una política reactivadora ineficaz en un contexto macroeconómico deprimido con un sector privado renuente a gastar e invertir. En cambio, un mayor gasto público en bienes de producción nacional puede ser, en este último caso, un instrumento reactivador eficaz.

Finalmente, la política fiscal debe ser parte de un conjunto de políticas económicas flexibles y consistentes. Dado que las EE son especialmente vulnerables frente a cambios en el entorno internacional, confiar excesivamente en el uso de la política monetaria puede conducir a resultados macroeconómicos inferiores a los de un marco de políticas contracíclicas más balanceado que incluya además las políticas fiscales, cambiarias y de control de la cuenta de capitales. El uso de la política fiscal tiene como prerequisite estar en una senda de solvencia y sostenibilidad de las cuentas públicas. Además, si la acción de la política monetaria para actuar sobre la brecha entre el PIB efectivo y el potencial es débil o muestra rezagos muy significativos, se abre espacio a un papel más activo para la política fiscal contracíclica. Más aún, repartir el peso de los ajustes macroeconómicos entre las políticas fiscales, monetarias y cambiarias puede conducir a mejores resultados, en términos de que cada precio macroeconómico (tasas de interés y tipos de cambio) se sitúa más cerca de su equilibrio de largo plazo, y la brecha entre el producto efectivo y el potencial se minimiza.

I.3.4. 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, ellas 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 cuasifiscales de la acumulación esterilizada de reservas internaciona-

les. Lo que es muy relevante es que en el otro lado del ciclo, de restricción externa activa, estas regulaciones permiten abrir espacio para políticas monetarias y fiscales expansivas.²⁵

En general, las experiencias desarrolladas durante los noventa, de uso de restricciones de precio sobre el conjunto de las entradas de capitales de corto plazo o líquidas, revelan su utilidad tanto permitiendo la adopción de políticas macroeconómicas contracíclicas, como estimulando el mejoramiento de los perfiles de madurez de los pasivos externos. 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, ellas generan un entorno más amigable con el mercado para 1) decisiones de inversión irreversibles, 2) evitar brechas significativas entre el PIB efectivo y el PIB potencial, 3) evitar macroprecios (tipos de cambio y tasas de interés) desalineados, y 4) evitar desequilibrios en otras relaciones macroeconómicas fundamentales (*macro-ratios*), asociados al surgimiento de *zonas de vulnerabilidad* (con niveles elevados de déficit en la cuenta corriente, coeficientes precio/utilidad en las bolsas, la relación entre pasivos líquidos y de corto plazo y las reservas internacionales).

La discusión sobre controles de capitales se ha intensificado con las difundidas acciones de Malasia en 1998, que impuso duras restricciones cuantitativas a las salidas de capitales. Las cifras respaldan la interpretación de que estas medidas fueron efectivas en la contribución a la fuerte recuperación de la actividad económica en 1999 (Kaplan y Rodrik, 2001). Ellas fueron determinantes para permitir la aplicación de políticas monetarias y fiscales activas, encaminadas a acelerar la reactivación.

²⁵ Ocampo (2003) enfatiza que las regulaciones a la cuenta de capitales sirven además como una "política de pasivos". El mercado valora estructuras de deuda sanas pues, durante períodos de incertidumbre, aquél responde a las necesidades de endeudamiento brutas, lo que significa que la renovación de deudas de corto plazo no es neutra desde un punto de vista financiero. Esto indica que la gestión macroeconómica durante los auges debe buscar mejorar el perfil de madurez de los pasivos privados y públicos.

Pero no es suficiente saber cómo dejar atrás una crisis luego de sufrirla. Lo más importante es evitar caer en una crisis o reducir drásticamente sus costos:²⁶ ése es el 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 se expone en el capítulo VI (véase también Agosin y Ffrench-Davis, 2001). 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), resultan más efectivos si el objetivo de la política macroeconómica es reducir más drásticamente la conexión de la economía interna a la volatilidad de los mercados internacionales.

I.3.5. REGULACIÓN Y SUPERVISIÓN DE LAS INSTITUCIONES FINANCIERAS

Finalmente, la regulación y supervisión prudencial (RSP), que habitualmente es diseñada según consideraciones microeconómicas, tiene también implicaciones macroeconómicas. En ese sentido, la RSP debe tomar en cuenta no sólo los riesgos microeconómicos sino también los riesgos macroeconómicos asociados a los ciclos de auge y contracción (Griffith-Jones, 2001; Ocampo, 2003). En consecuencia, se deben introducir instrumentos contracíclicos en la regulación y supervisión prudencial. Además de la regulación estándar sobre descaldes de moneda y de madurez, éstos deberían contemplar una combinación de 1) provisiones por riesgos latentes prospectivos, sobre la base de riesgos crediticios previstos para las distintas etapas del ciclo económico; 2) regulaciones contracíclicas más discrecionales por la autoridad sobre la base de criterios objetivos (por ejemplo, la tasa de crecimiento de las colocaciones comparada con la del PIB);

²⁶ En 1997, el entonces ministro de Finanzas de Canadá, Paul Martin, declaraba: “hemos dedicado todo nuestro tiempo a lograr la globalización y no a hacerla funcionar bien”; “estamos gastando energía en resolver crisis en lugar de evitarlas” (Martin, 1997).

3) regulaciones contracíclicas sobre los precios de los activos utilizados como garantías; y 4) requisitos de adecuación de capital sobre la base de criterios de solvencia de largo plazo y no sobre el desempeño cíclico.

I.4. Conclusiones

Las EE viven una aguda paradoja. Comparten un consenso sobre la importancia de los equilibrios macroeconómicos y un contexto donde la norma ha sido la presencia de costosos desequilibrios en amplios segmentos de la economía real, esto es, de la fuerza de trabajo y del capital físico. La gran recuperación de 5,8% en 2004 es un hecho muy positivo, pero tomó lugar luego de seis años de un desequilibrio de la macroeconomía real: la gran brecha recesiva de 1998-2003. Este hecho representa una costosa falla en las políticas macroeconómicas internas, asociado a la imposibilidad de posicionar a la economía en su frontera productiva. Esta falla de política, también vinculada al comportamiento procíclico del comercio y las finanzas internacionales, revela la necesidad de efectuar reformas intensas en el diseño de las políticas macroeconómicas.

Para enfrentar estas ineficiencias se requiere una macroeconomía para el desarrollo sostenible o macroeconomía real, concentrada no sólo en la estabilización de precios y en el control de los déficit fiscales (como lo sostiene el enfoque ortodoxo), sino también preocupada por los equilibrios externos (clave en economías abiertas) y en las variables reales, que afectan el nexo entre el presente y el futuro. El principal equilibrio real es el uso de la capacidad productiva (es decir, el empleo pleno de los factores productivos, capital y trabajo), pues éste es crucial en la definición del ingreso efectivo, la equidad social, los ingresos tributarios estructurales, la formación de capital y el crecimiento futuro.

La brecha de producto implica una notable ineficiencia, reflejada en la subutilización de capacidad productiva en firmas, en el desempleo de una parte de la fuerza de trabajo y en una menor productividad total de factores efectiva. Un efecto notorio de es-

tos 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 procíclico 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 varias alternativas y escoger un conjunto flexible de políticas que se ajuste a sus estructuras económicas, al grado de desarrollo de sus mercados y a sus objetivos democráticos.

El notable impacto de los equilibrios macroeconómicos reales sobre la formación de capital se analiza en el siguiente capítulo.

Capítulo II

CRECIMIENTO, INVERSIÓN PRODUCTIVA Y CALIDAD DEL ENTORNO MACROECONÓMICO*

Introducción

Un rasgo sobresaliente de las economías latinoamericanas desde los años ochenta ha sido la baja tasa de formación de capital. A ello se agrega una tasa promedio también baja, e inestable, de utilización de la capacidad productiva, con la correspondiente merma de la productividad *ex post*. Estos rasgos, que se refuerzan mutuamente, contribuyen a explicar el notable contraste entre el deficiente crecimiento de la producción registrado desde los años ochenta y el mayor dinamismo exhibido por los PAL en las tres décadas precedentes.

América Latina registró un crecimiento económico significativo entre 1950 y 1980, con un aumento del PIB que promedió 5,5% anual. No obstante las muchas ineficiencias evidentes, en promedio mantuvieron tasas de inversión crecientes y una utilización relativamente elevada de su capacidad instalada, con ese crecimiento respetable. La situación se revirtió bruscamente a comienzos de los años ochenta. En efecto, la tasa de formación de capital pública y privada descendió bruscamente durante la década que siguió a la crisis de la deuda. Ello estuvo asociado al prolongado ajuste recesivo que la región debió soportar, bajo una RED, tanto por las condiciones que enfrentó en la economía mundial como por las políticas nacionales aplicadas. La mayoría de los PAL sufrió intensos shocks financieros externos a comien-

* En las secciones 1 y 3 hemos utilizado algún material de "Formación de capital y entorno macroeconómico: bases para un enfoque neoestructuralista", publicado en Sun-
kel (1991).

zos de los ochenta, que implicaron elevadas transferencias netas negativas (pagos de intereses y utilidades mayores que el ingreso neto de capitales), unido a un deterioro de los términos de intercambio (shock comercial). En el plano interno, como respuesta a los shocks externos, en general se aplicaron políticas fuertemente reductoras de la demanda, junto con políticas reasignadoras débiles. Esa dosificación de políticas reforzó el sesgo recesivo natural de los shocks externos negativos. Desde los noventa se observa una recuperación modesta de los coeficientes de inversión, en dos ciclos: 1990-94 y 1995-98, con caídas en 1995 y 1999-2003; los altibajos respondieron a un entorno macroeconómico volátil en la región, generado por las fluctuaciones de los flujos de capitales.

En este capítulo examinamos la relación entre el crecimiento económico y la formación de capital de América Latina en el último cuarto de siglo, las reformas efectuadas y el papel de las políticas macroeconómicas y su interrelación con las microeconómicas. Focalizamos la atención, principalmente, en el análisis de variables determinantes de la formación de capital y de la tasa de uso de la capacidad productiva. Ambos factores, y sus interrelaciones, desempeñan un papel decisivo en el crecimiento económico; en particular, además de sus efectos directos sobre el crecimiento, la formación de capital es un canal de incorporación de innovaciones tecnológicas y de mejoramiento de la productividad sistémica. Enfatizamos que la tasa de uso del producto potencial posee una influencia muy intensa sobre el nivel de la formación de capital, a través de cuatro efectos: 1) sobre la productividad efectiva (una brecha de producto implica una brecha entre la productividad efectiva y la productividad potencial existente); 2) sobre las utilidades efectivas y posibilidades de autofinanciamiento; 3) sobre el acceso a los mercados de capitales; 4) sobre la conveniencia de invertir (si la capacidad productiva existente está subutilizada y se espera que continúe así por un tiempo, entonces su expansión por parte de inversionistas potenciales en las mismas actividades no tiene sentido y la inversión en nuevos rubros es desestimulada por un ambiente deprimido).

La sección 1 presenta un recuento histórico de rasgos sobresalientes de América Latina en lo que respecta a la formación de capital, desde mediados del siglo xx. La sección 2 se concentra en el análisis del crecimiento luego de las reformas liberalizadoras realizadas al alero del Consenso de Washington, buscando establecer los canales a través de los cuales las reformas afectaron el crecimiento potencial de la región. La sección 3 examina las condiciones más apropiadas para generar un entorno macroeconómico “amigable”, propicio para la formación de capital; se incluye una discusión sobre las reformas económicas y su impacto sobre los principales precios macroeconómicos (los *macroprecios*), como el tipo de cambio y las tasas de interés. La sección 4 concluye.

II.1. Inversión y crecimiento en una perspectiva histórica

II.1.1. EL MODELO DE CRECIMIENTO LIDERADO POR EL ESTADO, 1950-80

Entre 1950 y 1980 la economía de América Latina creció a una tasa promedio de 5,5% al año (Ffrench-Davis, Muñoz y Palma, 1997). Esta tasa de crecimiento se situó por encima de la tendencia prevaleciente en el resto de las regiones en desarrollo (excepto en los países del sudeste asiático) y fue superior al promedio alcanzado por los países industrializados (4,2%). Este crecimiento estuvo asociado a niveles moderados del coeficiente de inversión,²⁷ a tasas relativamente altas de uso de la capacidad productiva, y a la expansión de sectores más intensivos en incorporación de tecnología.

Al inicio de los años cincuenta, América Latina enfrentaba

²⁷ El coeficiente de inversión se refiere a la formación bruta de capital fijo (FBC, equipos y maquinaria, infraestructura, construcción comercial y residencial) como proporción del PIB. En este capítulo se mide en precios constantes de 1995. Para calcular las adiciones al stock de capital, a la FBC hay que restar la depreciación o consumo de capital, alrededor de 7-11% del PIB en economías como las latinoamericanas.

cuellos de botella asociados a la escasez de financiamiento externo, así como dificultades de acceso a mercados de exportación y de abastecimiento importado. En las dos décadas siguientes, la región mejoró su acceso a mercados de bienes y de capital. El sector productivo líder fue la manufactura, que creció aceleradamente, con un ritmo anual de 7% en los años sesenta, ligado a una significativa incorporación de nuevas tecnologías. Esa década se constituyó en la de mayor estabilidad interna y externa de la posguerra en la mayor parte de los PAL, con menores crisis de balanza de pagos que en los años precedentes y con coeficientes de productividad global más elevados.

Aun cuando la insatisfacción con el desempeño económico fuese grande, y muchos autores procurasen explicar el “fracaso” de las estrategias de desarrollo adoptadas en la región, ésta logró las mencionadas altas tasas de crecimiento. Sin embargo, el progresivo agotamiento de la sustitución fácil de importaciones involucró una limitación creciente a las oportunidades de inversión para el mercado interno y al aprovechamiento de economías de escala. Cada vez más actividades manufactureras subutilizaban economías de escala al operar sólo para los mercados nacionales. Frente a esto, la región empezó a expandir (aunque muy modestamente) sus exportaciones manufactureras. Países como Brasil, Colombia y Chile iniciaron políticas cambiarias de minidevaluaciones (Williamson, 1981) y establecieron otros incentivos a las exportaciones, como franquicias arancelarias para insumos importados, lo que contribuyó a la diversificación de la oferta exportadora (Ffrench-Davis, Muñoz y Palma, 1997). No obstante atrasos cambiarios durante los sesenta, América Latina logró un significativo incremento –del orden del 6,4% anual– del volumen de las exportaciones durante esa década (véase CEPAL, 1998, cuadro III.2; excluye Venezuela).

Además, en algunos países como Brasil y Chile se hicieron reformas financieras, principalmente estableciendo mecanismos de reajustabilidad que defendieran los ahorros frente a la inflación y evitaran la existencia de tasas de interés reales negativas. Por otra parte, la expansión de los préstamos de largo plazo del Banco Mundial y la creación del BID contribuyeron al financiamiento de la inversión pública.

Desde mediados de los años sesenta la tasa de formación de capital inició un ascenso sostenido, que se aceleró en la década de los setenta. Esta alza estuvo asociada al hecho de que los PAL venían operando durante varios años cercanos a la frontera productiva, a cambios registrados en las opciones de financiación externa y a la forma en que los países de la región reaccionaron ante esas opciones en los años setenta (véase la serie de estudios en Ffrench-Davis, 1983).

Durante la segunda mitad de la década, la mayoría de los países se endeudó intensamente, en un proceso liderado por una oferta de fondos muy abundante. El resultado fue que la mayor parte de los PAL se ajustó a una gran transferencia neta de fondos desde el extranjero. La abundancia de préstamos externos promovió una revaluación cambiaria real. Paralelamente, también se registraron liberalizaciones de las importaciones, para así estimular el ajuste de las economías nacionales ante la mayor oferta de fondos externos. Ambos factores determinaron un déficit externo creciente, que promedió el 6% del PIB en 1981. El proceso fue particularmente intenso en la Argentina y Chile, y más parcial en los países exportadores de petróleo, como México y Venezuela, que acomodaron sus economías tanto a la mayor oferta de préstamos como a la notable expansión de sus exportaciones petroleras.

Las tasas de inversión experimentaron un alza significativa durante el período de endeudamiento creciente, lo que sugiere que los recursos externos tendieron a complementarse con el ahorro nacional, y contribuyeron al desarrollo de la capacidad productiva de la región en su conjunto. Entonces, una parte significativa de las entradas de capitales estuvieron ligadas a proyectos de inversión; evidentemente, los créditos para inversiones públicas del BID y del Banco Mundial, créditos oficiales bilaterales desde economías desarrolladas para importación de bienes de capital, y la IED nueva. Los reparos frecuentes a que las dos primeras fuentes de financiamiento estuvieran "amarradas" son contrapesados por el fortalecimiento de la relación entre los flujos de capitales y la inversión productiva, que es uno de los objetivos clásicos de la apertura de la cuenta de capita-

les.²⁸ En cuanto a los créditos bancarios privados, su uso fue más heterogéneo y dependió, en mucho, de las políticas de cada país receptor, como se expone más abajo.

Durante 1970-82 la tasa de formación bruta de capital fijo excedió en 4 puntos el promedio alcanzado en 1950-69 (cuadro II.1). Sin embargo, la tasa de crecimiento respondió proporcionalmente menos al aumento del stock de capital. Esto se debió a que la gran abundancia de fondos externos promovió la realización de inversiones más intensivas en capital y con extensos períodos de maduración, en especial en las naciones petroleras. En algunos países además involucró un debilitamiento (o carencia) de la evaluación de proyectos de inversión, tendencia estimulada por la permisividad de los préstamos bancarios y la permanencia durante varios años de tasas reales de interés bajas o negativas en los mercados internacionales (véase Ffrench-Davis, 1995c, capítulo

Cuadro II.1
América Latina (19): Coeficiente de inversión bruta fija,
1950-2004
 (porcentaje del PIB en US\$ de 1995)

	1950-69	1970-82	1983-91	1992-98	1999-2004
Argentina	18,2	22,5	15,6	19,0	15,6
Brasil	26,7	30,5	22,2	20,1	19,0
Chile	18,4	14,6	15,7	23,9	22,4
Colombia	22,0	19,7	18,9	20,9	14,4
México	17,2	22,3	17,6	20,0	21,9
Perú	19,8	21,9	17,2	21,8	18,8
Uruguay	15,3	16,4	11,0	14,0	11,2
Venezuela	22,0	28,0	19,2	18,0	13,7
América Latina (19)	21,5	25,8	19,2	20,0	19,0

Fuente: datos de CEPAL. Cifras preliminares para 2004.

²⁸ Debe recordarse que el crecimiento promedio del PIB fue de 5,5% en los setenta en lugar del 2,6% de 1990-2004. Ello sugiere que si las políticas fueron equivocadas en los setenta, lo fueron menos que en los noventa.

IV), y se sintió con mayor fuerza el progresivo agotamiento de la estrategia de industrialización sustitutiva de importaciones.

Existieron diferencias entre países en la respuesta del coeficiente de inversión. Por ejemplo, aquellas naciones que liberalizaron las entradas de capital, al mismo tiempo que sus mercados financieros internos y las importaciones, tendieron a mostrar una tasa de inversión menor y un ahorro nacional reducido. Esto es, los fondos externos se dirigieron al consumo, como en Chile, y a la fuga de capitales, como en la Argentina; en ambos casos el ahorro externo desplazó el ahorro interno. Por otra parte, se alcanzó un mejor desempeño en el caso de aquellos países (como Brasil y Colombia) que en los años sesenta y setenta reformaron sus políticas comerciales y financieras en forma moderada y selectiva, e impulsaron el uso de la deuda externa en la expansión de la inversión pública y privada (Ffrench-Davis, 1983). Es claro, entonces, que la mayor formación de capital en esos países no fue un fenómeno espontáneo, sino deliberado. La experiencia negativa de los noventa refuerza esta interpretación.

Una demanda efectiva alta y mercados internacionales de bienes en expansión fueron factores macroeconómicos que completaron un círculo virtuoso para un crecimiento efectivo de la producción. De hecho, muchas economías latinoamericanas pudieron mantener un crecimiento económico significativo hasta los inicios de los años ochenta. No obstante, en los setenta se gestaba un grave problema, pues se acumuló una voluminosa deuda externa e incubó un creciente déficit en cuenta corriente, en tanto que la abundancia de fondos llevó a algunos países a postergar necesarias reformas en sus políticas internas.

II.1.2. CRISIS DE LA DEUDA EN LOS OCHENTA

América Latina enfrentó en los años ochenta una profunda crisis originada en la considerable deuda que se acumuló en la década de 1970 y en el deterioro de los mercados internacionales, comerciales y financieros en los cuales operaba. La abrupta reducción de las fuentes de financiamiento externo bancario, en

conjunto con el deterioro de los términos de intercambio y un descomunal aumento de las tasas de interés internacionales (por ejemplo, la tasa LIBOR aumentó en términos reales de 2,5% en 1979 a 22% en 1981), acarreó una aguda escasez de divisas que provocó una intensa recesión en las economías nacionales de la región. Al mismo tiempo, las políticas de ajuste que se adoptaron –basadas principalmente en la restricción de la demanda agregada y débiles en políticas reasignadoras reforzaron el efecto reductor de la producción que provocan los shocks, declinando en forma aguda la tasa de utilización de los recursos productivos disponibles y desalentándose la inversión (véase Ffrench-Davis, 2005c, capítulo IV).

Como se plantea en el capítulo I, en una economía con inflexibilidad de precios y mercados de factores heterogéneos e *incompletos*, las políticas “neutrales” de reducción de la demanda suelen originar una caída significativa de la producción efectiva. Ello da lugar a una menor tasa de utilización de la capacidad instalada y, posteriormente, a un descenso de la tasa de formación de capital. De hecho, la formación de capital fijo por habitante se redujo un tercio entre 1980-81 y 1983-90, con el consiguiente efecto negativo sobre el crecimiento de la capacidad productiva y la generación de empleos (Ffrench-Davis y Reisen, 1998).

En los años ochenta se observó una reponderación en los objetivos de las políticas. En respuesta a la RED, se asignó prioridad a la obtención de excedentes comerciales para servir la deuda, se descuidó el impulso específico a la formación de capital y la demanda agregada se situó muy por debajo de la frontera productiva (Fanelli y Frenkel, 1994). Éste es un rasgo que contribuye a explicar la reducción notable de la tasa de uso de la capacidad y del coeficiente de inversión (sobre 6 puntos) durante esta década.

II.1.3. ALTIBAJOS DESDE LOS NOVENTA

Durante los años noventa, la reanudación de la entrada de capitales, en vez de aportar al aumento de la capacidad productiva, sirvió a la mayoría de los países latinoamericanos principalmente para recuperarse de la profunda recesión que todavía imperaba a

finés de los años ochenta (véase capítulo I). Durante el primer quinquenio de los noventa, la tasa de inversión se fue recuperando gradualmente. No obstante, en promedio creció mucho menos que la afluencia de capitales; en parte, ello obedeció a que la mayoría de los flujos correspondió a financiamiento de corto plazo, operaciones de mercado accionario secundario y adquisición de empresas privatizadas. Sólo una cuarta parte de los flujos netos consistió en IED y títulos de *American Depository Receipts* (ADR) primarios del mercado estadounidense (CEPAL, 1998). Por ende, 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, por consiguiente desplazando el ahorro interno.

La reanudación de las entradas de capital a principio de los años noventa puso término a la RED de los años ochenta. Ello permitió la expansión de la demanda agregada. Dadas las expectativas más optimistas que se generaron, ese incremento se expresó en una recuperación de la actividad económica. El exceso de capacidad instalada prevaleciente entonces implicaba que la oferta interna era capaz de responder a la mayor demanda de bienes no comerciables, en tanto que la de productos transables podía ser cubierta ahora por el aumento de las importaciones financiadas con el ingreso neto de fondos externos.

Gracias a una mayor tasa de utilización de la capacidad instalada, el aumento de la producción sobrepasó la expansión de la capacidad productiva en unos 100 mil millones de dólares en 1994 en comparación con 1990 (a precios de 1995). Es decir, alrededor de un 40% de la tasa de crecimiento anual del PIB efectivo de 4,1% en 1991-94 correspondió a una mayor utilización de la capacidad instalada. Sin duda, una cifra notable, que destaca lo muy positivo de lograr usar esa capacidad, pero refleja, también, lo muy negativo de la subutilización en los ochenta.

La historia se repite luego de la crisis del tequila, en especial en los tres países que fueron más afectados por ella: la Argentina, México y Uruguay (que representaban el 37% del PIB regional). En 1997, el crecimiento promedio de la región fue de 5,2% y la mitad de los países lograron cifras por sobre esa media. La tasa de

inversión se recuperó nuevamente de manera gradual, pero a niveles modestos, consistentes con una expansión del PIB potencial apenas del orden de 2,5-3 por ciento.

En suma, la disponibilidad de financiamiento externo tuvo un efecto coyuntural claramente beneficioso durante 1990-94 y 1996-97, dado que eliminó la RED, la que había sido en gran parte determinante de la grave crisis económica y de los bajos niveles de inversión productiva de la región durante los ochenta. Sin embargo, la reanudación del acceso a capital externo no estuvo conectada con una expansión vigorosa de la formación de capital y de la capacidad productiva. Además planteó desafíos respecto de la sostenibilidad de los equilibrios macroeconómicos. Ciertamente, la afluencia de capitales tuvo un efecto adverso sobre la evolución de los tipos de cambio reales, contribuyó al auge del crédito de consumo a expensas del ahorro interno, y condujo a la acumulación de pasivos externos (muchos de ellos con vencimientos de corto plazo); de este modo, la economía se tornó crecientemente vulnerable ante los shocks externos adversos, como lo demuestra el caso de la crisis mexicana a fines de 1994, la llegada de la crisis asiática a partir de 1998, la abrupta devaluación de Brasil en 1999, la crisis Argentina en 2001-02 y el entorno recesivo en 1998-2003 presente en la mayoría de los PAL (véase capítulo VI).

En 1998-2003 la región enfrentó un nuevo período de restricción en la oferta de fondos externos. Las crisis resultantes en el sector externo deprimieron la demanda agregada y la producción. La tasa de crecimiento económico promedió apenas el 1,2% por año (equivalente a una caída anual del 0,4% de la producción por habitante). Dado que el PIB potencial se mantuvo creciendo, a una tasa promedio cercana al 2%, apareció otra vez la brecha recesiva. La subutilización de la capacidad productiva fue determinante del bajo coeficiente de inversión en 1998-2003. En el año 2004, la mayoría de los PAL mostró una recuperación significativa de la actividad económica, estimulada por el mejoramiento de las exportaciones, en volúmenes y precios. La región creció 5,8% y la inversión se expandió 11 por ciento.

II.1.4. EL PAPEL DE LA INVERSIÓN EXTRANJERA DIRECTA

La IED que viene a crear *nuevas* actividades económicas implica, normalmente, una relación uno a uno entre el ingreso de capitales y la formación de capital. En ese sentido, esta IED *nueva* tiende a ser muy diferente de los flujos financieros líquidos o de corto plazo (véanse capítulo V y Ffrench-Davis y Reisen, 1998). Existen muchos temas empíricos asociados a la IED que son muy relevantes y que no se mencionarán aquí, pero se han escogido dos para una discusión breve. El primero es que normalmente la IED representa una parte relativamente pequeña de la formación de capital en el mundo (alrededor de un décimo); algo similar acontece en América Latina y en Asia. Incluso en las etapas de mayor éxito de la economía chilena, en 1990-98, cuando se lograron tasas de inversión históricas, sólo un 18% de la formación bruta de capital fijo correspondió a una IED nueva.²⁹ La IED tiene frecuentemente una alta participación en sectores exportadores e intensivos en tecnología, lo que sin duda es un aporte relevante, pero no en lo que respecta a la tasa de inversión total.

El segundo aspecto es que la participación de la IED en los flujos totales aumentó considerablemente en el segundo lustro de los noventa, en especial después del contagio de la crisis asiática (véase capítulo VI). Sin embargo, una fracción considerable de esos flujos no llegó a la creación directa de capacidad productiva sino a adquirir activos ya existentes. Como resultado, se dio la paradoja de que uno de los períodos con la menor tasa de formación de capital (1998-2003) registrara al mismo tiempo una cifra récord de recepción de IED.

El cuadro II.2 muestra los niveles de recepción de IED por parte de los países de la región. En 1998-2003, el promedio anual de entradas de IED más que duplicó la cifra de 1990-97. No obstante, la participación de fusiones y adquisiciones también creció considerablemente de 41 a 52%. Esta alta participación de fusiones y adquisiciones no sólo involucró un vínculo más débil de la IED con

²⁹ Cálculo basado en datos del Banco Central de Chile y UNCTAD.

la formación bruta de capital, sino que además implicó que las entradas se transformaran frecuentemente en salidas por parte de los residentes que habían liquidado sus activos. Con todo, el saldo neto de IED nueva resultó positivo para la región durante el período que siguió a la crisis asiática, lo que sirvió para compensar la salida neta de capitales financieros.

Cuadro II.2

América Latina: Entradas de IED y F&A, 1990-2003

(promedios anuales, US\$ millones y porcentajes)

	1990-97		1998-2003	
	Entradas brutas (US\$ millones)	F&A (% de entradas)	Entradas brutas (US\$ millones)	F&A (% de entradas)
Argentina	4.607	56,9	7.521	97,9
Bolivia	278	91,2	815	10,4
Brasil	5.223	52,4	23.234	57,3
Chile	2.385	40,1	4.553	71,7
Colombia	1.717	48,5	2.189	35,9
Costa Rica	285	7,5	557	10,4
Ecuador	400	8,1	1.066	12,4
México	8.139	26,3	15.738	35,1
Paraguay	119	3,0	120	19,8
Perú	1.522	49,6	1.512	26,4
Uruguay	95	8,3	238	11,6
Venezuela	1.694	42,3	3.262	31,4
Otros (7)	823	15,9	2.593	38,8
América Latina (19)	27.286	41,1	63.398	52,1

Fuente: Basado en datos de UNCTAD.

IED: Inversión extranjera directa; F&A: fusiones y adquisiciones transfronterizas.

II.2. Crecimiento de América Latina en la era del Consenso de Washington

El crecimiento económico en América Latina ha sido magro en las últimas décadas desde todo punto de referencia. De hecho, en 2004, el producto por habitante era similar al de 1980. Visto en perspectiva histórica, este período es el peor desde la primera parte del siglo XIX, asociada a los procesos de independencia (Maddison, 2001; Ocampo, 2004). Comparando con el contexto internacional, durante el último cuarto de siglo, la tasa de crecimiento del PIB por habitante promedio del mundo fue 1% anual, mientras que el de Estados Unidos fue 2,2%, lo que evidencia una enorme divergencia con respecto al mundo desarrollado y otras EE en el mismo período.

Evidentemente, la crisis de la deuda de los años ochenta fue un evento determinante en el deficiente desempeño regional. Sus efectos negativos fueron graves, como lo prueba que el producto por habitante hubiera descendido en promedio 0,7% por año en 1981-89. La segunda parte del período, 1990-2004, está asociada a las intensas reformas económicas realizadas al alero del Consenso de Washington. Las economías de la región se movieron hacia un contexto de mercados más libres en diversas áreas, donde destacaron las liberalizaciones comerciales (véanse capítulos III y IV), aperturas de la cuenta de capitales (véanse capítulos V a VII), privatizaciones de empresas públicas y reformas de los regímenes fiscales (véanse Morley, Machado y Pettinato, 1999; Stallings y Peres, 2000). Los resultados, si bien superiores a los de los años ochenta, con un crecimiento por habitante de 0,9%, fueron todavía insatisfactorios: con una expansión muy inferior al 2,6% del período 1950-80, y todavía por debajo del crecimiento mundial (1,1%) y del mundo desarrollado (Estados Unidos con 1,8 por ciento).

II.2.1. ¿POR QUÉ AMÉRICA LATINA HA CRECIDO TAN POCO?

¿Por qué el resultado ha sido *desilusionante*, como lo califica John Williamson (2003b)? Éste es un punto controversial en la dis-

cusión regional sobre las reformas y políticas económicas. Algunos autores parten por negar que el crecimiento de América Latina haya sido desilusionante (Easterly y otros, 1997; Loayza y otros, 2004). Argumentan que el punto de comparación no fue el adecuado, al pensarse que se podría crecer tanto como los países asiáticos, el máximo desempeño regional del mundo como referencia, en lugar del promedio mundial. Sin embargo, el crecimiento de América Latina no sólo ha estado muy por debajo respecto de los países de Asia, sino que además, como se documentó recién, se ha ubicado bajo el promedio mundial.

Otros adeptos al Consenso de Washington argumentan que las reformas fueron demasiado suaves o que falta impulsar una agenda de reformas de segunda generación (como cambios en el campo educacional y legal). En cuanto a la profundidad de las reformas, es evidente que las principales han sido notablemente intensas: la liberalización de importaciones, la liberalización de los mercados de capitales internos y de la cuenta de capitales, las privatizaciones y el control de la emisión monetaria de Bancos Centrales y ministerios de Hacienda. De hecho, el BID, el Banco Mundial y el FMI estaban entusiasmados hacia 1997 por el crecimiento económico de ese año (véase, por ejemplo, Banco Mundial, 1997).

Con respecto a la segunda generación de reformas, no hay duda de que son muy relevantes. Sin embargo, la educación es una valiosa e imprescindible inversión para el futuro de largo plazo, pero sin efectos significativos sobre la capacidad productiva del presente. Las reformas legales también son muy necesarias, por ejemplo, para una civilizada y creativa solución de controversias, para introducir transparencia en los derechos de propiedad o para la creación expedita de nuevas actividades productivas. Pero hemos mostrado que el bajo crecimiento está fuertemente asociado a las políticas macroeconómicas y a las reformas comerciales y financieras instrumentadas. Hay una necesidad de *reformular las reformas*.

El hecho evidente es que las reformas diseñadas, aplicadas y elogiadas por la ortodoxia han fallado en estimular la inversión productiva y en lograr crecimiento económico. El crecimiento regional de 1990-2004 sólo puede compararse favorablemente con el desempeño de los años ochenta. Dado que el gran cambio de

política entre ambos períodos se asocia a las reformas económicas del Consenso de Washington, el contraste entre los mediados noventa con la década perdida ha servido para defender los efectos positivos de las reformas económicas. Según Loayza y otros (2004) y Easterly y otros (1997), las reformas económicas no habrían sido “desilusionantes” sino significativamente positivas para el crecimiento, elevando la tasa de crecimiento por habitante de la región en cerca de 2 puntos anuales (de ser así, sería una contribución muy significativa), y sostienen que sus efectos se habrían registrado a través de un aumento en la productividad general de la economía.³⁰

La afirmación anterior se basa en dos supuestos. Primero, que el crecimiento de la región no fue mayor como consecuencia de shocks externos. Claramente, la evolución del contexto externo no resulta satisfactoria para explicar los problemas regionales. Si bien la tasa de crecimiento del mundo se ha reducido en las últimas décadas,³¹ América Latina enfrentó condiciones favorables durante los años noventa: disponibilidad de financiamiento externo y un crecimiento significativo del comercio mundial (cuyo *quantum* se expandió 5,5% por año en 1990-2004). Si bien hubo turbulencias originadas en intensos shocks externos, sus efectos sobre las economías de América Latina tuvieron un fuerte com-

³⁰ Si los estudios econométricos encuentran que las reformas económicas y políticas de estabilización elevan la tasa de crecimiento por habitante en 2% por año y la región crece menos de 1% por año, entonces, debe haber otros factores que empujan el crecimiento regional hacia abajo. Easterly (2001) destaca este *puzzle* y ofrece como posibles explicaciones un deterioro del entorno internacional, problemas en las regresiones que incorporan variables no estacionarias para explicar el crecimiento y la posible existencia de fuerzas hacia una divergencia estructural derivada del cambio tecnológico. Ninguna de esas explicaciones recoge los efectos de la manera como se hicieron las reformas en América latina, a nuestro juicio deficiente técnicamente y excesivamente ideologizadas (fundamentalismo de mercado), y un enfoque macroeconómico no amigable con el desarrollo productivo.

³¹ Sería interesante ver cómo se concilia una visión positiva de la actual marcha de la globalización económica con 1) este dato (menor crecimiento mundial) y 2) shocks externos reconocidos como muy negativos, incluso según ese argumento pro Consenso de Washington.

ponente interno recesivo. En contraste, en 1990-97 Chile fue capaz de crecer a tasas comparables a las de los países asiáticos, aprovechando los vientos a favor y reduciendo su vulnerabilidad externa mediante políticas selectivas (véase Ffrench-Davis, 2004, capítulo VIII). En segundo término, se plantea que la acumulación de los factores productivos no es capaz de explicar la evolución del producto en América Latina, la que sí se ve reflejada en los aumentos de la PTF. Esto significa que el aumento de la producción no se debería primeramente a la acumulación de capital físico y humano. Estos autores sostienen que el crecimiento de la PTF estaría vinculado a los efectos positivos de las reformas económicas.³² Como veremos a continuación, esta última afirmación es incorrecta, y se basa en econometría aplicada con una errónea interpretación del funcionamiento de la economía.

II.2.2. CRECIMIENTO EN AMÉRICA LATINA:

¿ACUMULACIÓN DE FACTORES O AUMENTOS EN LA PRODUCTIVIDAD?

Varios estudios consignan que la PTF explica porcentajes que frecuentemente se empinan sobre el 50% del crecimiento económico de América Latina. Sobre esta base, algunos autores han planteado que la evolución de los factores productivos no es capaz de explicar satisfactoriamente las diferencias de los patrones de crecimiento entre países, por lo que habría “algo más” —en-

³² Loayza y otros (2004) sostienen que “los cambios en inversión y ahorro en América latina y el Caribe no ayudan a predecir futuros cambios en el crecimiento [...]. Más aún, los ejercicios de contabilidad del crecimiento a la Solow reflejan que es el crecimiento de la productividad y no la acumulación de capital lo que subyace detrás de los mayores cambios en el crecimiento per cápita en las últimas décadas en América latina y el Caribe. Específicamente, la recuperación del crecimiento del producto, experimentado por el grueso de los países de la región durante los noventa, fue liderada en la mayoría de los casos por grandes aumentos del crecimiento de la productividad total de factores. Este resultado sugiere que la recuperación del crecimiento experimentado por la mayoría de los países durante la década pasada fue liderada preponderantemente por las reformas estructurales y las políticas de estabilización que afectaron positivamente la productividad general de la economía”.

tendido nuevamente como la PTF— que vendría a dar cuenta del desempeño económico.³³

En los años recientes se ha realizado una gran cantidad de estudios empíricos que asocian los movimientos en la PTF no sólo con las reformas económicas, sino con un gran número de determinantes: educación y capital humano, calidad de las instituciones, distribución del ingreso, etc. (véase Barro y Sala-i-Martin, 2004). La mayoría de esos factores son elementos positivos para el crecimiento económico, pero no es fácil contabilizar su efecto ni el canal a través del cual actúan. Luego, debe existir cautela en su interpretación y su utilización para el diseño de políticas públicas. En primer lugar, estos estudios no son recíprocamente compatibles: si todos ellos fueran correctos, las tasas de crecimiento serían significativamente más elevadas. En segundo lugar, la mayoría de ellos no desagrega el efecto de variaciones en la tasa de utilización de la capacidad productiva.

Dada la naturaleza residual del concepto de la PTF,³⁴ cualquier error de medición en el uso de los factores productivos, en su calidad, en la evolución de la actividad agregada o en las participaciones de capital y trabajo introducirán alteraciones en ella. Así, la PTF puede recoger múltiples efectos que vayan más allá del “progreso técnico”, que es la interpretación más difundida por estudios empíricos y libros de texto.³⁵ En ese sentido, la PTF es frecuentemente interpretada como una “medida de nuestra ignorancia” (Griliches y Jorgenson, 1967).

Dado que en la práctica no existen buenas estimaciones del grado de utilización del capital, las estimaciones convencionales de PTF suelen utilizar el stock de capital total, lo cual implica que no se descuenta apropiadamente la subutilización de este factor y

³³ Véanse Easterly y Levine (2002); Loayza y otros (2004).

³⁴ La PTF se define descontando de la tasa de crecimiento del producto el efecto de las variaciones de los factores productivos. Luego, la tasa de cambio de la PTF estará dado por $\frac{d(ptf)}{ptf}$, donde y , k y l representan logaritmos de la ptf, el producto, el capital y el empleo laboral, respectivamente, y α es la participación del capital en el PIB.

$$\frac{d(ptf)}{ptf} = \frac{dy}{y} - \alpha \cdot \frac{dk}{k} - (1 - \alpha) \cdot \frac{dl}{l}$$

³⁵ Véase, por ejemplo, Barro y Sala-i-Martin (2004). El artículo clásico de Solow (1957) se refiere a los movimientos en la PTF como “cambio técnico”.

se introduce un sesgo hacia la sobreestimación de la incidencia de la PTF. Evidentemente, el tamaño del sesgo dependerá del grado de subutilización del capital. Dado que las economías de los países en desarrollo son significativamente más volátiles que las de los países desarrollados (rasgo que se ha fortalecido en el último cuarto de siglo con una inestabilidad real significativamente mayor que en las tres décadas precedentes),³⁶ la relación del PIB efectivo con su nivel potencial ha sido asimismo más oscilante y, por lo tanto, el sesgo por subutilización en las mediciones de PTF ha tendido a ser mayor.

El cuadro II.3 muestra regresiones simples del cambio en la PTF en respuesta a variaciones de la brecha entre producto efectivo y producto potencial para nueve países de América Latina. Este ejercicio muestra que en todos los países analizados, la evolución de la PTF puede ser explicada en porcentajes que van de 57 a 88% por cambios en la tasa de utilización del capital. En tal sentido, si se buscan determinantes de la PTF y no se corrige por la subutilización, se terminarán captando, predominantemente, variaciones en la brecha entre el producto potencial y el producto efectivo y no cambios permanentes en la función de producción o "progreso técnico". Entonces, se confunden cambios en el entorno macroeconómico con cambios estructurales en la productividad. Esto conduce a una recomendación de política notablemente errada: "no es necesario preocuparse por comprender los motivos de una formación de capital mediocre pues ésta no es una variable muy relevante para el crecimiento". Más aún, si un cambio transitorio en la PTF es entendido como un aumento estructural en la tasa de crecimiento del PIB, los agentes económicos pueden asumir un incremento en su ingreso permanente y realizar *ajustes intertemporales desestabilizadores* en la asignación de recursos (véase capítulo I).

³⁶ Véanse Ffrench-Davis y Tapia (2004) y Hnatkovska y Loayza (2003).

Cuadro II.3
Regresiones de Productividad Total de Factores y cambio en la brecha de producto, 1950-2002

Variable dependiente: variación de la PTF	D(brecha)	t-Stat	R2-Ajustado
Argentina	-1.003	-19.03	0.8784
Bolivia	-1.086	-8.300	0.5758
Brasil	-1.058	-14.55	0.8084
Chile	-0.846	-14.15	0.7993
Colombia	-0.950	-10.98	0.7012
Costa Rica	-1.078	-12.56	0.7656
México	-0.742	-10.44	0.6837
Perú	-1.081	-13.71	0.7892
Venezuela	-0.881	-11.13	0.7110

Fuente: Cálculos del autor basados en estimaciones de PTF y brechas de producto (medidas como la diferencia entre el PIB efectivo y el potencial, como porcentaje de este último) de Hofman (2000) y Hofman y Tapia (2004). Constante no reportada.

En suma, si bien la PTF es un concepto valioso para contabilizar el cambio técnico, su uso tiende a ser impreciso en un contexto de cambios en el grado de utilización de los factores productivos (particularmente del capital físico), como ha ocurrido intensamente en América Latina durante las últimas décadas. Consecuentemente, es inadecuado extraer lecciones de políticas basadas en esta clase de estudios sesgados. En realidad, los trabajos que no controlan por cambios en la tasa de utilización están gravemente sesgados y errados en sus reiteradas conclusiones. Conducen a costosos errores para el crecimiento y la equidad.

En efecto, una vez que se corrige por una *proxy* de la tasa de uso, el *stock* de capital resurgió como el principal factor productivo en la mayoría de las economías. En particular, en economías no desarrolladas, el capital es el factor limitante para el crecimiento en razón de su escasez relativa y, por ende, es la variable dominante en la definición de la frontera productiva. Esto no significa que los cam-

bios en productividad –así como en el empleo y su calidad– no sean elementos también importantes. Pues, de hecho, lo son. La convergencia con las economías desarrolladas requiere la contribución de todos los factores de la función de producción agregada, si bien en diversas proporciones según el estadio de desarrollo.

Pero lo más relevante es la complementariedad entre los distintos factores en un amplio espectro de situaciones. Sin duda, las ganancias en productividad lideradas por el cambio técnico son un componente destacado del desarrollo económico. No obstante, la tecnología normalmente requiere estar incorporada en los factores productivos (capital físico y humano) para poder insertarse en la función de producción. Incluso la tecnología intangible, asociada a la organización y a la generación de instituciones, suele requerir de inversión en equipos e infraestructura y depender de una fuerza de trabajo de mejor calidad. La acumulación de factores es esencial incluso en la *nueva economía*.

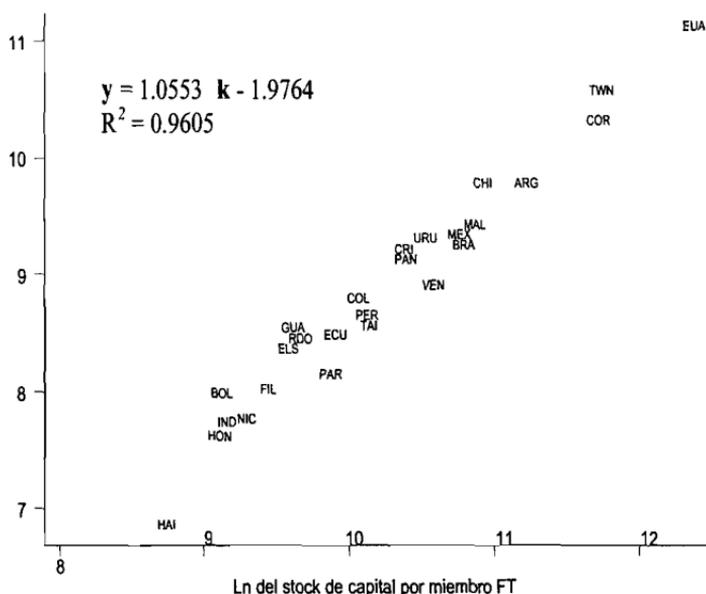
El gráfico II.1 muestra la relación entre el *stock* de capital y el nivel del PIB (ambas variables medidas por miembro de la fuerza de trabajo), para 26 economías que incluyen 19 PAL, seis países de Asia oriental y Estados Unidos. Se eligió el año 2004 pues se trata de un punto de relativo auge en el mundo y, por tanto, de mayor cercanía relativa entre el producto efectivo y el potencial. La relación positiva es muy clara, lo que refuerza la idea de que el *stock* de capital es la variable determinante detrás del nivel de PIB por habitante.

El gráfico II.2 utiliza la misma muestra de países para analizar si el crecimiento del producto está asociado al crecimiento del *stock* de capital. Para ello se consideró la variación promedio anual del producto y del *stock* de capital (ambas variables medidas por miembro de la fuerza de trabajo) entre otro año de utilización relativamente alta de los factores productivos, 1980, y el año 2004.³⁷ Nuevamente, se obtiene que el aumento del stock de capital explica gran parte del crecimiento del producto. Las excepciones

³⁷ Esto implica asumir que todos los países presentaban tasas de utilización similarmente altas en 1980 y 2004. Ése no fue el caso de aquellos países que sufrieron recesiones de diversas intensidades en uno de esos dos años: Bolivia, Corea, El Salvador, Estados Unidos y Venezuela en 1980, y Haití en 2004.

Gráfico II.1 Stock de capital y producto, 2004

(logaritmo del stock de capital y del producto por miembro de la fuerza de trabajo)



Fuente: Cálculos del autor.

El stock de capital para 2004 se calculó mediante el método de inventario perpetuo, asumiendo que la vida útil promedio del stock de capital es de 30 años. Tanto el stock de capital como el PIB se miden en dólares de 1995.

más notorias son Haití, un país convulsionado por los conflictos internos que conspiran contra la utilización de su potencial productivo, y Paraguay, donde las series de *stock* de capital están sesgadas por la construcción de grandes represas, cuyo efecto productivo se concreta diferido en el tiempo. Si se excluyen estas dos observaciones, el poder explicativo de la regresión se eleva de 70 a 90%. Asimismo, es claro que el grueso de las diferencias en crecimiento entre América Latina y los países más dinámicos de Asia oriental se explica por el dinamismo del *stock* de capital. Evidentemente, hay otras variables que son relevantes, tales como el aumento en la participación laboral (población ocupada como porcentaje de la fuerza de trabajo o de la población en edad de trabajar), el capital humano, el capital social y la tecnología. Pero los cambios en el stock de capital físico han sido más intensos y, es

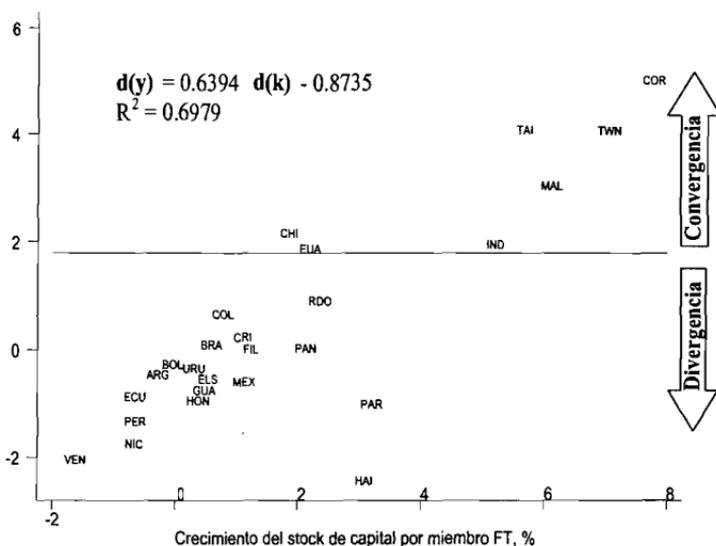
importante reiterarlo, han arrastrado consigo una mayor incorporación de trabajo y tecnología. En este sentido, los antecedentes empíricos respaldan el argumento de que la formación de capital ha sido la variable líder en el proceso de crecimiento del PIB potencial de las economías que han logrado *converger*.

En el gráfico II.2 puede visualizarse otra vez la desilusionante divergencia en vez de convergencia internacional de los PAL. Estados Unidos y los cinco países de Asia oriental incluidos en el gráfico crecieron más rápido en este cuarto de siglo que casi todos los PAL. La excepción es Chile, que en ese lapso logró un crecimiento del PIB por miembro de la fuerza de trabajo levemente superior al promedio de los Estados Unidos (representado por la horizontal del gráfico II.2). Cabe reiterar que el desempeño de Chile fue muy disímil entre la primera y la segunda mitad de este cuarto de siglo: exhibió fuerte divergencia en los ochenta y convergencia significativa en los noventa.

Gráfico II.2

Crecimiento del Stock de capital y del producto, 1981-2004

(tasas de crecimiento por miembro de la fuerza de trabajo, promedios anuales)



Fuente: Cálculos del autor.

El stock de capital para 1980 y 2004 se calculó mediante el método de inventario perpetuo, asumiendo que la vida útil promedio del stock de capital es de 30 años. Tanto el stock de capital como el PIB se miden en dólares de 1995.

II.2.3. REFORMAS ECONÓMICAS Y CRECIMIENTO

Es relevante identificar el canal a través del cual actúan los efectos de una determinada política o proceso de reformas. Si bien la PTF y la formación de capital pueden estimularse recíprocamente, hay diferencias importantes en la magnitud de sus fluctuaciones y en sus interpretaciones. En general, los cálculos sesgados de la PTF recogerán las variaciones transitorias en la tasa de utilización del PIB potencial, mientras la evolución del stock de capital se ligará a los movimientos más permanentes de la economía, esto es, a su producto potencial.

Los equilibrios macroeconómicos de corto plazo afectan el desempeño de largo plazo (Ffrench-Davis y Tapia, 2004); es el nexo entre la política macroeconómica y el crecimiento económico. En efecto, una política que aumenta la tasa de utilización de los recursos contribuirá al crecimiento de largo plazo si sus efectos son permanentes. Pero si, por el contrario, la mayor actividad se consigue a expensas de un desequilibrio en otra variable (como el sector externo), entonces el efecto positivo se diluirá tan pronto un nuevo ajuste (como una crisis de balanza de pagos y la probable necesidad de corregir la asignación de recursos entre transables y no transables) vuelva a abrir la brecha entre producto efectivo y potencial, desalentando la inversión y la innovación. Este resultado fue común bajo políticas intervencionistas pero se intensificó bajo el modelo neoliberal. Es necesario superar ambos extremos.

Las reformas de los noventa en los PAL (liberalización comercial y financiera, grandes planes de privatización, reforma fiscal), en un contexto de acceso renovado a los mercados internacionales de capital, pueden haber contribuido a la recuperación del PIB efectivo, pero ello fue acompañado de un aumento notablemente reducido y transitorio de la entonces deprimida formación de capital. Así, las reformas económicas habrían ayudado a utilizar la capacidad ociosa existente luego de la crisis de la deuda de los ochenta, lo cual es reflejado erróneamente en las estimaciones sesgadas de PTF, que de hecho están captando predominantemente cambios en la tasa de uso de los factores productivos (véase cuadro II.3). Es evidente que, en general, no se requiere de reformas económicas es-

tructurales para usar esa capacidad ya existente, sino transitar hacia una macroeconomía para el desarrollo. En cambio, sí se requieren reformas estructurales de las reformas para aumentar la capacidad productiva, incluyendo lo microeconómico y lo mesoeconómico, y por supuesto adoptar el nuevo enfoque macroeconómico.

Las economías de la región estaban dominadas por brechas recesivas en los ochenta, en 1995 y en 2003, por lo que era viable una recuperación intensa del PIB en la medida que la restricción externa se relajara. Ello ocurrió predominantemente por causas exógenas en 1990-94, en 1996-97 y en 2004 (véanse capítulo VI y Calvo, Leiderman y Reinhart, 1993). Por otro lado, hacia los años 2002-03, la tasa de subutilización se acercó a los niveles promedio de los años ochenta (véase gráfico II.3, más adelante), lo que indica que las “ganancias” transitorias por mayor utilización tuvieron un componente significativo. Son las deficiencias de las políticas macroeconómicas documentadas en la sección 3 del capítulo I. Recién en 2004 se registró una intensa reactivación del PIB, similar en fuerza a las de 1994 y 1997 (los tres situados entre 5 y 6%). Como se mostró, ese salto en el producto ha sido interpretado, con modelos econométricos “ingenuos”, como un repentino crecimiento de la productividad (PTF) de los PAL. Una econometría “aterrizada” revela que se trata sólo de un aumento en la tasa de uso del PIB potencial, es decir, una reducción en la brecha de producto. Esa ganancia en eficiencia –por el mejoramiento en la utilización de los recursos– implica la existencia de una ineficiencia previa. Ésa es una falla de la macroeconomía neoliberal. La reciente recuperación descansó otra vez en shocks externos positivos, en esta ocasión del volumen de exportaciones y de los términos del intercambio.

Con todo, el grueso del efecto de las reformas económicas en el crecimiento de largo plazo debe buscarse en el comportamiento del crecimiento potencial. De acuerdo con Hofman y Tapia (2004), el crecimiento potencial por habitante habría aumentado sólo medio punto porcentual entre los ochenta y los noventa, siendo 2 puntos inferior al del período 1950-80. En la sección siguiente se analizarán algunos de los factores detrás de esa débil expansión de la capacidad productiva de la región. Existe una necesidad imperativa de *reformular las reformas*, incluyendo un avance hacia una

macroeconomía real balanceada, para hacer de esta recuperación en 2004-05 un preludio de un desarrollo sostenido.

II.3. Equilibrios macroeconómicos reales e inversión productiva

El entorno macroeconómico interno y externo en que se aplican las políticas específicas de desarrollo productivo tiene una influencia decisiva sobre 1) el volumen de inversión, los niveles de ahorro, 2) la tasa de ocupación de los recursos, y 3) la mentalidad y aptitudes que se promuevan en el interior del país. Dos enfoques: automático o unianclaje. Al final, si se prioriza demasiado un instrumento, en forma aislada o a expensas del resto, puede terminarse reasignando un *stock* de recursos dado que no crece y, probablemente, aceptando elevadas tasas de subutilización promedio de este *stock* y desincentivando la formación de capital. Entonces, políticas que parecen muy eficientes en un sentido microeconómico (por ejemplo, en las empresas que sobreviven a cierto proceso de ajuste recesivo), resultan ineficientes en un sentido macroeconómico o global (que considera la productividad efectiva del *total* de recursos disponibles y la evolución de ese total).

II.3.1. ENTORNO MACROECONÓMICO Y TASA DE INVERSIÓN

Una relativa mayor estabilidad macroeconómica real tiende a proveer 1) un incentivo para la formación de capital; 2) un ambiente más propicio para mejoras de productividad que para operaciones especulativas; 3) mayor énfasis en aumentos de capacidad en vez de expansión de grupos económicos vía compras y fusiones; y 4) una productividad efectiva más elevada gracias a una tasa mayor de utilización de la capacidad existente de capital físico y mano de obra (CEPAL, 2001). Por consiguiente, esto contribuye a crear un círculo virtuoso, que estimule la formación de capital y los aumentos de productividad. Si, en cambio, la alta inestabilidad real provoca una disminución en la tasa de uso de los factores productivos, se genera

una serie de efectos negativos (menor productividad efectiva, menor rentabilidad del capital, menor ahorro y peores expectativas sobre el futuro) que le restan dinamismo a la inversión. Del mismo modo, los esfuerzos por innovar (que muchas veces necesitan de prolongados períodos de maduración) dependen muy sensiblemente de que exista “tranquilidad” macroeconómica real.

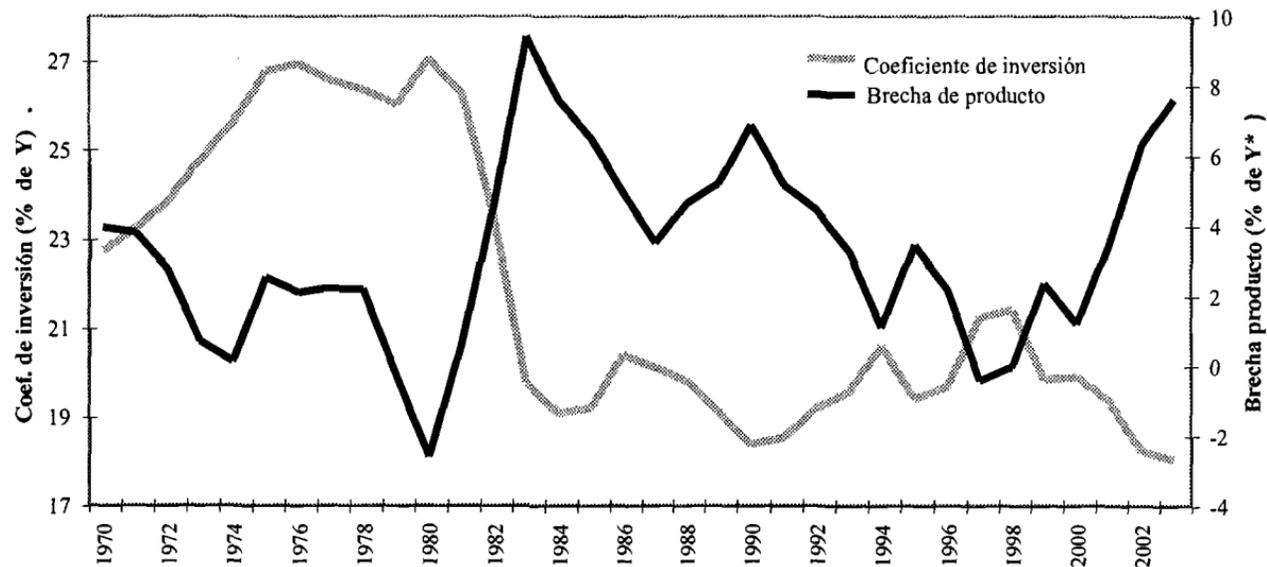
El gráfico II.3 muestra la relación entre la tasa de subutilización de la capacidad productiva (brecha entre el producto efectivo y el potencial) y la tasa de inversión para América Latina en las tres últimas décadas. La interpretación de que la evolución de la inversión ha respondido en medida significativa a lo que ocurre con la tasa de uso de los recursos ya existentes aparece robusta. Éste es un rasgo dominante de las economías latinoamericanas, dada la notoria inestabilidad macroeconómica real que la ha caracterizado en estas décadas. La inestabilidad macroeconómica real 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.

Como se analizó en el capítulo I, equilibrios macroeconómicos reales sostenibles pueden ser alcanzados mediante la utilización simultánea de un conjunto de variables macroeconómicas que se regulan en forma coordinada. Los balances incluyen una demanda efectiva cercana al PIB potencial y tasas de interés y tipos de cambio que reflejan tendencias de mediano plazo en sus respectivos mercados.

II.3.2. REFORMAS ESTRUCTURALES, MACROPRECIOS Y FORMACIÓN DE CAPITAL

América Latina necesita incrementar su coeficiente de inversión unos 4 a 6 puntos del PIB para crecer 5 o 6% sostenidamente (CEPAL, 2001, capítulo 4). Por lo tanto, el aumento de la formación de capital debe tener un lugar destacado entre los objetivos de las políticas económicas. En las secciones anteriores se analizó que luego de la instrumentación de las reformas liberalizadoras en América Latina, el crecimiento ha sido desilusionante y las tasas de inver-

Gráfico II.3
América Latina (9): brecha de producto y coeficiente de inversión, 1970-2003
(prices of 1995)



Fuente: CEPAL, y Hofman y Tapia (2004).

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 (Y). La brecha de producto mide la diferencia entre el PIB efectivo y el potencial (Y*), como porcentaje de este último.

sión han llegado a niveles mínimos históricos. Incluso en los tres años *peak* de mayor auge en la historia reciente (1994, 1997 y 2004), la inversión productiva fue notablemente baja comparada con Asia oriental y Chile en 1992-98. Es interesante recordar que en los años setenta y ochenta, la tasa de inversión en Chile fue tan baja como la de América Latina en los noventa. Ambos casos comparten la aplicación de un enfoque neoliberal, que tiende a ser muy no amigable con la formación de capital y el desarrollo productivo.

De hecho, paradójicamente, las reformas económicas destinadas a abrir mayor espacio al mercado (es decir, supuestamente “amigables con el mercado”) han actuado, por el contrario, restringiendo las oportunidades para el desarrollo económico de largo plazo del sector privado.

Dada la reducción de la inversión pública en el continente (Easterly y Servén, 2003), actualmente los determinantes de la inversión productiva se relacionan más intensamente con las expectativas del mercado respecto de la rentabilidad de proyectos de inversión privada. En particular, no sólo la demanda agregada ha tenido un comportamiento desalentador para la formación bruta de capital, sino que también los precios macroeconómicos clave –tipos de cambio y tasas de interés– han exhibido niveles inconsistentes con un desarrollo productivo sostenido y dinámico. Adicionalmente, las políticas meso y micro de desarrollo productivo fueron débiles (véase Williamson, 2003b) o, sencillamente, inexistentes. En suma, las reformas no han sido “amigables con el mercado”.

En el capítulo VI se muestra que la inestabilidad de flujos de capital ha sido determinante de las fluctuaciones de la demanda agregada y de los macroprecios. Aquí examinamos brevemente cómo las reformas han fortalecido el papel asignador de los macroprecios al mismo tiempo que los han volatilizado.

II.3.2.1. APERTURA DE LA CUENTA DE CAPITALES Y EL TIPO DE CAMBIO

El tipo de cambio tiene un impacto decisivo sobre la asignación de recursos entre productos transables y no transables. Este papel ha sido fortalecido por la fuerte reducción del proteccionis-

mo en los PAL. Por otra parte, en el marco de cuentas de capitales abiertas, los agentes del segmento de capitales de corto plazo ejercen una influencia muy determinante sobre el tipo de cambio (véase capítulo VI). Debido a su naturaleza, las divisas se prestan más que otros artículos para operaciones especulativas y “burbujas”, pues sirven no sólo como un medio de intercambio y atesoramiento, sino también como instrumento de fuga de capitales (véanse Lessard y Williamson, 1987; Dornbusch, 1991). El desempeño del mercado cambiario (el acceso a divisas y el ajuste cambiario) ejerce efectos importantes de carácter macroeconómico, a diferencia de muchos otros bienes o activos con implicaciones solamente micro. Por consiguiente, se justifica que la política cambiaria y de acceso al intercambio de divisas asuma rasgos diferentes.

El conjunto de condiciones que refleja la realidad de la mayoría de los países en desarrollo en los últimos años (inflación variable e inercial, términos del intercambio fluctuantes, estructura productiva poco flexible y la necesidad de transformarla, cambios abruptos en la oferta de fondos externos y en los términos del financiamiento), hace inconvenientes las dos fórmulas tradicionales de tipos de cambio libre y fijo nominal.³⁸ La alternativa para enfrentar las ineficiencias originadas por esas dos opciones extremas consiste en lo que se denomina regímenes intermedios, con tipo de cambio y cuenta de capitales regulados por el Banco Central.

La inestabilidad cambiaria tiende a reducir la capacidad de identificar ventajas comparativas, tendencia que debilita la formación de capital. Suele afectar negativamente con mayor intensidad a las exportaciones nuevas, a las realizadas por empresas cuyos mercados son menos diversificados y a las que enfrentan acceso más limitado a los mercados de capitales. En consecuencia, la ines-

³⁸ La visión modal ha cambiado significativamente con cierta frecuencia. El tipo de cambio libre fue propugnado por el monetarismo de economía cerrada. El monetarismo de economía abierta (enfoque monetario de la balanza de pagos) propugnaba un tipo de cambio fijo, tal como se aplicó, entre 1979 y 1982, en el experimento monetarista impuesto en Chile, y en la Argentina en 1991-2001. La moda actual, que emerge luego de la crisis argentina, es de tasa totalmente libre, aunque mantiene una ambigua aceptación de intervenciones en situaciones “excepcionales”.

tabilidad de la política cambiaria, si bien afecta a todas las exportaciones, tiene un sesgo negativo mayor contra los productos no tradicionales (Díaz-Alejandro, 1981; Caballero y Corbo, 1990; CEPAL, 1998, capítulo IV). El sesgo también alcanza a las empresas de propiedad nacional en comparación con las mucho más diversificadas corporaciones transnacionales.

La existencia de inestabilidad, dados mercados de capital imperfectos y fluctuaciones cíclicas de la oferta de financiamiento externo, también involucra cierta relación entre la política cambiaria y el nivel promedio de la demanda efectiva. La inestabilidad tiende a reducir la tasa promedio de uso de los recursos y a sesgar al mercado hacia el corto plazo y el rentismo. Ésta es una razón poderosa para evitar un tipo de cambio que se acomode mucho a las fluctuaciones de corto plazo de los precios externos y de los movimientos de capital. Una política cambiaria que evita fluctuaciones extremas del tipo de cambio, permite mantener un nivel más elevado de la demanda efectiva y de actividad económica.³⁹ Por lo tanto, tiende a posibilitar una mayor tasa de uso de la capacidad instalada y a estimular la inversión.

En la combinación de efectos que se producen, tiende a predominar un efecto ingreso positivo (por la mayor tasa de uso y su estímulo a la formación de capital) sobre el efecto del mayor precio relativo de los bienes de capital importados en los períodos de bonanza, lo que favorece una mayor capacidad de absorción y crecimiento. Un tipo de cambio en un nivel "sostenible" a mediano plazo permite también disminuir el gasto de energía gubernamental en la administración de situaciones críticas de balanza de pagos.

En síntesis, resulta conveniente que el tipo de cambio se guíe por la tendencia mostrada por las proyecciones de balanza de pagos (de pleno empleo), que busque atenuar la transmisión de las fluctuaciones de corto plazo de los términos del intercambio o de los movimientos de capitales. La regulación del acceso al mercado cam-

³⁹ Tiende a provocar un impacto inflacionario mayor, lo que puede compensarse con políticas que favorezcan la concertación social respecto del nivel de precios e ingresos. En ausencia de ésta, la política económica se ve obligada a descansar en exceso sobre la restricción de la demanda agregada.

biario y de la cuenta de capitales resulta crucial para atenuar los movimientos desestabilizadores de capitales (véanse capítulos I y VI).

II.3.2.2. Reformas financieras y las tasas de interés

La tasa de interés es otra variable con significación tanto asignadora como macroeconómica. La propuesta más ingenua de la ortodoxia es que sea completamente libre. En “países pequeños”, según ese enfoque, la liberalización de las tasas implicaría su nivelación con la tasa internacional (ajustada por el riesgo soberano). En la realidad, la paridad no se produce ni siquiera entre los países más desarrollados (como por ejemplo, entre Estados Unidos y la Unión Europea) luego de corregir por las expectativas de variaciones cambiarias. Hay diversas alternativas para reformar la política de tasas de interés. La liberalización puede ser completa, como en el caso de convertibilidad cambiaria total en la Argentina en 1991 y en Chile en 1979. Pero también la política puede incluir la regulación indirecta mediante operaciones del Banco Central con papeles de corto plazo, evitando afectar abiertamente la curva de rendimiento o tratando de afectarla mediante los plazos de los papeles que oferta al mercado.

Las experiencias de liberación han demostrado que las tasas externa e interna no se igualan rápidamente; en las EE, las tasas liberalizadas internas con frecuencia resultan inestables y muy superiores a las internacionales, y con márgenes de intermediación interna (comisiones) marcadamente mayores durante largos períodos (CEPAL, 1998, capítulo IX; Ffrench-Davis, 2004, capítulo IV).

Las propuestas de liberalización financiera fueron estimuladas por la insatisfactoria experiencia previa con políticas crecientemente intervencionistas y tasas de interés fuertemente subsidiadas. Esta última situación se dio, en especial, en países con inflación alta y tasas de interés nominales bajas. En respuesta a ello, algunos países como Brasil y Colombia, que lograron incrementar la inversión en los años setenta, realizaron reformas financieras con características heterodoxas: regularon los movimientos de capitales y los préstamos internos orientándolos hacia la inversión productiva, los bancos centrales establecieron tasas reales de

interés activas positivas, pero moderadas, y crearon canales de financiamiento de largo plazo; Chile había tomado un camino similar durante los sesenta.

Durante los años ochenta y noventa hubo un resurgimiento de las reformas financieras, tanto aquellas relativas al mercado interno de capitales como al flujo de capitales. La tendencia predominante siguió la ortodoxia más ingenua, repitiendo en buena medida la experiencia, muy ineficiente, del Cono Sur de los años setenta. La reforma consistió en la amplia liberalización abrupta de tasas de interés, de plazos de las operaciones y de asignación del crédito, y en la relajación de las regulaciones y la supervisión prudencial sobre las instituciones financieras. Predominó un amplio desconocimiento sobre el alto riesgo de generación de burbujas especulativas, selección adversa y riesgo moral, tal como en Chile en los setenta.

Es interesante notar cómo la "ortodoxia financierista" le asignó un papel estratégico a la liberalización del sector, sin considerar en el diseño de las reformas las peculiaridades del "producto" en cuestión, que puede llevar a un comportamiento de este mercado muy diferente al de mercados de bienes (véanse capítulo V y Díaz-Alejandro, 1985; Stiglitz, 1994). El resultado global fue un aumento significativo del ahorro financiero en el segmento de corto plazo del mercado de capitales, un segmento de largo plazo debilitado, sin una contraparte de incremento del ahorro nacional. Por largos períodos, los mercados exhibieron tasas de interés altamente fluctuantes, márgenes de intermediación interna más elevados y supervisión prudencial débil. Como consecuencia, los noventa fueron escenario de numerosas crisis bancarias en los PAL, replicando las de Chile en 1983 (CEPAL, 1998, capítulo XII).

El sistema financiero sin duda debe desempeñar un papel fundamental como captador y distribuidor del ahorro. La cuestión central es cómo se logra ese objetivo de manera que contribuya al desarrollo productivo y a la estabilidad macroeconómica, en vez de producir el efecto contrario. La liberalización financiera indiscriminada resultó ineficiente en el logro de ambos objetivos, en particular durante el proceso de ajuste (Díaz-Alejandro, 1985; Held, 1994; Zahler, 1998). Es preciso cautelar que el funcionamiento del sistema financiero no genere una desviación del

ahorro hacia el consumo, la especulación y la concentración patrimonial, en lugar de dirigirse hacia la inversión productiva. El resultado está estrechamente ligado a la naturaleza y secuencia de las reformas financieras.

La reorganización del sistema financiero debe apuntar a canalizar recursos hacia el ahorro y la inversión, en conexión directa con el aparato productivo. Con las reformas de los sistemas previsionales hacia fondos de capitalización privados, se han generado fuentes de largo plazo con volúmenes crecientes y muy significativos. El enfoque neoliberal ha presionado por una liberalización del manejo de esos fondos y su libre movimiento con el exterior. La significación de estos fondos les otorga un papel crucial en una reforma de las reformas que las constituya en 1) factor de estabilidad macroeconómica real (véase Zahler, 2005) y 2) en actor central de reestructuración gradual del mercado de capitales para la formación de capital y el desarrollo productivo.

Un nuevo enfoque debe priorizar la vinculación del sistema financiero al proceso de inversión interna y a la economía interna más que a los mercados financieros externos; contribuir a una mayor estabilidad económica (lo que implica evitar tipos de cambio desalineados y regular las tasas de interés, de manera que no haya oscilaciones demasiado abruptas, ni tasas reales de interés negativas o exorbitantemente elevadas) y desconcentrar el poder económico.

Estos objetivos requieren un mercado de capitales más *completo*, en contraste con el resultado de las reformas neoliberales, sesgado hacia el cortoplacismo. Se necesita una institucionalidad que comprenda un vigoroso segmento de largo plazo del mercado financiero, para la financiación de la inversión productiva. Se necesita, también, un mayor acceso para las firmas pequeñas y medianas y para los sectores de bajos y medianos ingresos que típicamente sufren la segmentación social del mercado de capitales. Requieren de este mercado para enfrentar emergencias, para la inversión en educación y capacitación y para el desarrollo de actividades productivas y su modernización. Se requiere, por lo tanto, la creación de entidades especializadas de crédito y de mecanismos de garantía para realizar lo que el mercado suele ser incapaz de hacer espontáneamente. La prioridad en este terreno

debe consistir en favorecer el acceso al financiamiento de largo plazo a tasas de interés “normales”, así como a los restantes recursos que no poseen los sectores de bajos y medianos ingresos: tecnología, ciertos insumos y servicios conexos, canales de comercialización e infraestructura.

II.3.2.3. Efectos macroeconómicos de la política comercial

Aquí deseamos destacar tres efectos macroeconómicos que ejerce la política comercial. El proteccionismo excesivo restringe la inversión y su productividad al encerrar la producción dentro de las fronteras nacionales. Ésa fue la tónica crecientemente predominante en América Latina desde la crisis de los años treinta. En el otro extremo, la liberalización indiscriminada de las importaciones, en el marco tradicionalmente imperante en América Latina, cambia los precios relativos del mercado y las disponibilidades de bienes y variedades de éstos en favor del consumo. Junto con las nuevas facilidades crediticias para el consumo en un mercado financiero liberalizado, incentivos del mercado involucran el desplazamiento de los fondos desde el ahorro hacia el consumo de importaciones. Es ilustrativo que en su apertura a la economía internacional, países como China, Corea, India y Taiwán no hayan liberalizado indiscriminadamente las importaciones de bienes de consumo (Rodrik, 2001b; Sachs, 1987; Stiglitz, 2002; Westphal, 1992).

Por ello, es recomendable utilizar una gradualidad y secuencia de políticas que involucren estímulos positivos netos; por ejemplo, procesos de apertura que primero priorizan un mayor incentivo a la demanda de recursos a través de la promoción de exportaciones, en vez de los abruptos impulsos negativos a la des sustitución de importaciones, respaldado por un sistema financiero dirigido al desarrollo productivo. Se trata, en fin, de promover en forma armónica la producción de exportables y sustitutos de importaciones eficientes y un proceso dinámico de inversiones (Ffrench-Davis, 1979, capítulo VIII). La fuerza relativa de los estímulos positivos y negativos determina si el ajuste se realiza por debajo o en la frontera productiva o curva de transformación, y cuánto demora esta frontera en tomar un curso ascendente (véase capítulo III).

Segundo, la liberalización indiscriminada de las importaciones, en rubros en los que la diferenciación del producto es importante, contribuye a segmentar la demanda interna en diversas variedades y a dificultar la operación de los productores locales. Ello es importante en rubros como los bienes de consumo durables y sus partes y piezas, en los que haya economías de escala y especialización. Por lo tanto, la política comercial debe conciliar la competencia externa con el aprovechamiento local de estas economías de escala y especialización. Una transición con predominio de la promoción de exportaciones, con liberalización gradual de importaciones, con equilibrios macroeconómicos integrales y con políticas mesoeconómicas efectivas, contribuye a una histéresis positiva, como se comprueba en el caso de varias economías de Asia oriental.

Finalmente, en un mundo de "información limitada" (Arrow, 1974), un atributo que poseen los aranceles selectivos y los incentivos a las exportaciones es que contribuyen a hacer más visible en el mercado la presencia de rubros en los cuales hay oportunidades de inversión. Y éste es un factor movilizador del ahorro y la formación de capital. En otros términos, un uso eficiente (que obviamente implica moderación) del perfil arancelario y de incentivos a las exportaciones permite no sólo reasignar los recursos existentes, sino que también puede contribuir a expandir la frontera productiva. La fuerte tendencia registrada desde los noventa hacia el comercio libre en los países en desarrollo, tiende a impedir el papel que la política arancelaria (y sus sucedáneos) ha jugado en los países emergentes exitosos. Esa tendencia fue reforzada por los rasgos de la Ronda de Uruguay y varios otros acuerdos de libre comercio. Ello entrega una responsabilidad mayor a las políticas de desarrollo productivo que actúan sobre los mercados internos de factores y sobre la canalización de los flujos de capitales hacia la inversión productiva.

América Latina necesita vincularse activamente, de manera selectiva, con la economía mundial. Naturalmente, el tipo de cambio juega un papel central en una economía en proceso de apertura externa. Requiere un esfuerzo sistemático de expansión de sus exportaciones que logre penetrar los mercados externos con precios remunerativos. En ese marco, la tarea de adquisición de competitividad sistémica resulta crucial para promover el desarro-

llo productivo nacional, creando nuevas oportunidades de inversión, para los mercados internos y externos, e intensificando la innovación productiva.

II.4. Conclusiones principales

Es un hecho, en la mayoría de los PAL, que el crecimiento del PIB ha sido, en general, mediocre, luego de una década y media de intensas reformas bajo la influencia del Consenso de Washington. Una variable determinante de estos resultados tan insatisfactorios es el pobre desempeño de la tasa de inversión. Se recuperó en los noventa, hasta 1998, pero sólo levemente, desde niveles muy deprimidos en los ochenta. Luego de la crisis asiática, ese coeficiente declinó a niveles mínimos históricos.

La evidencia indica que no es viable alcanzar un crecimiento económico alto y sostenido con una tasa de inversión baja. Las frecuentes afirmaciones en la literatura convencional de que es la PTF el elemento determinante del crecimiento, por sobre la inversión, se basan en mediciones sesgadas que recogen preponderantemente las fluctuaciones en la tasa de uso de la capacidad existente. Si se logra un mayor uso de la capacidad productiva ociosa, se puede crecer sin invertir, pero sólo mientras no se agote la brecha recesiva.

Los incrementos permanentes en la productividad pueden ser un factor de crecimiento muy significativo, pero toman tiempo y, normalmente, están asociados con un fuerte impulso en la formación de capital. Por consiguiente, la mayor inversión en capital físico y humano es una condición ineludible para el crecimiento.

Los promotores de las reformas neoliberales pueden argumentar que la disparidad entre objetivos y logros obedece a que los efectos de las reformas por lo menos son lentos en cuanto se refiere a la recuperación de la formación bruta de capital y del crecimiento. ¿Por qué? Una respuesta es que los resultados de las reformas toman tiempo en manifestarse. Una réplica natural es que no puede olvidarse que el tiempo tiene un alto valor en economía. El valor presente de la serie de efectos de cualquier política económica es el relevante, y no sólo su flujo al final del proceso de ajuste.

Una lectura alternativa es que las reformas han sido muy simplistas, en un contexto de mercados segmentados e incompletos. Nuestra lectura es que estas dos interpretaciones son correctas, y que la simpleza contribuyó a rezagos mayores de los efectos positivos. Un ejemplo decidor fue el largo proceso de ajuste en Chile, con bajas tasas de inversión promedio entre 1974 y 1989, con un crecimiento anual del PIB inferior al 3%. Pero debe notarse que Chile reformó sus reformas a comienzos de los noventa, lo que estuvo detrás del incremento notorio de la tasa de inversión en esa década (véase Ffrench-Davis, 2004, capítulos I y VIII).

La débil recuperación de la formación bruta de capital en la mayoría de los PAL obedece al entorno macroeconómico poco amigable y a la oferta incompleta de los diversos factores de producción. Primero, respecto del ambiente macroeconómico, la variable más influyente ha sido la distancia que ha persistido la mayor parte del período entre el PIB efectivo y la frontera productiva, o la expectativa de que si se ha logrado reducir esa brecha recesiva, la mayor cercanía del presente al equilibrio real no es percibida por el mercado como sostenible. Esto es función de la calidad de la política macroeconómica. Las políticas de *stop-and-go* implican un efecto negativo significativo sobre las tasas de inversión.

En segundo lugar, el pobre desempeño de la formación de capital obedece a precios macroeconómicos “incorrectos”, función también de la calidad de la respectiva política y del tipo de desarrollo del mercado interno de capitales y cambiario. El tipo de cambio, incentivo eficaz de la producción de exportables, desde los inicios de los años noventa empezó a apreciarse notoriamente. Así, en la medida en que el inversor observaba que la economía se acercaba a la frontera, constataba que el tipo de cambio se atrasaba; en varios PAL, además, se conformaba una inoportuna inconsistencia: contra toda recomendación pragmática, una acelerada liberalización de las importaciones debía convivir con esa apreciación cambiaria. En general, la apreciación desalienta la producción de transables, particularmente en la liberalización del comercio. Ello debilita el balance entre los impulsos positivos/negativos para la inversión en capital físico.

El otro precio macroeconómico, la tasa de interés, también

ha tenido un desempeño desestimulante de la formación de capital. Aunque en muchos casos esta tasa no ha sido tan alta como durante la crisis de la deuda de los años ochenta, predominan tasas reales muy elevadas (CEPAL, 1998, cuadro IX.14). Esto no es un resultado intrínseco del mercado, sino más bien de la manera de efectuar las reformas financieras.

Tasas muy altas de interés real, un mercado cortoplacista y acceso limitado de la PYME e incluso de empresas grandes, constituyen un verdadero obstáculo para el desarrollo productivo. Esto indica que las reformas financieras han sido muy deficientes, propensas a carteras riesgosas⁴⁰ y a tasas de interés “fuera de línea”. Hay que hacer un gran esfuerzo para reformar las reformas y de este modo crear, replicar o simular los mercados de largo plazo para la PYME, la tecnología y el capital humano. Junto con la infraestructura, éstos constituyen el set de factores requeridos para concretar las intenciones de invertir.

Es preciso cautelar que el ingreso de fondos externos se dirija hacia la inversión productiva; las filtraciones excesivas hacia la inversión puramente bursátil y el consumo importado conducen a burbujas y desequilibrios insostenibles. La IED presenta rasgos positivos en este sentido, en comparación con otros flujos de corto plazo o líquidos, pero en la medida en que sea “nueva” y no dirigida a la adquisición de activos ya existentes. En este último caso, las entradas pueden generar burbujas y transformarse rápidamente en salidas (en manos de un agente distinto).

La apertura indiscriminada de la cuenta de capitales en las economías emergentes puede ser muy perjudicial para el desarrollo productivo y para el bienestar de la mayoría de la gente. La inestabilidad cambiaria y macroeconómica, habitualmente asociada a una apertura irrestricta, es siempre muy costosa para los sectores productivos y para la equidad. Sin embargo, hemos visto que

⁴⁰ Paradójicamente, la cartera ha resultado riesgosa a pesar del bajo acceso de la PYME. El origen del problema reside en abundancia de créditos relacionados, tasas de interés excesivas y selección adversa de prestatarios, e inestabilidad de la demanda agregada (CEPAL, 1998, capítulo XII; Held, 1994).

una regulación de los flujos de capitales eficaz y eficiente es perfectamente posible; Chile y Colombia lo demostraron en los años noventa (véase capítulo VI). La aplicación de adecuadas políticas cambiarias, fiscales y monetarias, y una supervisión prudencial estricta del sistema financiero es un paso esencial, aunque obviamente insuficiente. Para una gestión macroeconómica eficaz, se requiere una regulación eficiente del movimiento de capitales y un manejo estabilizador de la demanda agregada.

SEGUNDA PARTE

COMERCIO PARA EL DESARROLLO

Capítulo III

ESTRATEGIAS DE LIBERALIZACIÓN COMERCIAL Y CRECIMIENTO*

Introducción

Un gran número de países de América Latina (PAL) se embarcó en procesos de liberalización comercial en los últimos años. La primera experiencia sostenida registrada en las últimas décadas fue la de Chile, país que comenzó un proceso de liberalización en los años setenta que llevaría a su economía, hacia fines de esa década, a ser una de las más abiertas del mundo.

A partir de mediados de los años ochenta, luego de más de medio siglo de políticas proteccionistas, surgió una tendencia que indicaba un giro radical en la estrategia de desarrollo y en las políticas de varios PAL. Ya en 1983 Costa Rica había iniciado un tránsito gradual desde un modelo de sustitución de importaciones a nivel nacional y centroamericano hacia uno de inserción más dinámica en la economía internacional. Luego, en 1985, Bolivia y México iniciaron liberalizaciones comerciales relativamente rápidas.

Al comenzar la década actual, varios PAL se agregaron a esta tendencia, incluyendo la Argentina, Brasil, Perú y Venezuela. Aun Colombia, que en 1990 había adoptado un programa gradual de apertura de la economía, que debía llevarse a cabo en cuatro años, en 1991 decidió acelerar la liberalización y completarla en 1992. Es evidente, entonces, que, con diferentes grados de celeridad, los países de la región han dado un gran viraje histórico. Incluso, es

* Versión revisada y actualizada de un artículo preparado junto con Manuel Agosin y publicado en *Revista de la CEPAL*, n° 50, agosto de 1993. Se agradecen los valiosos comentarios de Oscar Altimir, Héctor Assael, Renato Baumann, Robert Devlin, Winston Fritsch, Jorge Katz, Bernardo Kosacoff, Carlos Massad, Jorge Mattar, Wilson Peres, Joseph Ramos, Jaime Ros y Gert Rosenthal.

destacable que muchos PAL no eran miembros de GATT/OMC. Desde 1986, quince de estos países (incluidos México y Venezuela) se han incorporado a esa organización rectora del comercio internacional (Bouzas y Keifman, 2003).

En este capítulo nos concentramos en los procesos de liberalización de las importaciones, en el contexto en que se realizaron y en sus efectos más directos. En el capítulo IV se examina el desempeño de las exportaciones y su relación con el crecimiento.⁴¹

La sección 1 presenta algunas reflexiones introductorias, con una breve referencia a las estrategias de sustitución de importaciones; luego se exponen rasgos que una transición a una economía más abierta debe presentar para lograr contribuir al desarrollo. La sección 2 resume las principales reformas de liberalización comercial llevadas a cabo en los PAL, y finaliza con un análisis de las reformas de Chile y México. La sección 3 revisa parte de la voluminosa literatura sobre las economías exportadoras de Asia oriental (Corea del Sur, Taiwán y, más recientemente, Indonesia, Malasia y Tailandia) para contrastar las experiencias más recientes de los PAL con otras de más larga duración y de carácter notoriamente distinto. Las mayores diferencias entre las liberalizaciones en los PAL y los procesos de apertura económica de los países asiáticos radican en que, mientras la mayoría de los programas de liberalización latinoamericanos se han realizado en forma rápida y en un contexto de pasividad del Estado, en Asia oriental la apertura fue un largo proceso, liderado por el Estado en la construcción de un aparato productivo orientado hacia los mercados internacionales. Cuando se liberalizaron las importaciones en Asia, la transformación estructural de la economía ya había avanzado y las exportaciones de manufacturas ya exhibían un prolongado dinamismo. A ello se agregaba, en general, una situación macroeconómica real equilibrada y tasas de inversión muy elevadas. En contraste, los drásticos programas de liberalización de las importaciones llevados a cabo en los PAL se sitúan al inicio de sus estrategias de internacionalización y, con frecuencia, coinciden con

⁴¹ En Rodrik y Rodríguez (2001) y Winters (2004) se presentan estudios interesantes sobre el efecto de la liberalización comercial en el crecimiento.

procesos de estabilización recesivos y con una tasa de formación de capital baja.

La sección 4 expone un marco analítico donde se presentan estilizados los distintos caminos seguidos por los PAL y los países de Asia oriental. Además, se examinan algunos de los elementos clave de los programas de reforma a la luz de las condiciones requeridas para una apertura dinamizadora del desarrollo de largo plazo.

III.1. ¿Desde la sustitución de importaciones a la competitividad sistémica?

Es evidente que, en el actual contexto mundial, el logro de la competitividad sistémica y una inserción más dinámica en los mercados mundiales se ha convertido en condición indispensable para lograr un desarrollo sostenido. Para ello, se precisaba reducir las altas y frecuentemente arbitrarias restricciones a las importaciones.

A pesar de su desprestigio actual, es indudable que la estrategia de sustitución de importaciones cumplió un papel histórico clave que es preciso rescatar: aun considerando las ineficiencias con que se llevó a cabo, ella dejó a los países de la región, en particular a aquéllos de mayor tamaño, con un sector manufacturero importante y que en algunos casos ha sido la base de un proceso posterior de industrialización más eficiente y orientado hacia la competitividad internacional (Cárdenas, Ocampo y Thorp, 2000). De hecho, hasta comienzos de los años ochenta, varios países (especialmente Brasil, Colombia y México) ya transitaban hacia un modelo en que la promoción de exportaciones manufactureras había adquirido una importancia central en su estrategia de desarrollo. Como se verá más adelante, aun después de la liberalización mexicana, fueron los sectores ya establecidos los que lideraron el crecimiento de las exportaciones manufactureras. Y como lo indica la experiencia chilena, la liberalización indiscriminada de importaciones, más que dar pie a ganancias generalizadas de eficiencia, conduce por muchos años a una contracción relativa

del sector manufacturero, a la quiebra de un número elevado de empresas y a una vigorosa expansión de las exportaciones, pero intensas en recursos naturales y con poco arrastre sobre el resto de la economía.⁴² Sin embargo, está claro que los países de la región demoraron demasiado en realizar la transición desde el desarrollo hacia adentro, y algunos de ellos insistieron en un proteccionismo a ultranza de cualquier bien que pudiera producirse nacionalmente. Indudablemente, esto constituye un obstáculo al desarrollo; a su vez, cuando iniciaron la liberalización, lo hicieron abruptamente y sin considerar las experiencias asiáticas, actuando como si bastara con liberalizar las importaciones para dar la partida a un desarrollo dinámico de la economía nacional.

El problema fundamental de las políticas proteccionistas del pasado era que, al final, terminaban siendo generalmente tan arbitrarias, que los responsables de las políticas no sabían qué estaban incentivando y con qué propósito (Ffrench-Davis, 2004, capítulo III; Fritsch y Franco, 1993, p. 32). Las políticas proteccionistas pasadas, tanto en América Latina como en otras regiones, fueron generalmente utilizadas por intereses privados, *rentistas*, que buscaban ganancias de capital. En muchos casos no produjeron beneficios sociales evidentes y las estructuras industriales resultantes tendieron a ser poco competitivas internacionalmente y siguieron dependiendo indefinidamente de la protección gubernamental. Debe reconocerse, sin embargo, que en diversos casos permitieron el establecimiento de sectores industriales que luego sirvieron de base a un desarrollo más fuertemente orientado hacia la competitividad internacional. Además, constituye un desconocimiento sorprendente de la historia económica ignorar que el crecimiento del PIB y de los estándares de vida mejoraron rápidamente durante el período de industrialización por sustitución de importaciones (ISI), particularmente entre 1950 y 1980 (Ffrench-Davis, Muñoz y Palma, 1997). Sin em-

⁴² En Chile, una expansión promedio de 10% del *quantum* exportado en 1973-89 fue acompañada de un aumento de sólo el 1,6% del resto del PIB. Con ello, el crecimiento económico anual apenas promedió 2,9%. Véase Ffrench-Davis (2004, capítulo VI). El caso de América Latina se examina en el capítulo IV.

bargo, la ISI se estaba agotando como fuente de desarrollo sostenido; sin duda, necesitaba reformarse.

El éxito de una reforma comercial requiere que el valor agregado por la creación de nuevas actividades sea mayor que el “desagregado” por la destrucción de ellas, lo cual tiende a asociarse con un aumento de las exportaciones más significativo que la baja en la sustitución de importaciones;⁴³ que las exportaciones derriamen efectos positivos sobre el resto de la economía, lo que dependerá del grado de diversificación y valor agregado que ellas tengan; y que la competitividad internacional se logre con aumentos continuos de la productividad, en lugar de salarios bajos y subsidios o exenciones tributarias crecientes.

Por eso, es indispensable que la apertura de la economía se haga de modo que no involucre la destrucción indiscriminada de la capacidad instalada existente y que permita una efectiva reconversión de las actividades productivas. Una condición crucial es la gradualidad del proceso, asociada a la capacidad efectiva de respuesta de los diversos agentes económicos frente a los cambios inducidos por políticas públicas. Es necesario también que este proceso sea acompañado por un cambio sostenido y confiable de precios relativos favorable a la producción de exportables, y por la creación o *completitud* de los mercados e instituciones indispensables para el aumento constante de la productividad. Ello debería incluir –con un sesgo favorable a las PYME– capacitación laboral, mejoramiento de la infraestructura, incentivos a la innovación tecnológica, desarrollo de segmentos de largo plazo de los mercados de capitales y fortalecimiento de la capacidad de negociación para el acceso a mercados externos.

⁴³ Esto no significa que la sustitución de importaciones deba ser desechada. Mientras más grande sea el mercado nacional, mayor será el ámbito potencial de la sustitución de importaciones. Ello se refleja en que las exportaciones de países como Estados Unidos y Japón sólo representan alrededor del 10% de su PIB. Lo que es más relevante en la reforma de la estrategia de desarrollo, es la idea de que las empresas productoras de bienes y servicios, ya sea para los mercados nacionales como para los internacionales, deben tornarse progresivamente competitivas durante el período de aprendizaje. Ello se logra, en parte, con la exposición a la competencia externa y con políticas internas vigorosas de desarrollo productivo.

Como se puede constatar, este criterio no ha sido, en general, el elegido por los PAL que se han lanzado a la liberalización comercial (Bouzas y Keifman, 2003). Los enfoques específicos adoptados han tendido a ser abruptos y han mostrado graves imperfecciones en tres campos decisivos. Primero, aperturas unilaterales, que tienen sentido en una economía mundial abierta, dinámica y competitiva, pero que son menos aconsejables en una economía donde el proteccionismo sigue siendo activo y hay una fuerte tendencia a la formación de bloques comerciales regionales (CEPAL, 1998, capítulo II). Segundo, este proceso está basado en ventajas comparativas estáticas y ganancias de corto plazo en la asignación de recursos, pero los beneficios se reducen o revierten si se concentra en áreas de actividad con mercados poco dinámicos y menos intensivos en innovación tecnológica. Tercero, en los mercados financieros y en la cuenta de capitales la desregulación ha entorpecido la reasignación de recursos que se buscaba con la liberalización comercial, al generar (en las condiciones imperantes en los noventa) marcadas apreciaciones cambiarias, altas tasas de interés reales y una oferta débil de financiamiento de largo plazo. Ambas desincentivan la inversión productiva requerida para alcanzar la transformación estructural, hacen que los recursos se alejen de la producción de transables y se concentran más en la inversión puramente financiera (véase capítulo VI).

Las recomendaciones convencionales de política económica, que suelen sustentarse teóricamente en una versión simple del modelo de Heckscher-Ohlin-Samuelson, avalan una trayectoria como la seguida por Chile, en la que la liberalización indiscriminada de las importaciones lideró el proceso de reforma. Esta concepción tuvo también una fuerte influencia sobre los procesos posteriores de reforma comercial en la región. Las nociones que subyacen a este enfoque son que la liberalización de las importaciones conducirá a una rápida reasignación de recursos hacia la producción de exportables, que la eficiencia neta de la economía aumentará al exponer a los productores nacionales a la competencia internacional, y que se empujará a los sectores sustituidores de importaciones, frecuentemente monopolistas, a aprovechar economías de escala orientándose hacia los mercados externos.

Como se verá más adelante, la experiencia de Chile indica que, en la práctica, estas suposiciones no se cumplen desde un inicio y que el resultado inmediato de la liberalización abrupta es la quiebra o jibarización de un segmento significativo del sector sustituidor de importaciones y sólo el aumento parcial de su eficiencia o de su escala de producción.

Algunas contribuciones teóricas recientes arrojan luz acerca de las políticas comerciales más apropiadas para impulsar el desarrollo. Por una parte, un análisis cuidadoso de la noción de que la liberalización de las importaciones necesariamente conduce a ganancias en eficiencia técnica, ya sea por la vía de fomentar un mayor esfuerzo por alcanzar los niveles de los competidores externos o por la de promover escalas mayores de producción (y así aprovechar economías de escala), revela que los supuestos de comportamiento y de estructura de mercados que es necesario hacer para llegar a estos resultados son muy poco realistas (véanse Rodrik, 1992; 2001b).

La existencia de mercados protegidos y ganancias extraordinarias asociadas con la protección puede ser un incentivo (y suministrar los recursos financieros en situaciones típicamente caracterizadas por restricciones al crédito) para incurrir en las pérdidas iniciales que conlleva adquirir la información necesaria para incursionar en los mercados internacionales (Krugman, 1990b). Por lo tanto, la protección de monopolios nacionales puede incluso ser una herramienta para fomentar las exportaciones, salvo que se establezcan barreras que impiden la exportación, lo que ocurrió con frecuencia en las décadas precedentes; en efecto, los sesgos antiexportadores tuvieron una influencia decisiva. Sin embargo, su remoción puede hacerse reduciendo bruscamente la protección del mercado interno, o gradualmente en forma aislada, o progresivamente acompañado de la remoción del sesgo antiexportador con incentivos a la exportación. Es evidente que había más de una opción y se tendió a escoger la menos apta desde un punto de vista de eficiencia económica.

La mantención de niveles altos de protección durante períodos demasiado largos suele inducir a los productores nacionales protegidos, sin competencia interna ni exigencias de productivi-

dad creciente, a debilitar sus esfuerzos de reducción de costos. Por lo tanto, la política más apropiada sería la de anunciar de antemano una reducción del arancel durante un determinado período (el cual debe cumplirse estrictamente para evitar la erosión de la credibilidad y para no incentivar el comportamiento oportunista), con el fin de asegurar un mercado suficientemente atractivo como para que los esfuerzos por bajar los costos sean remunerativos y, al mismo tiempo, que los productores nacionales efectivamente hagan esfuerzos por tornarse internacionalmente competitivos. Como se expone en la sección 3 de este capítulo, Asia oriental fue muy exigente en la concesión de protección y en controlar la rendición de cuentas posterior.

Aquí nos encontramos en otro marco teórico, alejado de los supuestos simplistas del modelo convencional de las ventajas comparativas. Es justamente hacia estas realidades hacia donde las "nuevas teorías" apuntan su mira analítica (Krugman, 1988; 1990b, capítulo 5; Ocampo, 1991). Estas teorías surgieron a comienzos de los ochenta con el propósito de incorporar al análisis teórico algunos aspectos de la realidad de los cuales hace abstracción el modelo neoclásico de las ventajas comparativas; en particular, la competencia imperfecta, las economías de escala estáticas y dinámicas, y la diferenciación de productos.

La presencia generalizada de estos fenómenos en las manufacturas y los servicios modernos indica que la distribución internacional de la producción está determinada, en parte, por procesos históricos y no por características difícilmente modificables de la realidad económica, como la dotación de factores. Es así como, en sectores donde las economías de escala son importantes (una buena proporción de las manufacturas), aquellos países con mercados nacionales de mayor tamaño tendrán ventajas iniciales de costos sobre sus competidores, y el comercio internacional sólo ahondará la brecha inicial de costos. En presencia de economías de escala estáticas, la protección del mercado nacional o regional, al permitir aumentos en las escalas de producción y una disminución de los costos medios, puede incluso ser una eficiente y eficaz política de promoción de exportaciones (véase capítulo IV y Ffrench-Davis, 1980; Krugman, 1990b, capítulo 12).

Por otra parte, en sectores donde los costos medios dependen del número de veces que se produce un bien (en otras palabras, donde existen economías de escala dinámicas o de aprendizaje), la protección temporal del mercado nacional puede promover no sólo la competitividad dentro de dicho mercado, sino también en mercados internacionales (Krugman, 1990b, capítulo 12). El fenómeno de economías de aprendizaje es de especial importancia para los países en desarrollo, ya que sus industrias suelen estar muy rezagadas con respecto a la frontera tecnológica mundial o mejor práctica. Estas nuevas vertientes teóricas sugieren que para alcanzar dicha frontera se requiere de políticas comerciales e industriales activas, algo que las conclusiones del modelo convencional de comercio rechaza.

Las ventajas comparativas son, entonces, adquiribles. La política económica en países en desarrollo no sólo consiste en asegurar una asignación óptima de recursos físicos y conocimiento existentes, sino, principalmente, en promover la expansión de la frontera productiva para lograr, progresivamente, la competitividad internacional en un rango creciente de bienes y servicios. Esto puede implicar la protección del mercado local o subsidios a la producción o a las exportaciones, políticas que sin duda representan un costo estático para la sociedad y una pérdida de bienestar presente. Pero para evaluar adecuadamente la bondad de las políticas económicas, también es necesario considerar las ganancias de bienestar futuro que ellas conllevan.

III.2. Liberalización comercial en América Latina

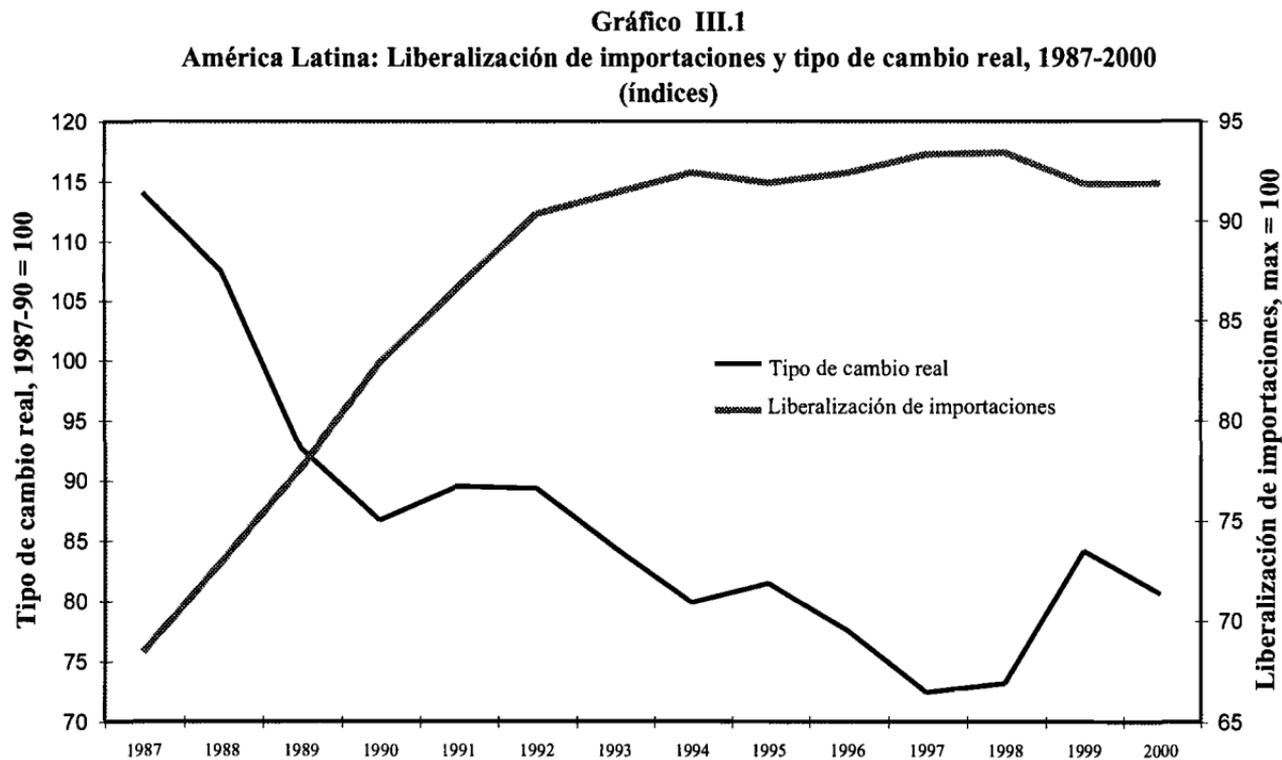
Desde la crisis de la deuda, muchos países de la región han llevado a cabo reformas profundas de liberalización comercial. Ocho de los nueve países que figuran en el cuadro III.1 –con excepción de Costa Rica– introdujeron reformas que pueden catalogarse de drásticas y abruptas. Es más, en siete de estos países la liberalización de las importaciones se llevó a cabo en un período de dos o tres años (1989-90 a 1992-93). En la Argentina, el grueso de la liberalización se efectuó en abril de 1991. En el caso chile-

no, desde un punto de partida extremadamente proteccionista en 1973, el proceso de liberalización culminó a mediados de 1979. Incluso Colombia, que se había caracterizado por un gradualismo pragmático, en 1990-92 efectuó reducciones drásticas y aceleró el programa previo de liberalización gradual.

Las experiencias de los países dinámicos de Asia, así como las de Colombia desde la mitad de la década del 60 hasta 1989 (Ocampo y Villar, 1992) y de Costa Rica entre 1983 y 1990 (Herrera, 1992), respaldan la conveniencia de un enfoque gradual que permita la reconversión de las industrias existentes en lugar de la destrucción de una proporción alta de la capacidad instalada. Esta destrucción, asociada a una liberalización rápida de las importaciones, se intensifica en presencia de una apreciación cambiaria (y tasa de inversión baja).

En Colombia, el tránsito a mediados de los años sesenta de un modelo de sustitución de importaciones a uno pragmático, que priorizaba tanto la sustitución de importaciones como la promoción de exportaciones, fue determinante en orientar en forma creciente al sector manufacturero hacia el exterior, evitando los traumas asociados con liberalizaciones drásticas como la de Chile en los setenta. En Costa Rica, la reducción de aranceles también fue gradual y estuvo acompañada de la adopción de incentivos y reintegros a los exportadores; Chile se movió en esta dirección sólo desde mediados de los ochenta. La expansión de las exportaciones no tradicionales —el rasgo más significativo del desarrollo costarricense en los años ochenta— se generó en forma importante por las empresas que se habían establecido durante el régimen anterior de sustitución de importaciones. A ello se agregó el esfuerzo deliberado para promover la inversión extranjera en la producción de exportables, textiles y electrónicos, en los noventa.

En la mayoría de los países de la región, luego del impulso inicial entre fines de los ochenta y mediados de los noventa la apertura comercial tendió a estabilizarse. De hecho, desde 1998 algunos países como la Argentina, Costa Rica, Ecuador, México, Paraguay y Uruguay tendieron a ajustar su política comercial en el sentido opuesto, en general, para enfrentar los problemas de balanza de pagos derivados de la crisis asiática y sus repercusiones



Fuente: Cálculos del autor para 16 países, basados en cuadro VI.2 y Morley, Machado y Pettinato (1999).
En ambos índices los países fueron ponderados según el valor de su PIB en dólares constantes de 1990.

Cuadro III.1
América Latina (9 países): Resumen de los procesos de liberalización de las importaciones

País	Inicio del programa	Arancel máximo		Números de niveles		Arancel promedio		Arancel máximo	Números de niveles	Arancel promedio	Variación del tipo cambio real ^a
		Inicial	Fines de 1993	Inicial	Fines de 1993	Inicial	Fines de 1993				
Argentina ^b	1989	65	30		3	39 ^c	15 ^c	33	21	14	-41
Bolivia	1985	150	10		2	12 ^d	7 ^d	10	2	10	98
Brasil	1988	105	35	29	7	51 ^e	14 ^e	35 ^e	29	13	-35
Colombia ^b	1990	100	20	14	4	44 ^d	12 ^d	20 ^h	8	11	-20
Costa Rica	1986	150	20		4	53 ^e	12 ^e	20	4	9	5
Chile ^f	1973	220	10	57	1	94 ^e	10 ^e				-36
	1985	35	11	1	1	35 ^e	11 ^e	11	1	11	28
México	1985	100	20	10	5	24 ^c	13 ^c	35 ⁱ	24	14	-32
Perú ^b	1990	108	25	56	2	66 ^e	18 ^e	25	2	16	-40
Venezuela	1989	135	20	41	4	35 ^d	10 ^d	20 ⁱ	8	12	-8

Fuente: CEPAL, sobre la base de cifras nacionales e información suministrada por la Secretaría de ALADI. Las cifras excluyen los aranceles preferenciales.

^a Se utilizó la variación del tipo de cambio de exportaciones entre el promedio del trienio centrado en el año de inicio del programa de liberalización hasta el promedio del trienio 1994-96 para todos los países, excepto aquellos más perjudicados por el "efecto tequila", para los cuales se usó el promedio 1992-94. ^b Los aranceles incluyen sobretasas. ^c Ponderado por la producción interna. ^d Ponderado por las importaciones. ^e Promedio simple de las posiciones arancelarias. ^f El primer programa de liberalización comercial en Chile se inició en 1973 y se completó en 1979. El arancel uniforme de 10% rigió hasta 1982. La primera fila se refiere a la información para el período 1973-82. La segunda fila contiene información acerca de un segundo proceso que comenzó en 1985; luego de que la tasa se elevara a 35% en 1984, se redujo sucesivamente a 20% (1985), 15% (1988), y 11% (1991). ^g Existen 49 tasas (de un total de 11.800) que exceden ese nivel: 12 a 40%; 23 a 65% y 14 a 70%. ^h Hay 46 tasas (de 7.200) que exceden ese nivel: 45 a 35% y 1 a 40%. Hay 66 tasas (de 9.700) que exceden ese nivel: 16 entre 40% y 45%; 12 entre 45% y 70%; 19 entre 70% y 200%; y 19 entre 200% y 260%. ⁱ Hay 13 tasas (de 6.600) a 35%. Barreras no arancelarias a mediados de 1996:

Argentina: En 1989-91 se eliminó la mayoría de las restricciones no arancelarias. Hacia mediados de 1996, aún se aplicaban requisitos de licencia previa y prohibiciones de importación para un total de 88 productos vulnerables. **Bolivia:** Se han eliminado casi todas las restricciones no arancelarias, exceptuando sólo 12 restricciones relacionadas con productos vulnerables. **Brasil:** En 1990, se eliminó la lista de productos importados prohibidos y los requisitos de licencia previa. Sin embargo, se mantuvieron 101 restricciones de importación, que se concentran en productos vulnerables, autorizaciones previas y exigencias sobre contenido nacional o compras nacionales. **Colombia:** Las restricciones de licencias previas fueron eliminadas casi en su totalidad a fines de 1990. Se mantienen 27 restricciones a productos vulnerables, 10 exigencias sobre compras nacionales y relacionadas con características de la producción. **Costa Rica:** La mayoría de los permisos de importación y otras restricciones han sido eliminadas. **Chile:** Se aplican bandas de precios a 3 productos agrícolas, más un total de 41 restricciones a productos vulnerables. **México:** Ha eliminado las licencias previas y mantiene restricciones sólo a 10 productos vulnerables. **Perú:** Aplica restricciones de importación a 22 productos vulnerables. **Venezuela:** Aplica restricciones de importación a 41 productos vulnerables.

en el continente. Como se visualiza en el Gráfico III.1 la liberalización unilateral de las importaciones avanzó con rapidez entre 1987 y 1994, luego lentamente hasta 1998, para estancarse o retroceder posteriormente. Sin embargo, como se expone en el capítulo IV, la liberalización recíproca, negociada en acuerdos de libre comercio, alcanzó significación en los años recientes.

En mayor o menor medida, las reformas implicaron el desmantelamiento de las restricciones cuantitativas y una rebaja sustancial de los aranceles. En general, involucraron un cambio importante respecto de la protección arancelaria vigente antes de las reformas y una disminución radical de la dispersión de la protección efectiva. No obstante, aún ningún país ha adoptado un arancel cero; la mayoría de los países tiene rangos de aranceles con tasas máximas entre 10 y 35%, y promedios simples ubicados entre 9 y 16% (cuadro III.1).

Estas tendencias en las políticas comerciales de la región han sido complementadas por acuerdos bilaterales o multilaterales de libre comercio que cubren un amplio espectro de productos (véase capítulo IV). Los acuerdos intrarregionales han permitido acceso preferencial a los socios del continente, mediante reducciones del costo arancelario. Con excepción de Cuba, todos los países de la región han abierto sus mercados mediante estos mecanismos y hacia el año 2003, en promedio, un quinto de sus importaciones estaban afectas a estos regímenes (véase cuadro IV.3). Por otro lado, se han abierto procesos de integración extrarregional, donde Chile y México han firmado tratados con la Unión Europea, Estados Unidos y Asia. En el caso de Chile, el arancel efectivamente pagado es inferior a 2%, mientras que el arancel uniforme aplicado a países no asociados es de 6 por ciento.

En varios países de la región, la liberalización comercial estuvo acompañada de una liberalización de la cuenta de capitales. En las condiciones de gran afluencia de capital imperantes desde comienzos de los años noventa hasta 1998, la liberalización de la cuenta de capitales promovió apreciaciones cambiarias importantes (véase gráfico IV.1), en circunstancias en que la reforma comercial hacía imperativo lo opuesto: una depreciación compensadora. Algunos países (Chile y Colombia) fueron más exitosos

que otros en resistir las tendencias a la apreciación; para ello recurrieron a controles cambiarios, encajes sobre los ingresos de capitales y a otras medidas heterodoxas de “ingeniería financiera” (véanse capítulo VI y Ffrench-Davis y Villar, 2005).

El patrón de apreciación cambiaria y apertura comercial generó que la recuperación de la demanda agregada fuese crecientemente intensiva en rubros importados. Por ejemplo, entre 1990 y 1994 el PIB regional se expandió 15%, en tanto que el *quantum* de las importaciones de bienes y servicios lo hizo en 69% (lo cual implica una elasticidad bruta de 4,5); luego de una brusca detención de las importaciones en 1995, en 1996-98 el PIB se elevó 12% y las importaciones 51%, con una elasticidad bruta similar. Estas tendencias reflejan en cierto grado la liberalización comercial de los PAL. De hecho, con la apertura, las exportaciones estaban elevándose rápido, pero más lentamente que las importaciones. En efecto, el déficit en cuenta corriente de 18 países de América Latina se elevó de US\$ 10 mil millones anuales en el período 1982-90 a US\$ 52 mil millones en 1994, y a US\$ 88 mil millones en 1998. Esta dinámica significó una notable destrucción de sectores sustituidores de importaciones, que incluyó no sólo a firmas ineficientes sobreprotegidas hasta entonces, sino también a productores que hubieran sido eficientes bajo macroprecios “normales”. Ésta fue una de las causas del incremento en la tasa de desempleo laboral durante los noventa (Weller, 2000). Las importaciones, a su vez, se expandieron mucho más rápidamente que las exportaciones, lo que debilitó las cuentas externas y acomodó entradas de capitales crecientes.⁴⁴

A continuación se describen las reformas aplicadas en dos países de la región. Se han elegido los casos de Chile y México porque sus reformas ya cuentan con períodos extensos (un tercio de siglo y dos décadas, respectivamente), como para que sus efectos se reflejen en desempeño económico y proporcionen así una base para una evaluación de su impacto sobre el crecimiento y la inversión.

⁴⁴ Según Santos-Paulino y Thirwall (2004), la generación de desequilibrios externos es una regularidad empírica en las experiencias de liberalización comercial de los países en desarrollo.

III.2.1. CHILE

La liberalización comercial chilena es la más antigua y persistente en la región. A fines de 1973, antes de la iniciación de las reformas, el comercio exterior chileno estaba altamente intervenido: los aranceles nominales promediaban 94% y tenían una dispersión que iba del 0 al 750%; existía un sinnúmero de restricciones no arancelarias, tales como altos depósitos previos para el 60% de las importaciones y la autorización a discreción del Banco Central de la exención a esa restricción; regía, además, un complicado sistema de cambios múltiples, que contemplaba ocho tipos de cambio oficiales y un diferencial entre el máximo y el mínimo de 1000% (Ffrench-Davis, 2004, capítulo III; Meller, 1994).⁴⁵

III.2.1.1. La reforma radical de los setenta

Como parte de un amplio programa de entrega a las fuerzas del mercado de la gran mayoría de las decisiones económicas, en 1973 se inició una reforma de la política comercial que comprendió la eliminación de todas las restricciones no arancelarias, un abrupto proceso de reducción de los aranceles y la unificación del tipo de cambio. Aunque no fue una meta inicial del programa, en junio de 1979 se llegó a un arancel uniforme y bajo de 10 por ciento.

Durante los dos primeros años del programa de liberalización comercial, las devaluaciones reales del tipo de cambio (el cual estaba oficialmente controlado) contrarrestaron la disminución de la protección nominal promedio (véase cuadro III.2). Esto dio un fuerte impulso a las exportaciones no tradicionales y otorgó cierta protección a las actividades sustituidoras de importaciones más eficientes. Pero a partir de 1976 el tipo de cambio real empezó a apreciarse. La principal razón para este atraso fue que la política cambiaria gra-

⁴⁵ Ésta era la situación en 1973. Sin embargo, en la segunda mitad de los años sesenta se había llevado a cabo una reforma que incluyó la racionalización gradual del régimen de importaciones y el mejoramiento de los mecanismos de promoción de exportaciones.

Cuadro III.2

Chile: Arancel promedio y tipo de cambio real, 1973-2004
(promedios anuales)

Año	Arancel promedio ^a	Arancel recaudado ^b	Tipo de cambio real ^c
	(%)	(%)	(1986=100)
1973	94,0 ^d		65,1 ^d
1974-79	35,3		73,2
1980-82	10,1	10,1	57,6
1983-85	22,7	22,7	79,1
1986-89	17,6	17,6	106,6
1990-95	12,0	10,5	99,5
1996-98	11,0	8,5	80,3
1999-2001	9,0	6,4	88,0
2002-2004	6,3	3,2	100,2

Fuentes: Ffrench-Davis (2004, capítulo III y cuadro VI.1) y Banco Central de Chile.

^a Promedio simple. ^b Promedio ponderado de aranceles efectivamente pagados, incluyendo el efecto de las exenciones por acuerdos preferenciales con socios comerciales. ^c El tipo de cambio nominal fue deflactado por el IPC chileno (debidamente corregido para 1973-78) e inflado por un índice de precios externos (IPE). ^d Diciembre de 1973.

dualmente pasó del apoyo a la apertura de la economía al control de la inflación. Ello culminó en 1979, cuando se fijó el tipo de cambio nominal –en línea con el enfoque monetario de la balanza de pagos, entonces de moda– con la expectativa de anclar rápidamente la inflación interna al promedio internacional.

La apreciación cambiaria fue viabilizada y estimulada por la combinación de la apertura de la cuenta de capitales y la alta liquidez de los mercados financieros internacionales (Ffrench-Davis, 2004, capítulo IV).

Es interesante anotar que en 1979, al completarse la liberalización comercial y establecerse un arancel uniforme de 10%, el tipo de cambio real estaba casi al mismo nivel que el alcanzado a comienzos del proceso de liberalización en 1974, y luego se apreció fuertemente hasta 1982. Aunque el arancel medio nominal inicial (94%) contenía mucha “agua” y el exceso promedio de los precios nacionales sobre los internacionales de los bienes impor-

tables era indudablemente menor, lo cierto es que hubo una disminución abrupta de los aranceles efectivos. La teoría elemental de la política comercial hubiera indicado la necesidad de realizar una devaluación compensatoria; pero, aunque los encargados de las políticas inicialmente postularon lo mismo, al final se hizo lo contrario. En efecto, en los tres años que siguieron al término del proceso de liberalización de importaciones, la apreciación cambiaria se aceleró, con un fuerte impacto depresivo sobre las actividades productoras de transables. Las importaciones se expandieron a un ritmo notablemente mayor que las exportaciones y desplazaron la producción interna, la cual, de haber contado con macroprecios más normales (tasas de interés y tipo de cambio no desalineados), habría resultado más competitiva.

III.2.1.2. Rectificación de la reforma en los años ochenta

Para enfrentar la crisis interna y cambiaria que impactó a Chile en 1982 como consecuencia de la combinación de errores en el manejo económico y del triple shock externo (aumento de las tasas de interés, caída de los precios del cobre y suspensión del crédito externo) y que hizo descender la demanda agregada un 30% y el PIB un 16% entre 1981 y 1983, se efectuaron varias devaluaciones discretas desde mediados de 1982 y, luego, se reinstauró un tipo de cambio reptante. Entre 1982 y 1988, el tipo de cambio real se depreció 130%. Al mismo tiempo, el arancel uniforme fue elevado en etapas sucesivas, hasta 35% en septiembre de 1984 (con promedios anuales de 24 y 26% en 1984 y 1985, respectivamente). A medida que la aguda escasez de divisas fue menguando, se efectuaron varias rebajas del arancel hasta situarlo en 15% en 1988.

Después de la crisis, la política comercial se flexibilizó hacia el pragmatismo en varios sentidos. El gobierno empezó a hacer uso activo de medidas *antidumping* para proteger la economía de prácticas comerciales desleales, en el caso de aquellas importaciones en las que se comprobaba *dumping*. Además, se adoptó un sistema de bandas de precios, supuestamente ligados a la tendencia internacional de mediano plazo, para tres productos agrícolas principales (trigo, azúcar y oleaginosas), lo que tuvo efectos signi-

ficativos en favor de la reactivación de la agricultura hacia mediados de la década. Evidentemente, también constituyó una desviación del arancel uniforme. En lo que se refiere a las exportaciones, el sistema de *drawback* fue perfeccionado y se estableció un reintegro simplificado para exportaciones no tradicionales, las cuales adquirieron derecho a un reembolso de hasta un 10% de su valor cuando las exportaciones para la respectiva partida arancelaria no sobrepasasen un cierto máximo anual.

III.2.1.3. *Contraste entre ambas reformas*

En resumen, hubo dos reformas comerciales muy diferentes: una radical en el período 1974-79 y la otra moderada –con una mezcla de restricción y liberalización e intervención selectiva– en el período 1983-91. Si bien es cierto que las características básicas de la política comercial, en cuanto a la derogación de barreras no arancelarias y la adopción de un arancel uniforme, no se habían modificado desde 1979, el nivel arancelario había vuelto a ser relativamente elevado en 1984, además de estar acompañado por medidas *antidumping*, bandas de precios e incentivos directos a las exportaciones. De hecho, el arancel promedió 20% en 1983-89, duplicando el 10% uniforme registrado en 1979-82. Pero la diferencia fundamental residió en que durante la primera liberalización el tipo de cambio se apreció progresivamente en la segunda mitad de los años setenta y a comienzos de los ochenta. Por el contrario, durante la segunda reforma en la década de los ochenta, la reducción del arancel de un máximo de 35% en septiembre de 1984 a 15% en 1988, fue acompañada de una fuerte devaluación real (empujada por la crisis de la deuda), que dio señales positivas a los exportadores y, a la vez, a la producción de bienes competitivos con importaciones. Como se examina más adelante, esto determinó que durante la segunda reforma haya habido un crecimiento más sostenido de la producción de exportables. Pero a diferencia de la primera experiencia, también se registró una significativa recuperación de la producción de sustitutos de importaciones, principalmente a partir de 1984.

En los años noventa, Chile enfrentó una nueva afluencia de capitales externos. Mientras que en la primera liberalización comercial se permitió una prolongada apreciación cambiaria asociada a una política crecientemente liberal hacia los flujos de capitales privados y una oferta externa elevada, en la primera mitad de los noventa se intentó, con éxito, contener la apreciación y así proteger la competitividad de la producción de transables. Para ello, la política se desvió, sistemáticamente, de la apertura irrestricta al ingreso de capitales lo que dificultó el arbitraje internacional realizado por flujos líquidos y de corto plazo. En lo cambiario, el Banco Central utilizó un tipo de cambio reptante donde la paridad de referencia pasó a ser una canasta de monedas. El precio de mercado fluctuó dentro de una banda y estuvo sujeto a intervención intramarginal (flotación sucia). En lo que se refiere a los flujos de capital, los créditos externos, los depósitos y las inversiones de cartera quedaron sujetos a un encaje (que se mantenía inactivo en el Banco Central por todo un año); el encaje desestimulaba especialmente los fondos volátiles de corto plazo. Éstas y otras políticas complementarias moderaron significativamente una fuerte presión hacia la apreciación cambiaria real, que había comenzado a manifestarse al inicio de 1988 en respuesta a un precio del cobre notablemente elevado, y se acentuó desde fines de 1990 con el retorno de una oferta elevada de fondos externos (Agosin y Ffrench-Davis, 2001).

Es indudable que la segunda reforma arroja resultados más positivos que la primera. La primera se inició con una profunda depresión (1974-75) y terminó con otra (1982). Ambas crisis están asociadas a shocks externos graves, cuyos efectos internos fueron acentuados como consecuencia del dogmatismo con que se implementó la liberalización del sector externo, y de la confusión que imperó en el momento de la crisis en cuanto a los objetivos y a los instrumentos de política que era necesario utilizar para lograr un ajuste más creativo que destructivo.

En la primera reforma comercial, las fuertes rebajas arancelarias y el desmantelamiento de los controles cuantitativos habrían tenido un impacto positivo mayor sobre el dinamismo exportador que el que tuvo la política arancelaria durante la segunda reforma: en el primer caso, partió de una situación en

la que la gran mayoría de los precios internos de los bienes importables corrientes (de consumo e intermedios) estaban desvinculados de los precios internacionales;⁴⁶ por lo tanto, el “espacio” existente para reducir costos de los rubros exportables mediante la sustitución de insumos nacionales por importados era sustancial. Pero debe considerarse que, dado el marco receptor en que se efectuó la liberalización de las importaciones en los setenta, lo abrupto de ella y el desempeño deficiente del tipo de cambio y tasas de interés, el sobresaliente logro exportador estuvo asociado a un costo altísimo en el resto de la economía y el dinamismo del sector exportador no se transmitió al resto de la economía; el PIB per cápita (medido entre los máximos de 1973 y 1981) se expandió menos de 1% por año, la inversión fija permaneció muy por debajo de sus niveles históricos y la economía exhibió una abrupta desindustrialización, que se manifestó en una disminución de cinco puntos porcentuales en la participación de las manufacturas en el PIB. Muchas empresas manufactureras potencialmente fuertes quebraron a raíz de la combinación de políticas comerciales, cambiarias y de interés vigentes durante ese período (véase Ffrench-Davis, 2004, capítulos II y III).

Desde 1984, la economía experimentó, primero, una recuperación y, luego, un crecimiento sostenido durante los noventa, encabezado por la expansión de la oferta exportable. El comportamiento dinámico de las exportaciones no tradicionales no se debió a la reducción de los aranceles. Es efectivo que entre 1984 y 1988 el arancel uniforme se redujo de 35 a 15%, pero esa tasa fue de 10% en 1979-82. En consecuencia, hay que buscar en otras variables la explicación del nuevo impulso exportador.

En la segunda reforma, cuantitativamente, la depreciación cambiaria de más de 100% fue el factor explicativo más influyente en el éxito exportador chileno (CEPAL, 1998, capítulo IV; Ffrench-Davis, 2004, capítulo V); en el caso de las exportaciones

⁴⁶ En general, las importaciones de bienes de capital gozaban de amplias franquicias arancelarias.

no tradicionales, el gran incentivo cambiario fue reforzado por el "reintegro" de 10% del valor retornado por los exportadores. Dos aspectos que deben matizar la evaluación de las dos reformas comerciales chilenas se refieren a sus impactos sobre la formación de capital y sobre el dinamismo del sector industrial. Si bien la formación bruta de capital fijo y la productividad del capital han aumentado desde la superación de la crisis de comienzos de los años ochenta, el coeficiente de inversión fija sólo hacia fines de esa década vino a recuperar las tasas alcanzadas en los sesenta. La incapacidad para superar dicho coeficiente de inversión impidió alcanzar una tasa significativa de crecimiento en el período 1974-89; es así como en ese período promedió menos de 3% anual.

A pesar del mejor desempeño del comercio y de las manufacturas en la segunda reforma, la desindustrialización registrada en la primera reforma no se revirtió, aunque sí se detuvo. Las exportaciones continuaron concentradas en productos intensivos en recursos naturales. No obstante, los productos con mayor valor agregado, principalmente no tradicionales, fueron captando un espacio creciente desde su baja participación anterior, la inversión se elevó y la creación de nueva capacidad productiva se situó en los noventa en una tasa sostenible superior a la registrada en los años sesenta. El crecimiento promedio de 2,9% anual registrado por el PIB en 1974-89 se elevó a 5,2% en 1990-2004.

III.2.2. MÉXICO

México puso en práctica a mediados de 1985 una drástica liberalización de las importaciones y un gradual desmantelamiento de los instrumentos tradicionales de política industrial. Es importante observar que, en contraste con la experiencia chilena de los setenta, la liberalización mexicana fue precedida y seguida de fuertes depreciaciones cambiarias reales (1982-83 y 1986-87) que le dieron al sector industrial un importante colchón cambiario para realizar el ajuste (Ten Kate, 1998; Ros, 1993). Las fuertes devaluaciones fueron necesarias para enfrentar las crisis de balanza de pagos y fiscal que se produjeron a consecuencia de la suspensión

del crédito externo (en 1982) y de la caída experimentada por el precio del petróleo (en 1986-87).⁴⁷

Antes del comienzo de su programa de liberalización comercial, México había usado una gran variedad de controles sobre las importaciones, había estimulado la producción industrial y orientado el sector manufacturero hacia los mercados externos. Además de una estructura arancelaria con alta dispersión y con una tarifa tope de 100%, los productores mexicanos estaban protegidos por un sistema de licencias que cubría un 92% de todas las importaciones y por la utilización de precios oficiales de aforo que, en un quinto de los casos, eran más altos que los precios efectivos de las importaciones. Los exportadores de bienes no tradicionales se beneficiaban de elevadas franquicias tributarias, las cuales compensaban el sesgo antiexportador de la política comercial. Por último, México había utilizado exitosamente durante mucho tiempo programas de promoción industrial para apoyar la sustitución de importaciones en "sectores estratégicos" (en algunos casos en conjunto con la promoción de exportaciones). Estos programas, que otorgaban a las empresas protección en el mercado interno e incentivos fiscales a cambio de integración local creciente o de metas de exportación, se habían convertido en el principal instrumento de política industrial durante la "etapa difícil" de la sustitución de importaciones (Ros, 1993). El crecimiento global del PIB en México había sido elevado, alcanzando a 6,6% anual en 1950-80, descendiendo a apenas 1,9% en 1981-85.

III.2.2.1. La reforma iniciada en 1985

El programa de liberalización comercial comenzó en julio de 1985 con la eliminación de los controles cuantitativos para un gran número de posiciones arancelarias. La liberalización afectó principalmente a los bienes intermedios y de capital, así como a algunos

⁴⁷ En México, al igual que en Chile, Colombia, Ecuador y Venezuela, las devaluaciones contribuyen al equilibrio fiscal, ya que los ingresos provenientes de la principal exportación constituyen una fuente importante de recaudación y convierten al sector público en un ofertante neto de divisas.

bienes de consumo. Los aranceles fueron elevados inicialmente para compensar la eliminación de controles directos. En 1986, México adhirió al GATT y, como "precio de entrada", se comprometió a continuar la sustitución de los controles directos por aranceles, seguida de reducciones arancelarias. Al mismo tiempo, se estableció un sistema *antidumping* que no tuvo un papel importante hasta mediados de los años noventa. En 1987-88, conjuntamente con la introducción del llamado Pacto de Solidaridad Económica, se profundizó la reforma comercial: se eliminó una buena parte de los permisos previos a las importaciones de bienes de consumo; se suprimieron los precios oficiales restantes, y se simplificó el arancel a sólo cinco tasas en un rango de 0 a 20%, con un promedio de 10% ponderado por la producción (y de 6% ponderado por importaciones) (véase cuadro III.3).

La reforma comercial de México se hizo extensiva a las exportaciones y se eliminaron muchos de los permisos que las limitaban. Las restricciones cuantitativas a las exportaciones que aún seguían vigentes a mediados de los noventa, estaban determinadas por la existencia de controles de precios (algunos bienes agrícolas) y por acuerdos bilaterales o internacionales (el café, el azúcar, el acero y los textiles, que en conjunto todavía representaban un cuarto de las exportaciones no petroleras, incluyendo el valor agregado de la industria de la maquila). Los instrumentos tradicionales de subsidio a las exportaciones habían sido eliminados, en parte como consecuencia de acuerdos bilaterales con Estados Unidos. Los principales incentivos a las exportaciones que se mantenían en 1994 eran programas que eximían de derechos a las importaciones "temporales" y de permisos de importación a los insumos de empresas exportadoras.

También hubo una reducción significativa en el uso de políticas de promoción industrial, a pesar de que continuaron ejerciendo importantes efectos sobre las exportaciones. Los programas que restaban, los cuales seguían incluyendo restricciones cuantitativas a las importaciones, se concentraban en las industrias automotrices, de microcomputadoras y farmacéutica. Sin embargo, con la entrada de México al TLCAN (NAFTA), estos programas tendrían que desaparecer en forma gradual.

Cuadro III.3
México: indicadores de la política comercial
y tipo de cambio real, 1981-96
 (Porcentajes)

Año	Producción interna protegida por permisos de importación ^{a b}	Producción interna protegida por Precios oficiales ^a	Arancel promedio ^{a b}	Número de niveles arancelarios	Arancel máximo	Tipo de cambio real ^c (1985=100)
1981	64,0	13,4	22,8	n.d.	n.d.	72
1984	92,2	18,7	23,5	10	n.d.	115
1985	47,1	25,4	28,5	10	100	100
1986	39,8	18,7	24,5	11	50	139
1987	25,4	0,6	11,8	11	40	145
1988	21,3	0,0	10,2	5	20	118
1989	19,8	0,0	12,5	5	20	110
1990	17,9	0,0	12,4	5	20	108
1991	17,0	0,0	12,5	5	20	98
1992	16,5	0,0	12,5	5	20	91
1993	16,5	0,0	12,5	5	20	85
1994	n.a.	0,0	12,5	5	20	87
1995	n.a.	0,0	12,5	5	20	129
1996	n.a.	0,0	14,0	24	35	112

Fuente: Banco de México y CEPAL (1998); Ros (1993); Ten Kate (1998).

^a Las cifras para 1985 hasta 1996 se refieren a diciembre de cada año; las cifras para 1981 corresponden a abril de 1980 y las de 1984 corresponden a junio de 1985. ^b Ponderado por la producción total. ^c Tipo de cambio aplicado a las exportaciones, la cifra de 1984 corresponde a 1983.

El profundo colchón cambiario creado por las devaluaciones reales de 1986 y 1987 permitió al gobierno lanzar, en 1987, el llamado Pacto de Solidaridad Económica, el cual incluía el congelamiento del tipo de cambio y la moderación salarial. En efecto, el tipo de cambio comenzó a ser utilizado como herramienta antiinflacionaria. Durante 1988, el tipo de cambio nominal fue congelado. La tasa real se apreció en forma sostenida, hasta 1995, cuando

do sobrevino una depreciación masiva asociada a la crisis del peso de diciembre de 1994.

El Pacto de Solidaridad Económica tuvo gran éxito en reducir fuertemente la inflación. Junto con la privatización de la banca y otras empresas públicas, la apertura a la inversión extranjera, la autorización para que fondos mutuos extranjeros invirtieran en valores bursátiles mexicanos, y el ingreso al Plan Brady (véase Ffrench-Davis, 2005c, capítulo IV) contribuyeron a cambiar las expectativas respecto del futuro de la economía mexicana. A su vez, este cambio comenzó a inducir fuertes entradas de capital extranjero y repatriaciones de capital que se había fugado durante la crisis de la deuda. Este flujo de capitales se prolongó hasta 1994, y sustentó la acelerada marcha de la revaluación (véase capítulo VI, sobre el papel de los cambios en los mercados financieros mundiales) y un notable déficit en la cuenta corriente en 1992-94. Ello culminó con la grave crisis de fines de 1994. Tal como en Chile en la crisis de 1982, México reintrodujo cierta protección luego de la crisis de 1994.

III.2.2.2. Desempeño de las exportaciones y el PIB

México ha logrado altas tasas de crecimiento de las exportaciones de manufacturas y un leve aumento de la participación del sector industrial en el PIB. Sin embargo, el crecimiento de la economía mexicana ha sido modesto en el período posreformas. En efecto, entre 1985 y 1996 no hubo aumento del PIB per cápita.

Los defensores de la liberalización comercial generalizada sostienen que ella ha sido determinante del auge de las exportaciones no petroleras, al dar acceso a los productores de exportables a insumos de calidad a precios internacionales y al reducir la rentabilidad de producir para los mercados internos (incentivando indirectamente la reasignación de recursos hacia la exportación). Sin embargo, el fuerte aumento de las exportaciones, principalmente no petroleras, había comenzado en 1983, antes de que se diera inicio a las reformas comerciales y, por lo tanto, es difícil atribuírselas exclusivamente a ellas. Ros (1993) ha calculado que casi la mitad del aumento de las exportaciones no petroleras en el período 1982-88 provino de tres sectores (el automotor, de com-

putadoras y las maquiladoras, controladas parcialmente por IED)⁴⁸ que no se beneficiaron de la apertura, ya sea porque sus importaciones de insumos ya estaban liberadas de aranceles (las maquiladoras) o porque las importaciones competitivas con sus productos o sus insumos importados continuaron siendo restringidos por programas de desarrollo industrial (los automóviles y las computadoras personales).

Una hipótesis que cuadra mejor con la evolución de la economía mexicana en los años ochenta y comienzos de los noventa, es que el auge de las exportaciones no petroleras estuvo relacionado con las fuertes depreciaciones cambiarias reales de 1982-83 y 1986-87 y con la depresión de los mercados internos, que obligó a los productores a salir a buscar mercados, especialmente en Estados Unidos. La liberalización de las importaciones puede haber jugado algún papel, pero secundario, en especial en la primera década con liberalización. Se debe recalcar que las importaciones se expandieron en un grado notablemente mayor, con un déficit creciente en cuenta corriente (véase cuadro VI.3), que terminó explotando en la crisis de 1994-95. Tal como en la crisis de la deuda, ello fue seguido por una notable devaluación, una contracción de 39% de las importaciones de bienes de consumo y capital y la caída abrupta del PIB.

En efecto, el éxito de México en expandir sus exportaciones le debe mucho, inicialmente, al proceso previo de sustitución de importaciones y a los programas de desarrollo en sectores estratégicos (Ros, 1993). Esto fue reforzado por la depreciación cambiaria, primero en respuesta a la crisis de la deuda, con una devaluación real de 60% entre 1981 y 1983, y luego otra en 1986-87 asociada a la reforma comercial (véanse años seleccionados en cuadro III.3); con ambos ajustes cambiarios, la tasa real se duplicó entre 1981 y 1987 (esto es un ajuste notable, no muy diferente al registrado en Chile en el mismo lapso). Cabe anotar, sin embargo, que posteriormente, este efecto se fue deteriorando gradualmente debido a la apreciación en los noventa, que terminó en la crisis de 1994. Con la incorporación a diversos otros acuerdos co-

⁴⁸ Sólo el valor agregado del sector de maquiladoras ha sido clasificado aquí bajo exportaciones no petroleras.

merciales y, luego, con el paso del tiempo, se fueron desarrollando nuevas actividades de exportación, principalmente hacia el mercado del TLCAN. En efecto, la ya alta concentración de exportaciones mexicanas hacia Estados Unidos se intensificó con la firma de este tratado: la participación del mercado de Estados Unidos como destino creció de 83% en 1993 a 89% en 2004.

Como se señaló antes, el crecimiento del PIB fue muy modesto en la primera década posreforma y también en el segundo, promediando 2,6% en 1985-2004. Nótese el agudo contraste con el vigoroso crecimiento logrado en 1950-80. La rendición de cuentas por parte de los promotores de las reformas neoliberales es un requisito ineludible para comprender y corregir ese desempeño tan mediocre.

III.3. Lecciones de las economías dinámicas de Asia oriental

A pesar de su gran diversidad, los países exportadores de manufacturas de Asia tienen algunas características comunes en lo que respecta a sus estrategias y políticas de desarrollo (y a los resultados obtenidos). Esto hace de particular interés la comparación con América Latina. El análisis de esta sección se basa en la experiencia de Corea del Sur y Taiwán, economías que se han industrializado hacia afuera durante varias décadas. Desde fines de los años setenta, otras economías de Asia oriental (Indonesia, Malasia y Tailandia) han operado políticas más o menos similares, también con resultados favorables con respecto al crecimiento basado en las exportaciones de manufacturas. Todos ellos comenzaron su proceso de industrialización con un modelo de sustitución de importaciones. Sin excepción, estas economías transitaron hacia un modelo de industrialización hacia fuera, basándose, en gran medida, en el desarrollo ya alcanzado de destrezas y capacidades industriales. No hubo intento de borrón y cuenta nueva.

En general, la estrategia seguida por estas economías fue la de otorgar incentivos relativamente parejos a las exportaciones y a la producción para el mercado interno, dentro de una misma indus-

tría, pero incentivos bastantes distintos (y cambiantes en el tiempo) para industrias o sectores diferentes. En términos formales, el tipo de cambio efectivo (TCE), que incorpora el efecto de todos los incentivos (aranceles, subsidios, etc.) para las exportaciones era más o menos igual al TCE para los sustituidores de importaciones en una industria i , pero difería bastante entre una industria i y otra j :

$$TCE(X_i) \neq TCE(M_i); TCE_i \neq TCE_j$$

Aunque la protección en Corea y Taiwán disminuyó bastante en las décadas pasadas y ahora se acerca a las prevalecientes en los países desarrollados, estas economías comenzaron su proceso de industrialización hacia afuera con niveles de protección altos, que no fueron desmantelados al inicio del proceso de apertura, como sí lo hicieron los PAL en aras de reorientar con ello la economía hacia la exportación.⁴⁹ Lo que sí es distintivo en el caso de los países dinámicos de Asia es la capacidad del Estado de dar y quitar incentivos. En otras palabras, llama la atención la habilidad con que el Estado pudo aplicar políticas temporales de promoción. Además, todos los incentivos fueron habitualmente otorgados a cambio del cumplimiento de metas específicas, por lo general en el campo de las exportaciones.

Una característica muy importante de estas experiencias es el éxito con que las autoridades pudieron impedir que se generara una apreciación significativa del tipo de cambio real o que éste sufriera grandes fluctuaciones como las que han solido registrarse en los PAL.⁵⁰ El sesgo antiexportador de aranceles y de otras barreras comerciales fue en muchos casos compensado con diversos subsidios a las exportaciones. Para poder controlar el tipo de cam-

⁴⁹ Por ejemplo, en 1976, más de una década después del despegue de su proceso de industrialización, Corea del Sur tenía aranceles con un rango de 0 a 150% y cerca de mil ítems, aproximadamente 40% del universo, con tasas comprendidas entre 30 y 60%. Además, utilizaba profusamente medidas no arancelarias así como exenciones (Balassa, 1981a, capítulo 16; Bhagwati, 1981).

⁵⁰ Hasta mediados de los años noventa. En el capítulo VI se trata la "latinoamericanización" de varios países asiáticos, lo que los llevó a la crisis asiática en 1997 (cabe destacar que esa crisis no atacó a Taiwán, economía que mantuvo el control de su cuenta de capitales).

bio en forma eficaz, la mayoría de estas economías ejerció un control efectivo sobre los flujos de capitales extranjeros y logró un grado apreciable de estabilidad macroeconómica real.

La experiencia de los países asiáticos indica que la industrialización basada en el dinamismo exportador no requiere de una liberalización comercial indiscriminada. En efecto, se observa que los países estudiados pudieron, en general, mantener políticas relativamente proteccionistas y, al mismo tiempo, crecer hacia afuera con una notable expansión de las exportaciones no tradicionales. Dos hechos son fundamentales para explicar lo que aparece como una abierta contradicción con las recomendaciones convencionales de política comercial. Primero, en todos los casos exitosos las autoridades han usado activamente diversos subsidios a la exportación, que han servido para contrarrestar el sesgo antiexportador implícito en la protección de importables. Las economías asiáticas examinadas, sin excepción, dispusieron de mecanismos de reintegro de aranceles e impuestos indirectos para los exportadores, además de considerables facilidades crediticias. Segundo, los incentivos fueron otorgados a cambio de metas de desempeño específicas y por períodos limitados.

A pesar de que existen características comunes a todas las economías dinámicas de Asia, hay diferencias importantes entre ellos que es interesante consignar. Una de las características más notables de la experiencia coreana ha sido el trato distinto otorgado a industrias maduras y a industrias nacientes (Amsden, 2001; Westphal, 1992). Para las primeras, la política comercial procuró conceder un trato neutral y que se mantuvieran mecanismos de reintegro de derechos de aduana e impuestos indirectos para los exportadores directos e indirectos (estos últimos son productores que venden bienes intermedios y servicios a los exportadores).

Para las industrias nacientes promovidas por el Estado, la concesión de incentivos fue mucho más agresiva. El método fundamental fue la creación de monopolios temporales para ciertas empresas en los ramos industriales promovidos por el gobierno, a cambio del cumplimiento de metas de exportación específicas. Esto implicaba que, en la práctica, la promoción de sustitución de importaciones se transformaba también en un mecanismo para promover exportaciones.

taciones (Krugman, 1990b). A poco andar, las empresas promovidas se transformaron en exportadoras, subsidiando sus ventas al exterior con los fuertes beneficios obtenidos en el mercado nacional. Quizá lo determinante de este resultado fue que el sistema de incentivos administrado por las autoridades impulsó a las empresas beneficiadas a lograr competitividad internacional aceleradamente. Este énfasis les permitió beneficiarse rápidamente de economías de escala y de aprendizaje (*“learning by doing”*).

Otro elemento importante fue el acceso preferente que tuvieron las empresas en los sectores beneficiados al crédito de corto y largo plazo a tasas preferenciales. Estas formas de “represión financiera” se han justificado en la literatura por la presencia de fallas de mercado debidas a la existencia de información asimétrica, las que son particularmente agudas en los mercados de capitales (véanse Stiglitz, 1994; 1998). De hecho, al favorecer a ciertos sectores el gobierno estaba favoreciendo a conglomerados específicos, cuya creación había impulsado él mismo. El estímulo al surgimiento de agentes productivos en sectores promovidos por el Estado, incluyendo acceso fluido al crédito a tasas de interés subsidiadas, fueron las formas como el Estado intentó, exitosamente, superar las insuficiencias de los mercados de capital (Amsden, 2001). La política industrial fue secuencial: en los años sesenta se privilegió la inversión en cemento, fertilizantes y refinerías de petróleo; a fines de los sesenta y comienzos de los setenta, el énfasis se puso en acero y productos petroquímicos; en los años setenta, en astilleros, bienes de capital y bienes de consumo durable (incluyendo automóviles); y en los ochenta, en electrónica, telecomunicaciones e informática.

En Taiwán, las políticas industriales y comerciales fueron similares en ciertos sentidos; en especial, el carácter secuencial del apoyo estatal a empresas y sectores específicos: a los textiles, vidrio, plásticos, cemento y productos electrónicos de consumo en los años cincuenta; a los textiles sintéticos y al acero en los sesenta; a los automóviles en los setenta, y a la informática en los ochenta (Wade, 1990, capítulo 4). Se esperaba que todas estas industrias llegaran a ser competitivas internacionalmente en un plazo prudente, objetivo que, en la gran mayoría de los casos, se cumplió.

Algunos de los mecanismos de promoción fueron similares a

los utilizados por Corea: la protección del mercado local, los créditos de largo plazo subsidiados y las exoneraciones impositivas. Pero un aspecto algo distinto de la experiencia taiwanesa fue el uso activo de la empresa e inversión estatal y la promoción de la inversión extranjera (generalmente en asociación con el capital nacional) en sectores favorecidos. En general, el desarrollo de Taiwán fue intensivo en empresas pequeñas y medianas, mientras que el de Corea fue intensivo en grupos económicos (“*chaebols*”).

Con el correr del tiempo, tanto en Corea como en Taiwán el liderazgo del Estado en la estrategia industrial fue disminuyendo y adquiriendo formas menos intervencionistas. A medida que el Estado renunciaba a su papel de liderazgo en la industria, la protección en estas economías fue adquiriendo la función que se le atribuye en los países industrializados: defender los sectores más rezagados de la economía (especialmente, la agricultura). No obstante, ya había transcurrido cerca de un cuarto de siglo de un desarrollo productivo espectacular y un crecimiento promedio del orden de 7% anual.

El examen de las contrastantes estrategias de liberalizaciones latinoamericanas y de las experiencias asiáticas de más largo alcance arroja conclusiones importantes para el manejo de la política económica en América Latina. Ellas pueden ayudar a *reformular las reformas*, y lograr que los países de la región alcancen los objetivos que se perseguían con la liberalización comercial, aunque sea tardíamente. Esto es, acelerar el crecimiento y apoyar una transformación productiva más constructiva y con mayor equidad.

III.4. El marco analítico para una estrategia de inserción internacional

Las reformas comerciales de los PAL se insertaron en procesos amplios de cambio, que otorgaron a la competitividad internacional y a las exportaciones un papel protagónico. El instrumento central de la reforma ha sido la liberalización indiscriminada y rápida de las importaciones. Al exponer a los productores de importables a la competencia externa, se espera que mejore la productividad incorporando nuevas tecnologías y aumentando la

especialización. Los productores que no se adapten a la competencia externa serían desplazados del mercado y los recursos que éstos liberen serían absorbidos con rapidez por otras actividades, principalmente en la producción de rubros exportables. El supuesto siempre subyacente es que predomina un escenario de pleno empleo de trabajo y capital productivo. Cualquier subutilización de factores se originaría en obsolescencia (improductividad) o una intervención estatal siempre distorsionante.

Las exportaciones son incentivadas, en forma indirecta, 1) vía el abaratamiento y ampliación del espectro de insumos importables a los que pueden acceder con la reforma, y 2) por la depreciación del tipo de cambio que supuestamente la liberalización de las importaciones traería aparejada en el mercado cambiario.

En la realidad, la respuesta de los sustituidores de importaciones depende de la magnitud del cambio que experimenten los precios relativos, de su celeridad y de la capacidad de ajuste de los productores afectados. El ajuste es más constructivo si a los productores se les otorga el tiempo necesario para poder efectuar la reestructuración, pero sólo el estrictamente necesario, para así presionar efectivamente el cambio. Por ejemplo, si un arancel es redundante, toda el agua o redundancia en la protección efectiva puede removerse abruptamente; de igual manera puede efectuarse la arancelización de restricciones no arancelarias. Sin embargo, la reducción de la protección efectiva requiere ser graduada a la velocidad con que los productores pueden introducir innovaciones, aumentar su nivel de especialización y reasignar sus recursos. La velocidad de ajuste dependerá de la credibilidad que inspire el cronograma de cambio, del entorno macroeconómico (adecuación entre demanda efectiva y producto potencial y corrección [*rightness*] de macroprecios como la tasa de interés y tipo de cambio) y del acceso que tengan los productores al conjunto de recursos requeridos para efectuar la reestructuración. Entre éstos, deben encontrarse disponibles, en particular para la pequeña y mediana empresa, un segmento vigoroso del mercado de capitales de largo plazo, una oferta de mano de obra con la calificación apropiada, facilidades para acceder a nuevas tecnologías, acceso a mercados externos e infraestructura adecuada.

Ello determina si la exposición a la competencia resulta creadora o destructiva. No es de extrañar que las reformas neoliberales hayan fracasado en América Latina, pues no asumieron la importancia que reviste la presencia, previa o en paralelo, de este conjunto de factores.

La respuesta de las exportaciones dependerá de su intensidad en el uso de importables y del tratamiento comercial a que éstos estaban afectos antes de la reforma. Con frecuencia, los insumos y bienes de capital importados por exportadores han gozado de exenciones arancelarias. Pero en muchos casos las exportaciones han sido desalentadas por restricciones comerciales arbitrarias.

Un factor determinante de la respuesta de la producción, tanto de exportables como de importables, es el tipo de cambio real. Una reforma exitosa requiere que el efecto neto de la variación en los incentivos involucre impulsos positivos para la producción de transables. La capacidad de reestructuración depende también del dinamismo global de la inversión, la que está asociada al set de factores ya mencionados. Una capacidad efectiva para lograr una elevada tasa de inversión naturalmente viabiliza un ajuste más constructivo, con más ganadores y menos perdedores y, por consiguiente, más cerca del pleno empleo.

En síntesis, la combinación de los cambios en precios relativos, su credibilidad y gradualismo, y el marco macro y mesoeconómico en que se aplican las reformas, define si sus efectos o impulsos sobre la asignación de recursos serán predominantemente positivos o negativos.

III.4.1. DOS ESTILOS DE REFORMA COMERCIAL

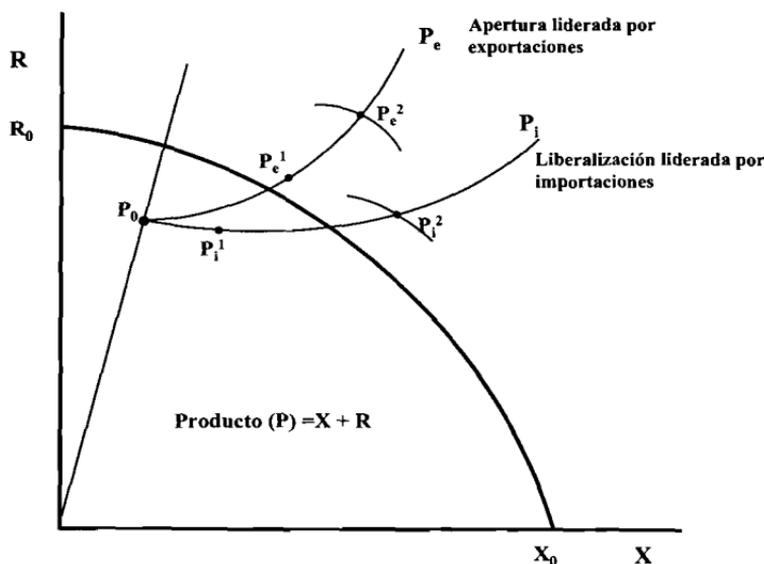
Hay dos alternativas ampliamente contrapuestas en la secuencia de la reforma y la trayectoria de la frontera productiva: la reestructuración puede partir expandiendo la frontera productiva, al estilo de los países asiáticos exitosos, o se puede iniciar con una caída en la actividad económica, en un proceso de ajuste prolongado que transita bajo la frontera de producción como en el caso de Chile en los setenta.

Ambos estilos son descritos en el gráfico III.2. El eje de X indica el valor agregado en la producción de exportables y R representa el resto del PIB (la suma de importables más no comerciables). R_0 y X_0 es la frontera inicial de producción y P_0 es el punto inicial de la producción propiamente dicha, situado por debajo de la frontera, que involucra un coeficiente de exportaciones reducido y cierta ineficiencia en la asignación de recursos. En el marco de una expansión dinámica de la frontera productiva, la reforma debería acercar la producción efectiva a la frontera (esto es, el producto efectivo debe crecer más rápido que el desplazamiento de la frontera productiva o PIB potencial), y debería trasladar la composición de la producción resultante hacia una proporción más intensa en exportables.

En una estrategia liderada por la promoción de las exportaciones (PX), en la cual la liberación de las importaciones juega sólo un papel secundario rezagado –como en el caso de las economías dinámicas de Asia oriental– el ajuste del nivel del PIB tenderá a seguir una trayectoria como la curva P_0P_e . Esta curva muestra un crecimiento más que proporcional de X acompañado de un au-

Gráfico III.2

Asia Oriental y América Latina: dos estrategias de reforma comercial



mento moderado de R , con una frontera productiva en expansión y una elevación gradual de la eficiencia de las firmas existentes. Así, la economía se posiciona en la frontera de producción o cerca de ella, la que se expande sostenidamente.

La curva $P_o P_i$ muestra una estrategia alternativa, similar a la utilizada en general por las reformas neoliberales de América Latina (propugnadas por el Consenso de Washington), con una trayectoria liderada por la liberalización de las importaciones (LM), una significativa quiebra o debilitamiento de firmas sustituidoras de importaciones y un aumento paulatino de exportaciones. Los impulsos de la "desustitución" dominan el ajuste en las etapas iniciales del proceso. Por ello, la economía se posiciona debajo de la frontera de producción. Este hecho tiende a desestimular la inversión, lo que además hará que la frontera permanezca estancada en los años iniciales de la reforma (véase capítulo II).

Es muy probable que las empresas que sobrevivan en la segunda estrategia sean, en promedio, más fuertes y dinámicas que en el primer caso. Sin embargo, durante los primeros años de ajuste, el volumen de los recursos productivos disponibles y su tasa promedio de utilización serán menores en esta alternativa, debido a la mayor intensidad de quiebras y redimensionamiento de la actividad productiva; involucrará una subutilización mayor de recursos y tenderá a estimular más débilmente a la inversión total. Por lo tanto, una mayor eficiencia microeconómica tenderá a coexistir con una menor eficiencia macroeconómica. La histéresis del proceso es determinante del resultado final. En efecto, lo que acontezca durante la transición será determinante del bienestar y la estructura productiva alcanzada al final del proceso de ajuste.

El conocido planteamiento de que la estrategia LM beneficia a los consumidores, pues así enfrentan ellos importaciones más baratas, peca del craso error de ignorar que los consumidores cesantes o quebrados son perdedores netos. Lo esencial para el bienestar social en una economía que no vive de sus rentas es lo que le sucede al conjunto de agentes en su calidad de productores.

Es claro que cada una de las dos opciones admite muchas variantes en el proceso de transformación productiva. Incluso en el interior de cada categoría de productos tenderán a abrirse di-

ferentes senderos intertemporales. Hay también cruces entre categorías: sustituidores de importaciones que se transforman total o parcialmente en importadores o que con las reformas pasan a ser también exportadores (Katz, 2000). Sin embargo, al concentrarnos sólo en dos alternativas diferenciadas nítidamente queremos ilustrar dos estilos contrapuestos de internacionalización.

En el gráfico III.2, el destino final de las dos estrategias alternativas está representado por los puntos de producción P_i^2 y P_e^2 . Ambos muestran incrementos fuertes de X, pero muy diversos de R. P_e^2 se asimila al caso de países como Japón, Corea y Taiwán, cuyo PIB se expandió notablemente durante un largo período, con un crecimiento económico liderado por X, pero con aumentos también significativos en R. La curva de crecimiento de Brasil, en las décadas del 60 y 70, también se caracterizó por su dinamismo, pero con una expansión más pareja de X y R (en las proximidades de la prolongación de OP_0). Chile, en cambio, entre 1981 y 1989, está mejor representado por P_i^2 , con una fuerte expansión de X, pero un estancamiento de R al comparar con la producción en P_0 : X creció sustancialmente (51% en las exportaciones reales de bienes y servicios per cápita), en tanto que R aumentó levemente en total y decreció en términos per cápita (la producción de sustitutos de importaciones o importables creció, mientras que la de no comerciables cayó); por eso el PIB creció menos de 3% anual en ese período. Sin embargo, en los noventa, el desempeño del PIB de Chile y su composición se aproximó a la experiencia asiática. En efecto, en 1990-98 el crecimiento del PIB promedió 7,1%, el de X fue 9,9%, y R se expandió un vigoroso 6,5% (véase Ffrench-Davis, 2004, cuadro VI.4).

III.4.2. EL PAPEL DEL TIPO DE CAMBIO

Es indudable que el manejo del tipo de cambio es determinante de los resultados que se logren. Evitar el atraso cambiario parecería ser una condición *sine qua non* para el éxito de cualquier reforma comercial. De nuevo, la experiencia chilena en el período 1976-81 (así como la de otros países del Cono Sur en los años setenta) demuestra lo nocivo que puede ser el doble impacto de

la apreciación del tipo de cambio real junto con la liberalización drástica de las importaciones. A modo de ejemplo contrario, el nuevo ajuste realizado en Chile desde 1983 fue más exitoso y sostenible que el practicado en los años setenta, porque la reforma fue complementada por una fuerte depreciación cambiaria real y por incentivos directos a las exportaciones.

La mayoría de las liberalizaciones más recientes en América Latina y en particular las más abruptas, tales como las de la Argentina y Perú, ocurrieron en un contexto de fuerte apreciación cambiaria real. La experiencia de diversos países latinoamericanos demuestra que, excepto en el corto plazo y con el fin de cambiar las expectativas, el ancla cambiaria para los precios internos ha demostrado ser muy endeble, en especial en los países con inflación alta (véase capítulo I). Evidentemente, se pierde una herramienta de política indispensable, como es la del tipo de cambio, para la transformación productiva con equilibrio externo. Ése es uno de los mensajes potentes de las experiencias exitosas de Asia oriental hasta mediados de los noventa.

En los años cincuenta y sesenta la apreciación fue posible en varias ocasiones al ser compensada con restricciones a las importaciones más severas. En los noventa, dada la liberalización de las importaciones y términos de intercambio constantes, la apreciación pudo ser viable sólo bajo dos condiciones. Primero, en el caso de una apreciación inducida por mejoras de productividad neta, con exportaciones que aumenten a un ritmo acelerado en respuesta a esa mayor productividad (Balassa, 1981b); no obstante, en general, las reformas comerciales de los años noventa terminaron provocando que las importaciones aumentaran más rápido que las exportaciones, demostrando que la apreciación fue más enérgica que el cambio en la productividad. Segundo, la apreciación se torna viable sólo debido a la entrada voluminosa de capitales, como en los noventa, mientras se mantienen las expectativas optimistas de acreedores e inversionistas.

La liberalización financiera externa, en situaciones como las vigentes en la segunda mitad de los años setenta o durante la mayor parte de los noventa, dificulta el manejo del tipo de cambio real (véase Williamson, 1992; 2000). Los flujos de capital de corto

plazo, que buscan ganancias especulativas en torno a los diferenciales entre las tasas de interés y de otros retornos internacionales e internos, pueden tornar el tipo de cambio real muy inestable y dificultar el manejo de este instrumento de política económica tan crucial para el logro de la transformación productiva. La experiencia de muchos países latinoamericanos en la década pasada fue que los flujos de capitales financieros son muy volátiles, desestabilizan el tipo de cambio y ponen en peligro la estrategia de desarrollo basada en las exportaciones. Además, la inestabilidad cambiaria y de tasas de interés tiende a estimular el “rentismo” sobre la rentabilidad basada en la productividad y a entregar señales confusas a los asignadores de recursos. Por lo tanto, la regulación de estos flujos es esencial para dar consistencia a esta estrategia.

III.4.3. SELECTIVIDAD VERSUS NEUTRALIDAD DE INCENTIVOS

Las principales experiencias históricas y los casos que aquí se han examinado contradicen la hipótesis de que, una vez conseguida la neutralidad en los incentivos a través del desmantelamiento de toda protección y la prescindencia de los subsidios, los recursos se reasignan espontáneamente y a bajo costo hacia los sectores en los que un país tiene ventajas comparativas. La experiencia chilena de los setenta demuestra los altos costos de la liberalización drástica y de la renuncia a toda selectividad. Para la mayoría de los trabajadores y empresarios, esos costos (esencialmente de transición) son difícilmente compensados por el eventual mayor crecimiento que se alcance después de terminado el ajuste. Políticas más selectivas y graduales en lo que respecta a la liberalización de las importaciones y un apoyo más decidido a las exportaciones no tradicionales, por lo que sugieren las experiencias asiáticas, habrían resultado en un comportamiento más dinámico de la economía en su conjunto.

Si se quiere llevar a cabo una transformación productiva eficiente, que incluya una mayor apertura comercial (tanto de importaciones como de exportaciones) y una inserción de mayor calidad en los mercados internacionales, no basta con el impulso

puramente negativo de la liberalización. También serán necesarias políticas que impliquen impulsos positivos. Esto no significa, obviamente, un retorno a las políticas de protección alta e indiscriminada del pasado. En efecto, se puede argumentar que las políticas de sustitución de importaciones adolecieron del defecto de ser más bien indiscriminadas que selectivas. Lo que se requiere es un grado mayor de selectividad, pero garantizando que las desviaciones de la neutralidad sean pocas y bien elegidas, dándose incentivos equivalentes tanto para exportar como para producir para los mercados nacionales un producto dado (véase capítulo IV).

En lo que se refiere al arancel, no hay razones teóricas convincentes para optar por la absoluta uniformidad en un mundo subóptimo. Si la mayoría de las actividades industriales están sujetas a economías dinámicas más o menos difusas, se puede argumentar (como lo hace Rodrik, 1992) que es conveniente favorecer una amplia categoría de actividades, en lugar de “escoger ganadores” específicos. La moderación en el nivel de los aranceles y en el número de tramos ayudará a evitar abusos y la actividad rentística (*rent-seeking*). Además, toda preferencia arancelaria por encima del nivel básico debe ser temporal.

Los subsidios a las exportaciones resultan inevitables para evitar el sesgo antiexportador, especialmente si se quiere fomentar una industrialización eficiente en presencia de aranceles de importación. Un elemento indispensable en el esfuerzo para evitar el sesgo antiexportador son los sistemas de reintegros de derechos por los insumos utilizados en la producción de exportables. Por otro lado, existe una positiva experiencia en América Latina (por ejemplo, en Brasil, Colombia y Costa Rica) y en Asia con los subsidios a las exportaciones no tradicionales. Para minimizar el peligro de que estos subsidios se presten a abusos, cabe diseñar un sistema en que los subsidios vayan decreciendo a medida que las exportaciones aumenten, con un cronograma anunciado de antemano y no sujeto a renegociaciones.

En la formulación de políticas comerciales hay que considerar que el contexto internacional ha cambiado sustancialmente desde que los países dinámicos del este asiático comenzaron sus procesos de industrialización basados en las exportaciones, en las

décadas del sesenta y del setenta. En la actualidad, es casi imposible pensar en incentivos de la magnitud de los otorgados entonces por esos países, tanto por el entorno internacional menos dinámico y más proteccionista (que implica, por ejemplo, que ahora es más probable que los países importadores se protejan contra los subsidios a la exportación a través de gravámenes compensatorios), como porque la reglamentación internacional en materia de política comercial se tornó más estricta después de la Ronda Uruguay.

Existe un área de política económica muy importante donde hay una simetría natural de los impulsos positivos y los negativos; esto es, $TCE_{Xi} \approx TCE_{Mi}$. En el caso de países con un proceso de integración, se registra un estímulo para las importaciones intrarregionales *pari passu* con las exportaciones intrarregionales. La proliferación de acuerdos de integración regionales en los años noventa ha suavizado el impacto de la liberalización unilateral de importaciones y, a la vez, ha incentivado en forma importante la exportación de manufacturas. Como en general están respaldados por aranceles externos relativamente bajos, han sido denominados por CEPAL de “regionalismo abierto” (véase capítulo IV).

III.4.4. LA RELACIÓN ENTRE LIBERALIZACIÓN DE LAS IMPORTACIONES Y PROMOCIÓN DE LAS EXPORTACIONES

La experiencia ha demostrado que es más efectivo liberalizar las importaciones (la etapa siguiente a la eliminación del agua en la protección) después de haber alcanzado un crecimiento sostenido de las exportaciones y una transformación dinámica del aparato productivo. Los casos de Asia oriental así lo atestiguan. Ésta es la primera de las opciones indicadas en el esquema analítico presentado en el gráfico III.2. Aunque este camino ya no es una opción factible para muchos PAL después de la Ronda Uruguay, la lección rescatable de las experiencias asiáticas consiste en que es menester apuntar directamente al dinamismo exportador y no esperar que la liberalización de importaciones, por sí sola, genere los incentivos para las exportaciones.

En la mayoría de las liberalizaciones llevadas a la práctica en América Latina, la opción de fomentar las exportaciones primero y liberalizar las importaciones después ya fue explícitamente descartada: la liberalización ya ocurrió y se hizo en un contexto en el cual la creación de capacidad productiva en las economías nacionales distaba mucho de exhibir un comportamiento dinámico. Las importaciones han sido liberalizadas sin dar un apoyo significativo a las exportaciones más allá de la reducción de las restricciones sobre los insumos importados y la suposición de que se registrará espontáneamente una depreciación cambiaria. Es más, en muchos de los países que han emprendido reformas profundas se ha procedido a dismantelar o a reducir los esquemas de promoción de exportaciones que fueron exitosos en el pasado. Esto explica, entonces, por qué los estímulos negativos han tendido a predominar por sobre los positivos; de allí, los elevados costos de las liberalizaciones en términos de crecimiento en la transición hacia un nuevo equilibrio. Un interrogante constructivo es, dadas las restricciones que impone el camino escogido, ¿cómo mejorar la eficiencia global de las reformas comerciales? El capítulo IV está dirigido a responder este interrogante en cuanto a la contribución de las exportaciones al desarrollo.

Capítulo IV

DINAMISMO EXPORTADOR: ¿MOTOR DEL CRECIMIENTO EN AMÉRICA LATINA?

Introducción

Desde mediados de los años ochenta América Latina experimentó un auge exportador muy significativo, asociado primero a la devaluación de sus monedas locales por la crisis de la deuda y, en segundo lugar, a un intenso proceso de apertura comercial. En efecto, la región mostró un notable dinamismo en la expansión de sus exportaciones, que crecieron sobre 7% en 1990-2004. Sin embargo, a pesar del éxito exportador, el desempeño económico global ha sido insatisfactorio, con un crecimiento promedio del producto interno bruto de 2,6% en el mismo período. ¿Por qué el auge exportador no fue capaz de impulsar un mayor crecimiento del producto como sí ocurrió, por ejemplo, en Asia oriental?

La respuesta es compleja. Por una parte, las reformas comerciales indujeron fuertes impulsos negativos sobre los sectores sustituidores de importaciones (véase capítulo III) y coadyuvaron a la gestación de costosos desequilibrios externos que se tradujeron en crisis a través de esta década y media (véase capítulo VI). Por otro lado, la intensidad y calidad del dinamismo exportador y su conexión con el resto de la economía son muy distintos de los observados en Asia. América Latina mantiene una canasta exportadora que depende mayoritariamente de los recursos naturales con escaso valor agregado.

Luego de la fase de liberalización unilateral, la región abrió un nuevo ciclo de fortalecimiento de la integración intrarregional, caracterizado por la firma de numerosos tratados de comercio libre o preferencial. Esta estrategia —llamada de *regionalismo*

abierto— mejoró las condiciones del proceso de apertura de los países latinoamericanos debido al carácter recíproco del intercambio, en oposición a la apertura unilateral, ampliando los mercados para los participantes. A su vez, la mayor integración intrarregional estimuló un cambio en la canasta exportadora y favoreció una mayor participación para rubros no tradicionales, en particular de bienes manufacturados. No obstante, muchos de los beneficios potenciales de estos procesos de integración permanecen desaprovechados, pues el proceso es aún incipiente y muy vulnerable a la inestabilidad de las economías de la región, como lo demuestra el retroceso sufrido luego de 1998.

En este capítulo se examina la evolución de las exportaciones de América Latina durante los años noventa y lo transcurrido de esta década, y su vinculación con el desarrollo económico. En la sección 1 se analiza la relación entre el desempeño exportador y el crecimiento de la región. En la sección 2 se revisa la experiencia de regionalismo abierto en América Latina y su efecto sobre la calidad de las exportaciones. Finalmente, en la sección 3, se discuten políticas para mejorar la calidad de la inserción en el mercado internacional y cómo contribuir a una expansión vigorosa de las exportaciones asociada a un crecimiento económico sostenido.

IV.1. Exportaciones y desarrollo

Las exportaciones deberían liderar el crecimiento económico. De acuerdo con este enfoque, América Latina, por muchos años, debe mostrar exportaciones expandiéndose más rápido que su PIB. Su éxito en la expansión acelerada de las exportaciones y su fracaso en generar crecimiento económico rápido y convergencia con los países desarrollados revela que un desarrollo exportador dinámico no es una condición suficiente para el desarrollo económico. ¿Cuáles son los canales a través de los cuales se vinculan las exportaciones al desarrollo y cuál ha sido el desempeño global de la región al respecto?

IV.1.1. EL PAPEL DE LAS EXPORTACIONES

Hay diversos canales a través de los cuales las exportaciones pueden incrementar el ritmo de crecimiento económico de un país: 1) por la generación de divisas, vía exportaciones, con un costo real de producción menor que el que implicaría producir localmente las importaciones requeridas para alimentar la expansión económica; ello eleva la productividad promedio del país, y del mundo; 2) por el aprovechamiento (o explotación) de economías de escala y especialización, que es posibilitada por el acceso a los mercados externos; 3) por los efectos positivos o encadenamientos que la actividad exportadora tiene sobre otras actividades locales, gracias a la demanda por productos y servicios de proveedores locales (permitiendo activar recursos físicos y humanos insuficientemente utilizados, o reasignándolos a usos de mayor productividad, o estimulando nuevas inversiones de estos proveedores); 4) al involucrar un mayor contacto con la economía internacional, las mejores prácticas y las persistentes exigencias de competitividad que se imponen a las actividades exportadoras; y 5) las exportaciones pueden tener también un papel macroeconómico. En economías con RED, las mayores exportaciones contribuyen a aumentar la tasa de uso de recursos. Por ejemplo, la recuperación económica notable de 2004 fue generada por el incremento directo del volumen de exportaciones, un efecto multiplicador de ese aumento sobre la demanda agregada y un mejoramiento en los términos de intercambio. Este efecto macroeconómico directo sobre la actividad económica y el bienestar llenó, en este caso, el vacío dejado por las deficientes políticas macroeconómicas que prevalecieron en 1998-2003 (véanse capítulos I y VI).

Desde el punto de vista de la generación de divisas, lo importante no es sólo el volumen de divisas que se obtiene, sino además la perspectiva de su crecimiento en el futuro. De ahí la relevancia de promover exportaciones de bienes y servicios cuya demanda externa presente tendencias de ascenso vigoroso en el tiempo. Una de las falencias de una fuerte concentración en exportaciones de recursos naturales tradicionales es que la demanda mundial crece lentamente, y muchas naciones en desarrollo presionan

la oferta, con impactos depresivos sobre los precios. Para sostener un crecimiento elevado del volumen de las exportaciones –por ejemplo, entre 8 y 12% real por año, sin deterioro de los términos de intercambio– es imprescindible diversificar la canasta exportadora hacia rubros con demanda internacional más dinámica.

En cuanto a la capacidad de multiplicación interna de las externalidades positivas, ella será mayor cuanto más alto sea el número de firmas y sectores productivos asociados a las exportaciones. Ese impacto será más intenso cuanto mayor sea la capacidad nacional para absorber el aprendizaje de las empresas exportadoras, lo que resalta la importancia de los vínculos entre la actividad exportadora y los mecanismos de transferencia y difusión interna de tecnología, así como la capacitación del capital humano. Ello se puede encuadrar, en general, como el desarrollo de *competitividad sistémica* (véase Fajnzylber, 1990).

Lo anterior ilustra la importancia de poder contar con políticas de apoyo público a la actividad exportadora. Una estrategia de inserción internacional debe otorgar prioridad al crecimiento y diversificación sostenible de las exportaciones como una meta de largo plazo, fortaleciendo los vínculos de la actividad exportadora con las demás actividades de la economía, coordinando los sistemas de fomento exportador con políticas públicas de desarrollo productivo, innovación tecnológica y empleo, teniendo en cuenta el impacto sobre las exportaciones del diseño y ejecución de las políticas cambiarias, financieras y fiscales (véanse capítulo I y Bouzas y Keifman, 2003).

IV.1.2. EL DESEMPEÑO EXPORTADOR DESDE LOS NOVENTA Y SU CONEXIÓN CON EL CRECIMIENTO

Al analizar el desempeño exportador de América Latina de las últimas décadas, afloran dos hechos empíricos relevantes. Primero, al comparar los resultados entre países en un mismo período de tiempo reciente, existe una correlación positiva entre el crecimiento del PIB y el crecimiento de las exportaciones: en las últimas tres décadas, los países con mayor dinamismo exportador han sido, en

promedio, aquellos con una tasa mayor de expansión del PIB (CEPAL, 1998, capítulo III; Macario, 2000). Dado que desde la década de los ochenta las exportaciones han crecido más que el resto del producto, esto es, el PIB no exportado, las exportaciones han sido uno de los componentes más dinámicos de las economías de la región. Este primer hecho parece confirmar que el logro de un dinamismo exportador debe ser un eje de las políticas de desarrollo.

Segundo, al realizar una comparación intertemporal, con series extensas de tiempo, la correlación positiva entre crecimiento económico y dinamismo exportador normalmente se rompe o diluye. En efecto, por una parte, el período de mayor crecimiento de América Latina (1950-80) no fue acompañado por un gran dinamismo exportador; por otra, a partir de los noventa las medias tasas de crecimiento económico convivieron con un gran despegue del comercio: la elasticidad PIB a exportaciones es positiva, pero notablemente menor que uno. Como veremos, esto se debe a que el PIB depende no sólo de las exportaciones: el PIB no exportado representa la mayor parte de la actividad económica de la región. En una mirada de largo plazo a las exportaciones, se observa que las tasas de expansión registradas desde los años noventa son las mayores de la historia reciente. Dado el lento crecimiento del PIB, es efectivo que la importancia de las exportaciones brutas en el PIB pasó de una llanura de apenas 11% del PIB en los setenta a una participación de 22% en 2000-04 (a precios corrientes, véase cuadro IV.1). Pero, también es efectivo que el 78% del PIB no se exporta, y su desempeño influye muy intensamente en la evolución del PIB total. Por otro lado, el efecto de las exportaciones sobre el crecimiento ha sido débil. Esta segunda regularidad empírica muestra que el desarrollo exportador debe estar inserto en un contexto de dinamismo integral de la economía nacional para que se traduzca en una expansión significativa del producto.

En los años ochenta, los PAL hicieron un esfuerzo exportador intenso dirigido a generar divisas para servir la deuda externa. No siempre el impulso exportador correspondió a una estrategia deliberada de desarrollo; muchas veces fue la respuesta a devaluaciones cambiarias masivas, forzadas por la escasez de divisas, y por una depresión intensa de la demanda interna. De hecho, se logra-

Cuadro IV.1

América Latina: Indicadores de comercio exterior y crecimiento, 1950-2004

(variación anual promedio y participación en el PIB, %)

	1950	1960	1970	1980	1990	2000-04e
América Latina (19)						
Crecimiento del PIB	4,9	5,7	5,7	1,8	2,8	2,2
Crecimiento de las exportaciones ^a	4,2	4,5	2,4	4,8	8,1	5,7
Crecimiento de las importaciones ^b	3,2	3,5	7,6	-0,1	10,6	4,1
Exportaciones de bienes y servicios/PIB ^c	12,4	12,1	10,8	14,9	15,6	22,6
Importaciones de bienes y servicios/PIB ^c	12,0	11,6	11,7	13,1	16,6	22,5
América Latina (18, Venezuela excluido)						
Crecimiento del PIB	4,7	5,7	6,0	2,0	2,8	2,2
Crecimiento de las exportaciones ^a	3,5	4,9	5,5	5,6	8,4	6,0
Crecimiento de las importaciones ^b	2,0	5,0	7,2	0,6	11,0	4,2
Memo: MUNDO						
Crecimiento del PIB	4,4	5,5	4,2	3,0	3,1	3,7
Crecimiento de las exportaciones ^d	7,1	9,0	5,9	3,7	5,8	4,9

Fuentes: CEPAL, FMI y OMC.

a Exportaciones de bienes y servicios, según datos de cuentas nacionales.

b Importaciones de bienes y servicios, según datos de cuentas nacionales.

c Basado en datos de balanza de pagos en dólares corrientes.

d Exportaciones de bienes.

e Los datos para 2004 son preliminares.

ron significativos superávits comerciales que permitieron cubrir una transferencia negativa de fondos con el exterior. Esta coyuntura de restricción externa reforzó los efectos positivos de las exportaciones. Como resultado, en este período, aquellos países que lograron mayores tasas de crecimiento de sus exportaciones fueron, en promedio, los que se recuperaron con mayor fuerza. Sin embargo, dado que al mismo tiempo el resto de la economía todavía enfrentaba procesos de grandes ajustes, el logro exportador en cuanto a volumen y diversificación (véase CEPAL, 2002, capítulo 6), no estuvo asociado a un crecimiento elevado del PIB.

En los noventa, en el marco de las reformas económicas adoptadas por la región, se situó al impulso exportador como líder del desarrollo en la mayoría de los PAL. No obstante, aunque hubo una recuperación respecto de la llamada década perdida, nuevamente el crecimiento del PIB fue desilusionante. El cuadro IV.2 muestra que en los 15 años transcurridos desde 1990, la expansión de las exportaciones de la región promedió 7,3% anual, por sobre el 5,5% que creció el intercambio comercial mundial. Sin embargo, el PIB de la región aumentó apenas 2,6%, cifra inferior a la de 3,3% del PIB mundial.⁵¹

Cuadro IV.2
América Latina y el mundo: crecimiento del PIB total, exportaciones y resto, 1990-2004
 (tasas de crecimiento promedio anual, %)

	América Latina (19) Producto Interno Bruto			Mundo	
	TOTAL	No exportado	Exportado	Exportaciones	PIB
1990-97	3,2	2,5 (2,2)	8,3 (1,0)	6,1	3,1
1998-2003	1,3	0,5 (0,4)	5,4 (0,9)	4,5	3,4
2004	5,8	4,8 (4,0)	10,8 (1,8)	6,9	4,6
1990-2004	2,6	1,8 (1,6)	7,3 (1,0)	5,5	3,3

Fuente: Cálculos sobre la base de cifras oficiales de la CEPAL para 19 países; FMI y OMC. Entre paréntesis las contribuciones al crecimiento total de la economía del PIB no exportado y exportado, respectivamente. El valor agregado exportado, que es el que se registra en este cuadro, fue estimado descontando desde las exportaciones brutas de bienes y servicios, su contenido importado. Este último se asumió igual a la participación de bienes importados de capital e intermedios en el PIB total. Para la maquila mexicana se utilizaron datos efectivos de valor agregado.

⁵¹ Una relación similar se dio en cifras per cápita. El PIB por habitante de los PAL aumentó 0,9% anual en 1990-2004, en comparación con 1,1% mundial y 1,8% en los Estados Unidos.

En el período de recuperación económica de la región —en 1990-97— las exportaciones crecieron 8,3%, cerca de 40% más rápido que el comercio internacional. Es un hecho, sin duda, meritorio. Como se expone en la sección 2, el auge del intercambio intrarregional jugó un papel clave, aunque las exportaciones al resto del mundo también crecieron vigorosamente. Fue lo que se denominó un proceso de regionalismo abierto (véase sección 2).

Sin embargo, como lo certifica el cuadro IV.2, la velocidad de 8,3% de las exportaciones se expresó en un alza del PIB de sólo 3,2%. ¿Cómo se explica esto? En primer lugar, la importancia de las exportaciones en el PIB durante los noventa era aún modesta en América Latina. Ello implica que el efecto directo de aumentar las exportaciones era todavía escaso: el crecimiento de las exportaciones justificó, directamente, sólo 1 punto porcentual del crecimiento del PIB. Segundo, las “externalidades macroeconómicas” positivas de las exportaciones sobre el resto de la economía fueron débiles dado que, esta vez, las economías no enfrentaban una restricción externa como en los ochenta (sino más bien lo contrario: un exceso de capitales externos) y, por tanto, no existía la posibilidad de una contribución de las exportaciones de tipo keynesiano. Tercero, la composición de la canasta exportadora implicó limitadas externalidades positivas para la productividad, dado que se mantuvo dominada por rubros con escaso contenido tecnológico y utilización de mano de obra. Cuarto, debe tenerse presente lo que ocurría con el resto de la producción de transables. En las experiencias de apertura unilateral se favoreció el desarrollo exportador, pero al mismo tiempo se generaron efectos negativos sobre los sectores sustituidores de importaciones (capítulo III). Finalmente, el estilo de hacer macro y microeconomía involucró un pobre desempeño de la producción de no transables.

Las fallas en la macroeconomía real han implicado gran inestabilidad en la demanda efectiva, en el mercado interno, por los productos no exportados;⁵² durante la mayor parte del tiempo,

⁵² Nótese que el desempeño de las exportaciones está más asociada a la calidad de macroeconomía que se enfrente en los mercados externos, y el desempeño del resto del PIB está asociado a la calidad de macroeconomía que ejecuten las autoridades nacionales.

no sólo en los ochenta, sino también desde 1990, los productores (empresarios, capitalistas y trabajadores) han enfrentado una brecha recesiva, esto es, entre su capacidad instalada y su producción efectiva.⁵³ En la dimensión microeconómica se ubica la debilidad de las políticas dirigidas a *completar* mercados de capital (segmentos de largo plazo y acceso de las PYMES), tecnología (capacitación laboral y pequeños y micro empresarios). Esa debilidad en lo microeconómico y lo macroeconómico explica la persistente falencia en lo que respecta a la competitividad sistémica. Con todo, el buen desempeño del volumen exportado fue acompañado de una modesta alza de 2,5% del resto del PIB.

Una excepción en los PAL, en el mismo período 1990-97, fue la de Chile, cuyas exportaciones crecieron 10,5% por año; el PIB registró un aumento de 7,6%, gracias a que el auge exportador estuvo asociado a un crecimiento de 6,9% anual del resto de la economía nacional (Ffrench-Davis, 2003, capítulo VIII). Como se expone en el capítulo VI, en ese período Chile aplicó una política que se asimila a nuestro enfoque de macroeconomía real o para el desarrollo. Asimismo, es muy relevante el notable récord de los países de Asia oriental, que en 1990-97 lograron un crecimiento anual promedio de 7% junto con un gran dinamismo del resto de su economía (esto es, del PIB no exportado), que se expandía cerca de 6% anual. Ello refleja una competitividad sistémica, así como elevadas inversiones, no sólo en rubros exportables sino también en sustitutos de importaciones y en no transables (no comerciables internacionalmente).

Desde 1998, tanto la evolución de las exportaciones como del PIB registraron un empeoramiento notorio, asociado a la emergencia de la crisis asiática (véase cuadro IV.2). Con la crisis asiática, los precios de exportación y los términos del intercambio de los PAL no petroleros se deprimieron. En 2001-03, sus términos del intercambio se ubicaron 10% por debajo de 1997. Además, la caída de las ventas a mercados asiáticos a fines de los noventa contagió

⁵³La brecha recesiva del PIB total se tiende a ubicar en el PIB no exportado; éste, ante los shocks negativos se ajusta más por cantidad que por precio, en contraste con las exportaciones de recursos naturales, que son las predominantes en los PALs, que se ajustan más por precio.

a la región, produciendo una fuerte depresión en el intercambio intrarregional, en particular en Sudamérica. En consecuencia, la velocidad del impulso exportador del conjunto de la región se debilitó y se rejudo a 5,4% en 1998-2003.

El contagio de la crisis de Asia oriental se produjo tanto por ese deterioro exportador como por la salida acelerada de capitales líquidos y de corto plazo. Ambos impactos recesivos –en un contexto de vulnerabilidad interna– se expresaron en la prolongada depresión experimentada por los PAL en 1998-2003 (véase capítulo VI). Naturalmente, ello ataca más profundamente a la economía interna, como lo muestra el cuadro IV.2. Un crecimiento de las exportaciones moderado a un 5,4% estuvo asociado a un PIB cuya velocidad se deprimió a un 1,3%; en tanto que el resto del PIB, que representaba alrededor de 84% del producto regional total, se expandió apenas 0,5%; ambas cifras resultan negativas si se descuenta el aumento de la población de 1,6% (todos promedios anuales del sexenio). Así, se dio lugar (en este sentido) a “un sexenio perdido”, replicando la “década perdida” de los ochenta.

En 2004 hubo un mejoramiento sustancial de las condiciones externas. La economía mundial creció 4,6% y las exportaciones globales se expandieron 6,9% (véase cuadro IV.2). El aumento de la demanda mundial llevó a un incremento sustancial en los precios de exportación para los PAL. Una de las causas de este escenario de bonanza es la progresiva presencia de China –que ha venido creciendo a tasas en torno a 10% por año en las últimas décadas– en la definición de las tendencias económicas mundiales. El dinamismo chino facilitó una recuperación liderada por las exportaciones en el caso de varios PAL exportadores de recursos naturales (por ejemplo, la Argentina, Brasil, Chile y Perú), que elevaron notablemente sus exportaciones hacia China. Sin embargo, por otro lado, el desarrollo chino amenaza las exportaciones manufactureras de algunos PAL con un patrón de especialización similar. Ése es el caso de México y América Central que ahora enfrentan una mayor competencia tanto en los mercados externos de bienes (particularmente en Estados Unidos) como en la atracción de IED nueva.

La recuperación vigorosa del PIB en 2004, con un crecimiento del 5,8%, fue liderada por el dinamismo exportador. Sin embargo, sobre dos tercios del aumento de actividad fueron explicados por el incremento en el PIB no exportado, como lo señala el cuadro IV.2. Con todo, la brecha recesiva fue reducida mas no eliminada, dejando espacio para que la reactivación pudiera continuar en 2005.

IV.2. El regionalismo abierto

Durante los años noventa, además de la tendencia a la apertura unilateral (véase capítulo III), comenzó una nueva serie de procesos de integración comercial intrarregional, que tomó forma mediante tratados bilaterales y multilaterales firmados entre distintas combinaciones de PAL. Este modelo, en el que economías relativamente abiertas tratan de expandir sus mercados a través de una interdependencia creciente entre los mercados regionales, es conocido como de *regionalismo abierto*.⁵⁴

IV.2.1. BASE ANALÍTICA PARA LOS ACUERDOS COMERCIALES PREFERENCIALES

Los escritos tradicionales sobre los costos y beneficios de la integración económica se centran en las preferencias arancelarias dentro de un marco de equilibrio competitivo óptimo. Convencionalmente se trabaja con el supuesto de que la única desviación respecto de este equilibrio es la presencia de restricciones a

⁵⁴ Véase Devlin y Giordano (2004) y Bouzas (2005). Hasta junio de 1990 predominaba ostensiblemente la opinión de que los acuerdos de integración debían ser de un alcance parcial y muy limitado, al estilo de los vigentes en la Asociación Latinoamericana de Integración. El enfoque analítico predominante era que los bloques comerciales eran ineficientes y un obstáculo para el comercio mundial. La Iniciativa para las Américas del presidente Bush, lanzada en 1990, cambió radicalmente esa concepción y hoy las autoridades parecen haberse olvidado de las preocupaciones respecto de la desviación de comercio.

las importaciones. En este marco, la integración sólo es beneficiosa si entraña un avance hacia el libre comercio. En otras palabras, si los efectos de la creación de comercio (el desplazamiento hacia fuentes de abastecimiento más económicas) son superiores a aquéllos de la desviación del comercio (desplazamiento hacia fuentes de abastecimiento más costosas). No obstante, lo esencial es la forma como se miden los costos y como éstos evolucionan; de acuerdo con el sistema convencional, éstos se cuantifican a los precios de mercado netos de aranceles y se ignoran los costos de transición (la histéresis del proceso) y la presencia de mercados *incompletos*, así como la capacidad de adquirir competitividad. El supuesto lleva a la obvia conclusión de que la política nacional óptima, en vez de cualquier integración regional, es la liberalización general unilateral.

Entonces ¿cuál es la razón por la que tantos países quieren participar en procesos de integración, aun en estos tiempos en que está de moda el libre comercio unilateral? La integración regional se sustenta en consideraciones estratégicas originadas en la existencia de mercados *incompletos* e imperfectos, internos o externos, que ponen trabas a la captación y difusión de las ganancias de eficiencia y al desarrollo de nuevos patrones productivos con niveles progresivamente más elevados de conocimiento y valor agregado. Los cinco puntos que se mencionan a continuación están relacionados con el comercio de bienes y servicios. Ellos proporcionan las bases analíticas para fundamentar acuerdos de integración regionales con regímenes de importación preferenciales. Asumimos que la integración regional tiene lugar en un marco definido de regionalismo abierto, con aranceles externos "moderados".

1) Los mercados mundiales no son totalmente abiertos y estables. Sin embargo, son amplios, han crecido en torno a 50% más rápido que el PIB en el último medio siglo, alcanzando un quinto del PIB mundial. Sin embargo, las exportaciones de los PAL se concentran en recursos naturales primarios y semielaborados. En consecuencia, estén participando o no en acuerdos comerciales preferenciales (ACP), los mercados mundiales han sido y seguirán siendo decisivos para las exportaciones tradicionales de los PAL; en

los mercados de esos rubros predomina la inestabilidad, pero se relaciona más bien con los precios que con el acceso (de volumen). No obstante, en el caso de muchos productos no tradicionales (incluyendo recursos naturales no tradicionales), el acceso a los mercados es más limitado e inestable. Es en estos productos en que los ACP adquieren especial importancia.

2) En vista de las distorsiones en el acceso a los mercados mundiales, para un país emergente es más difícil aprovechar las economías de escala y de especialización. El mejoramiento del acceso a los mercados externos ayuda a aprovechar esas economías y, de hecho, este logro ha sido una meta principal de los responsables de las políticas y una fuerza estimulante para los ACP regionales. En consecuencia, frente a economías de escala, lo que de otra forma podría ser una desviación de comercio ineficiente, puede convertirse en una desviación de comercio reductora de costos e incrementadora del bienestar.⁵⁵

3) Los mercados internos de factores son *incompletos* o distorsionados. La capacitación de la mano de obra, la tecnología y el capital de largo plazo escasean, y sus respectivos mercados son inexistentes o incipientes en los PAL. Estas fallas del mercado son más importantes para las exportaciones no tradicionales de productos diferenciados, ya se trate de recursos naturales, manufacturas o servicios exportables. Si se mejora el acceso de estos productos a los mercados externos, pueden fortalecer los esfuerzos para completar mercados y diluir su segmentación.

4) En los países en desarrollo, la infraestructura, el financiamiento del comercio y el conocimiento de los mercados (canales de comercialización, transporte organizado, normas, etc.) tienen frecuentemente un sesgo contra el comercio intrarregional. Generalmente, todos estos "factores" del comercio se han desarrollado más en el caso de negocios con el "centro", mientras que

⁵⁵ La geometría de las economías de escala y sus implicancias para el efecto neto de la desviación de comercio sobre el bienestar social, se tratan en Corden (1972) y se expanden a otras situaciones en French-Davis (1980). Un buen recuento sobre evaluación de ACP se presenta en Winters (1998).

son inexistentes o más rudimentarios en el caso del comercio entre PAL vecinos. Ésta es una de las variables importantes que explican por qué en los países latinoamericanos el comercio intrarregional ha sido menor a lo que podría indicar la gravitación de la geografía.⁵⁶

5) En las economías que están reformando su política comercial, el abandono de la protección excesiva y arbitraria para los sustitutos de importaciones y los insumos de exportables, tiende a producir importantes costos de transición. Éstos aumentan si la reforma es abrupta y si el tipo de cambio se revalúa durante el proceso, como fue el caso de la mayoría de los países latinoamericanos en los años noventa.

En los años sesenta y setenta, los países de Asia oriental minimizaron los costos de transición mediante una estrategia de apertura liderada por la promoción directa de sus exportaciones (véase capítulo III). Así, países como Japón, Corea y Taiwán, en sus procesos de apertura pusieron mayor énfasis en la promoción de exportaciones que en la liberalización de importaciones, y generaron de este modo un balance más eficiente, para el crecimiento y el empleo, de *impulsos* netos positivos a la producción interna de comerciables (lo que estimuló el uso de la capacidad productiva y la inversión para aumentar ese potencial). En vista de que los PAL optaron por una reforma liderada por la liberalización de las importaciones, un proceso paralelo de acuerdos comerciales preferenciales se torna más atractivo, con el fin de aumentar la eficiencia de la transformación productiva (CEPAL, 1998). En realidad, estos acuerdos agregan un elemento compensatorio a la liberalización unilateral de las importaciones, estimulando exportaciones recíprocas en paralelo con las importaciones recíprocas. En consecuencia, en presencia de ACP, los *impulsos* positivos y negativos a la actividad económica y a la inversión exhiben un mejor balance que en los casos de liberalización unilateral pura de las importaciones.

⁵⁶ En la Unión Europea, sobre un 60% de su comercio exterior es intrarregional. En el caso de ALCAN excede el 50 por ciento.

Estos cinco puntos comprenden graves restricciones impuestas al desarrollo de la producción y al comercio de bienes y servicios, intensivos en conocimiento y aprendizaje difundibles, factores que ahora se reconocen como componentes clave del proceso de crecimiento. La integración regional puede ser un arma estratégica para superar parcialmente estos obstáculos y permitir a los países *hacer* una mejor globalización (Devlin y Ffrench-Davis, 1999):

- Expandiendo el tamaño del mercado para facilitar una mayor especialización e industrialización, a través de las economías de escala y de la posibilidad de explotar economías asociadas con la aglomeración (*clustering*) de la actividad productiva.
- Fortaleciendo el impulso de la competencia, al ampliar el mercado con acceso recíproco preferencial e intensificando la especificidad de los flujos de información, todos los cuales, a su vez, estimulan nuevas inversiones internas y permiten atraer IED eficiente.
- Los ACP, en la medida que sean percibidos como perdurables, aceleran el surgimiento de nuevos productores y comercializadores de exportaciones no tradicionales. En efecto, la curva de aprendizaje asociada a la experiencia exportadora subregional puede servir de plataforma para nuevas exportaciones internacionales, adquiriendo entonces nuevas ventajas comparativas dinámicas en la ruta de su convergencia hacia los países industrializados. La mayor competitividad internacional que se espera de la integración regional debiera contribuir a que los países se preparen mejor para la globalización y posteriores avances en la liberalización multilateral. El cumplimiento de los compromisos adquiridos y la consecución de equilibrios de la macroeconomía real determinan los resultados que se logren.

IV.2.2. COMERCIO INTRARREGIONAL Y CALIDAD DE LAS EXPORTACIONES

La dimensión estratégica del proceso de integración regional requiere que las exportaciones intra y extrarregionales de América Latina muestren marcadas diferencias en cuanto a su estructu-

ra de productos y de contenido tecnológico, captando las manufacturas una participación mucho mayor en el comercio intrarregional (véase el cuadro IV.4, más adelante).

IV.2.2.1. Avances y retrocesos del comercio intrarregional

El comercio intrarregional se expandió rápidamente desde 1990. El valor de las exportaciones intrarregionales más que se triplicó entre 1990 y 1997. Al principio, se trató sobre todo de un repunte a partir de la caída profunda que había registrado en los años ochenta. Sin embargo, a poco andar, se alcanzaron los máximos históricos. Posteriormente, en 1995, debido al "efecto tequila", se redujo la participación de las exportaciones intrarregionales, en especial aquellas dirigidas a los mercados de Argentina y México, seguido por una recuperación en 1997. En particular, el MERCOSUR registró un aumento persistente del comercio recíproco entre sus asociados, con un incremento de su participación desde 9% de las exportaciones totales de los países asociados en 1990 a 25% en 1997 (cuadro IV.3).

Es interesante hacer una comparación entre el crecimiento del PIB, el total de las exportaciones y las exportaciones intrarregionales (todos en términos reales).⁵⁷ El PIB de América Latina creció 22% entre 1990 y 1997, mientras que el total de las exportaciones aumentó 77%. Dentro de éstas, las exportaciones intrarregionales se expandieron 175%, mientras que hacia mercados extrarregionales aumentaron 59%; es decir, también más rápidamente que el crecimiento del volumen del comercio mundial (que creció 53%). Esta información, que arroja una elasticidad bruta de exportaciones extrarregionales/PIB superior a 2, sustenta la hipótesis del regionalismo abierto, con un rápido crecimiento del comercio hacia todos los mercados, pero con una proporción en alza de aquel destinado a los socios comerciales. Con todo, su impacto positivo sobre el crecimiento económico fue limitado

⁵⁷ Dada la falta de índices por destinos, los números se deflactaron por el índice de precios de las exportaciones totales de bienes.

Cuadro IV.3

América Latina y el Caribe: Comercio intrarregional, 1990-2004

(valores en millones de dólares, participación porcentual y tasas de crecimiento anual)

	1990	%	1994	%	1997	%	2003	%	2004
Comunidad Andina^a									
Exportaciones totales	31.751	1,5	33.706	11,4	46.609	2,7	54.716	35,5	74.140
Exportaciones intra Andinas	1.312	30,1	3.752	14,5	5.628	-2,3	4.900	58,5	7.766
Participación intracomunitaria (2:1) (%)	4,1		11,1		12,1		9,0		10,5
MERCOSUR^b									
Exportaciones totales	46.403	7,5	61.890	10,1	82.596	4,4	106.674	25,8	134.196
Exportaciones intra Mercosur	4.127	30,7	12.049	19,5	20.546	-7,7	12.695	36,4	17.311
Participación intra Mercosur (2:1) (%)	8,9		19,5		24,9		11,9		12,9
Mercado Común Centroamericano (MCCA)^c									
Exportaciones totales	3.907	8,9	5.496	19,1	9.275	6,3	11.146	11,9	12.467
Exportaciones intra MCCA	624	20,7	1.326	5,5	1.559	25,5	3.082	11,6	3.439
Participación intra MCCA (2:1) (%)	16,0		24,1		16,8		27,7		27,6
CARICOM^d									
Exportaciones totales	4.118	2,1	4.471	9,4	5.861	3,3	6.466		
Exportaciones intra CARICOM	509	6,9	666	13,6	976	12,1	1.377		
Participación intra CARICOM (2:1) (%)	12,4		14,9		16,7		21,3		
América Latina y el Caribe^e									
Exportaciones totales	116.341	8,6	161.718	13,8	238.467	7,8	298.735	23,5	368.957
Exportaciones intra América L y el Caribe	18.727	18,2	36.552	17,8	59.731	0,2	60.018	32,5	79.548
Participación intrarregional (2:1) (%)	16,1		22,6		25,0		20,1		21,6

Fuente: CEPAL. Las tasas de aumento de las exportaciones corresponden a promedios anuales en 1990-94, 1995-97, 1998-2003 y 2004, en dólares corrientes. Las cifras de 2004 son muy provisionales.

^a Comunidad Andina (Bolivia, Colombia, Ecuador, Perú, Venezuela).

^b MERCOSUR (la Argentina, Brasil, Paraguay, Uruguay).

^c MCCA (Costa Rica, El Salvador, Guatemala, Honduras, Nicaragua).

^d CARICOM (Bahamas, Barbados, Belice, Guyana, Haití, Jamaica, Suriname, Trinidad y Tabago, Anguila, Antigua y Barbuda, Dominica, Granada, Monserrat, Saint Kitts y Nevis, San Vicente y las Granadinas, Santa Lucía).

^e América Latina (37 países, incluye las exportaciones NO MAQUILA de México).

por el hecho de que las exportaciones intrarregionales representaban apenas el 3,5% del PIB de la región.

A partir de 1998, la integración comercial regional experimentó un serio retroceso. Primero, la crisis asiática y luego el ajuste en Brasil seguido por la crisis argentina, golpearon con fuerza la mayoría de las economías de América del Sur, que tuvieron que ajustar sus importaciones y depreciar sus monedas para enfrentar los problemas en la balanza de pagos. Como consecuencia, las exportaciones intrarregionales se redujeron después de 1997. En el MERCOSUR y la Comunidad Andina la contracción fue particularmente intensa, con caídas anuales de 8% y 2%, respectivamente, durante 1998-2003. Ésta es otra cara del llamado sexenio perdido por América Latina.

Como se analizó anteriormente, en 2004 hubo una reactivación en los PAL, empujada por un mejoramiento generalizado en los términos de intercambio. Si bien este shock positivo se origina en los mercados extrarregionales, su efecto positivo en el comercio intrarregional fue aún más intenso. Ese año, para la región en su conjunto, el comercio intrarregional creció 32,5% en comparación con una expansión de 21% de las exportaciones al resto del mundo (medidas en valores corrientes; véase cuadro IV.3).

IV.2.2.2. La composición del intercambio recíproco y la intensidad tecnológica

Los efectos dinámicos derivados del aprendizaje de tecnología dan impulso al desarrollo basado en una competitividad sistémica creciente y sostenida. Las estrategias para mejorar las vinculaciones internacionales basadas en el desarrollo productivo ponen de relieve el papel que desempeña el comercio en el proceso de estimulación de las actividades que utilizan un alto coeficiente de conocimientos y tecnología y que, por tanto, generan externalidades positivas.

En este sentido, generalmente se supone que el comercio entre los países en desarrollo se caracteriza por concentrarse en productos que son más intensivos en tecnología que las exportacio-

nes a los países industrializados.⁵⁸ El cuadro IV.4 contiene información sobre los PAL, que confirma la validez de esta hipótesis. El perfil de las exportaciones intrarregionales ha contribuido a mejorar la composición de las exportaciones de los PAL: el predominio de las exportaciones primarias fue parcialmente reemplazado por las manufacturas, que en 1997 representaban la mitad del comercio intrarregional y estaban creciendo 18% por año (en dólares corrientes). Este incremento notable de las exportaciones manufacturadas correspondió especialmente a las industrias nuevas, incluidas tanto actividades intensivas en mano de obra como en capital (CEPAL, 1998, capítulo III; 2004a; Bouzas y Keifman, 2003). Cabe reiterar que el comercio fronterizo (con países vecinos, incluido el caso de Canadá y México con los Estados Unidos) representa la mayor parte del comercio intrarregional, lo que prueba una vez más la vigencia de la importancia de la situación geográfica.

El cuadro IV.4 muestra la enorme sensibilidad de las exportaciones con mayor valor agregado ante el entorno macroeconómico. Compárese el 54% que representaban las exportaciones de productos manufacturados no basados en recursos naturales en 1997 y su caída al 41% en 2002; esa intensa caída refleja el impacto de la situación recesiva vigente en 1998-2003.

En síntesis, los productos que exhiben una participación relativamente elevada de su demanda en el mercado regional tienen características tecnológicas más avanzadas que las exportaciones que se canalizan hacia los mercados extrarregionales. En consecuencia, tienden a aportar más externalidades a las economías internas.

Estos productos tienden a corresponder a sectores en que la demanda internacional tiende a ser más dinámica. Sus precios suelen ser más estables y sus términos factoriales del intercambio tienden a evolucionar de manera más positiva en el largo pla-

⁵⁸ Otro enfoque, estático y basado en sólo dos factores de producción, considera que el comercio entre los países en desarrollo tiende a ser intensivo en capital, en oposición al comercio con naciones industrializadas, que tiende a ser intensivo en trabajo. Esta línea de pensamiento presupone que para los países en desarrollo es más conveniente el comercio con países ricos. Sin embargo, en aquellos mercados, los PAL deben competir con países con salarios notablemente menores, como China y la India.

Cuadro IV.4

América Latina y el Caribe: distribución geográfica de exportaciones por tipo de producto, 1990-2002
 (participaciones porcentuales)

Tipo de producto	Composición Comercio Total	Composición regional por tipo de producto					Mundo
		América Latina	Estados Unidos	Unión Europea	Asia	Otros	
1990 Primarios	49,8	12,0	33,6	30,0	9,1	15,3	100
Industrializados basados en RRNN	24,5	16,2	26,3	29,9	15,3	12,3	100
Industrializados no basados en RRNN	24,5	27,6	29,8	19,3	13,1	10,2	100
Otras transacciones	1,3	13,3	21,4	16,3	3,7	45,2	100
Total	100,0	16,9	30,7	27,2	11,5	13,7	100
1997 Primarios	41,7	16,0	29,3	28,4	13,5	12,8	100
Industrializados basados en RRNN	26,5	28,8	24,5	18,4	17,5	12,7	100
Industrializados no basados en RRNN	27,3	53,5	22,7	11,4	7,1	5,3	100
Otras transacciones	4,5	6,4	11,2	8,3	0,5	73,5	100
Total	100,0	29,2	25,4	20,2	11,8	13,4	100
2002 Primarios	43,9	16,8	30,6	23,9	13,7	15,1	100
Industrializados basados en RRNN	24,2	26,3	25,3	21,1	12,9	14,3	100
Industrializados no basados en RRNN	29,0	40,7	32,6	12,3	7,7	6,6	100
Otras transacciones	3,0	10,3	15,9	24,9	0,7	48,2	100
Total	100,0	25,8	29,5	19,9	11,4	13,4	100

Fuente: CEPAL, sobre la base de cifras oficiales. Comprende 32 países (excluido México). Ello explica las diferencias con el cuadro IV.3.

zo que en el caso de las exportaciones tradicionales (Ocampo y Parra, 2003).

Las particulares características del comercio intrarregional, unidas tanto a la proximidad geográfica como a la similitud de los niveles de desarrollo, mejoran las vinculaciones de los PAL con la economía mundial y ofrecen un marco dinámico de aprendizaje tecnológico, que conduce a una mayor competitividad internacional y a una modalidad de especialización más diversificada y equilibrada.

Más aún, dada la coyuntura macroeconómica a comienzos de los noventa, el comercio recíproco hizo una contribución neokeynesiana a las economías de los PAL. En efecto, el incentivo a las exportaciones intrarregionales aumentó la demanda de recursos internos y de inversión, lo que fue beneficioso para el crecimiento y la eficiencia, en el marco de economías que operaban bajo la frontera productiva mientras llevaban a cabo la liberalización de las importaciones. Los aranceles preferenciales, la eliminación de las restricciones recíprocas a las importaciones y la creación de cauces adicionales para la salida de la producción interna (armonización de normas, transporte, mejoramiento de la infraestructura, canales de comercialización, inversiones recíprocas, etc.), contribuyeron a aumentar la tasa de uso de los recursos y a estimular la inversión productiva. Por el contrario, el entorno macroeconómico recesivo de 1998-2003, provocó el efecto opuesto e intensificó la caída de la actividad regional. Ésta es otra poderosa razón para avanzar hacia una macroeconomía para el desarrollo.

IV.2.2.3. Cómo aprovechar las oportunidades que ofrece el comercio intrarregional

La integración económica regional ofrece importantes beneficios económicos potenciales, a la vez que políticos, sociales y culturales a América Latina. Sin embargo, la transición hacia una integración profunda y amplia puede acarrear inestabilidad y costos de eficiencia en la asignación de recursos. En los primeros años de la década la transición fue fácil. La integración se produjo en un ambiente de reactivación económica y luego de

un sobreajuste recesivo de las importaciones intrarregionales. De esta manera, había un margen amplio para un incremento no conflictivo del comercio recíproco, en un marco de preferencias arancelarias en niveles moderados. La región aprovechó bien esta oportunidad.

Sin embargo, la región enfrentó en 1995 y a partir de 1998 graves ajustes que introdujeron tensiones en el proceso. Éste es otro efecto negativo de la inestabilidad real de los PAL. En efecto, en la medida en que el comercio intrarregional acrecienta su importancia, crecen la interdependencia de las economías y los peligros de contagio de los shocks. En este contexto, es crucial armonizar varias docenas de acuerdos parciales –para alcanzar mecanismos de resolución de controversias más eficaces– y hacer mayores esfuerzos en materia de coordinación macroeconómica.

Desafíos inesperados surgieron a comienzos de los años noventa, con la opción de firmar tratados comerciales entre países desarrollados y las EE.⁵⁹ Esta tendencia, innovadora pero riesgosa, fue inaugurada con el tratado de libre comercio de América del Norte (TLCAN, entre Canadá, Estados Unidos y México) y seguida por acuerdos más ambiciosos de la Unión Europea con México y Chile (Leiva, 2004). En este campo emergen dos desafíos. El primero, proviene del hecho de que cincuenta estados altamente integrados (los Estados Unidos) se mueven hacia el comercio y las finanzas libres con las economías de los PAL, que mantienen diversas barreras entre ellas. Ello involucra una gran diferencia en la capacidad de aprovechar las oportunidades que surgen. Además, la integración comercial y financiera va avanzando sin un apoyo explícito y potente para nivelar el desarrollo entre los participantes, como sí se hizo en el pasado en el interior de los Estados Unidos o en la Unión Europea, en sus respectivos procesos de convergencia interna. Los acuerdos con la Unión Europea han considerado la cooperación y el apoyo a los PAL en algunas áreas

⁵⁹ Una interesante colección de ensayos sobre las propuestas para un área de libre comercio en las Américas se presenta en Estevadeordal, y otros (2004).

relevantes; en cambio, los acuerdos con Estados Unidos (por ejemplo, con Chile) han puesto obstáculos para la convergencia, como lo son las limitaciones a las regulaciones macroeconómicas prudenciales a los flujos de capitales.⁶⁰

El segundo desafío se refiere a la conexión entre comercio y desarrollo. Como lo plantea Rodrik (2001b), el comercio no es el objetivo final sino un insumo, por lo cual se requiere construir acuerdos comerciales “como si el desarrollo realmente importara”. En particular, con políticas de desarrollo productivo para generar competitividad sistémica y para el fortalecimiento de las PYME. La Ronda de Uruguay impuso demasiadas reglas idénticas para países en muy disímiles niveles de desarrollo, las que obstaculizan la convergencia. Es una peligrosa imposición de un “modelo único” para todos.

Estas tendencias pueden hacer más difícil el manejo de un proceso de integración latinoamericana eficiente e integral. Pero, asimismo, pueden convertirse en un estímulo para definir horizontes para la necesaria convergencia y coordinación de políticas de la región.

IV.2.3. LOS REGÍMENES DE PROCESAMIENTO

O MAQUILA DE LAS EXPORTACIONES

Varios países de América Latina y el Caribe han recurrido en gran escala al tratamiento diferenciado de las unidades procesadoras de rubros de exportación, como una forma de estimular las exportaciones y, adicionalmente, promover la absorción de mano de obra y la internacionalización del progreso técnico (véase Buitelaar *et al.*, 1999). Las zonas de procesamiento de exportaciones (ZPE, o maquiladoras) son enclaves físicos y económicos que permiten la aplicación de políticas de libre importación y de promoción de exportaciones, sin alterar el régimen comercial en el res-

⁶⁰ Véanse sólidos planteamientos críticos a estas cláusulas procíclicas en Bhagwati (2004), Stiglitz (2002), y Williamson (2003b).

to del territorio nacional.⁶¹ Estas zonas quedan al margen de la jurisdicción de la dirección nacional de aduanas; el incentivo más común es la exención del impuesto sobre la importación de mercaderías extranjeras. Generalmente las ZPE producen bienes que implican un uso intensivo de mano de obra. Esta modalidad ha adquirido una gran importancia en los últimos años en México y en varios países de Centroamérica y el Caribe (donde las exportaciones de maquila representan cerca del 50% de las exportaciones totales).

En algunas economías de la región las ZPE o las maquilas han contribuido en forma sustancial a la generación de puestos de trabajo y para elevar el contenido tecnológico de las exportaciones. No obstante, las exportaciones netas de las ZPE son bastante menores que las exportaciones brutas, debido a la gran proporción de contenido importado; por ejemplo, en México el valor agregado en las maquiladoras, aunque creciente, es de sólo un 30% de la respectiva exportación bruta (Kuwayama y Durán, 2003). Una de las debilidades de las ZPE es, entonces, su escasa vinculación con el resto del país anfitrión. Ello se refleja en incrementos intensos de esas exportaciones y con un efecto pobre sobre el PIB. La infraestructura que exigen la instalación y el funcionamiento de las ZPE involucra un gasto directo que puede elevar sustancialmente el costo gubernamental del significativo empleo generado. Además, en algunos casos, las concesiones e incentivos concedidos a las empresas radicadas en las ZPE han conducido al desplazamiento de productores locales, originalmente instalados fuera de la zona especial. Más recientemente, el diferencial de costo de mano de obra en comparación con el de nuevos oferentes ha provocado la transferencia de unidades productivas desde América Latina

⁶¹ La definición de ZPE como enclaves físicos no es siempre precisa. En varios países existen plantas con tratamiento fiscal y cambiario diferenciado, que procesan productos exportables y están localizadas dentro de la jurisdicción aduanera nacional; sea a través de unidades productivas específicas (maquilas), sea en áreas donde las empresas cuentan con tratamiento fiscal y cambiario especial.

hacia países asiáticos con salarios muy inferiores. Ello ha significado un shock negativo para economías como México y República Dominicana.

IV.3. Políticas para el desarrollo exportador

IV.3.1. ESTABILIDAD DEL ENTORNO PRODUCTIVO

Y EL PAPEL DE LA POLÍTICA CAMBIARIA

Si bien las exportaciones compiten en los mercados externos, las condiciones macroeconómicas de la economía local son determinantes para que éstas se desarrollen sostenidamente y se vinculen con el resto del PIB. Las empresas exportadoras dependen mucho de 1) un entorno macroeconómico local amigable –con una demanda agregada equilibrada y tasas de interés y tipos de cambio en niveles consistentes con tasas de rentabilidad competitivas– y 2) de mercados de factores *completos*. Un contexto con tasas de interés reales demasiado elevadas y un tipo de cambio apreciado y volátil es un obstáculo grave para un desarrollo exportador intenso basado en productos de alto valor agregado, con ventajas comparativas dinámicas. Condiciones poco amigables imponen un sesgo en contra de las firmas locales (especialmente las PYME y empresas intensivas en insumos locales), pues las firmas operadas por extranjeros pueden endeudarse a tasas de interés internacionales más bajas y, gracias a su diversificación, se encuentran naturalmente cubiertos contra el riesgo cambiario.

La mayoría de las autoridades económicas valoran como positiva la presencia de un tipo de cambio real alto y estable.⁶² Un tipo de cambio real depreciado mejora la competitividad externa del país y la estabilidad cambiaria estimula la inversión productiva en el sector transable. Ambas condiciones, a su vez,

⁶² Este principio se encuentra presente, también, en el decálogo original del Consenso de Washington, publicado por primera vez por John Williamson en 1990 (véase el apéndice de Williamson, 2003b).

favorecen especialmente las actividades con mayor valor agregado.⁶³ Sin embargo, en las últimas décadas ha existido una inconsistencia entre este objetivo de política relacionado con el desarrollo productivo de largo plazo, el manejo macroeconómico de corto plazo y la agenda de reformas económicas practicada en paralelo.

En efecto, en varios países de la región, la liberalización comercial fue acompañada de una liberalización de la cuenta de capitales, lo cual involucró apreciaciones cambiarias sustanciales en los noventa (véanse capítulo VI y CEPAL, 1998, capítulo XI), en circunstancias en que la reforma comercial hacía imperativa una depreciación. Por otro lado, desde la crisis asiática, varios países de la región se han movido hacia regímenes de plena flexibilidad cambiaria, traduciéndose en fuertes fluctuaciones en los tipos de cambio. En muchos de esos casos, el Banco Central se ha centrado excesivamente en una meta de inflación. El manejo cambiario, para apoyar la transformación del aparato productivo, es un tema de política económica que todavía no ha sido asumido coherentemente en América Latina.

IV.3.2. OTRAS POLÍTICAS HORIZONTALES

Existe un amplio abanico de políticas horizontales que son necesarias para aumentar la competitividad sistémica de las economías en desarrollo, caracterizadas por mercados *incompletos* o inexistentes. Entre ellas, una de las más importantes es el mejoramiento de la calidad de la educación y la reducción de las brechas de calidades. Pero eso

⁶³ En efecto, en los sectores con un alto porcentaje de insumos importados hay una cobertura natural entre ingresos y costos en moneda extranjera. En el caso de la exportación de recursos naturales, en general, hay ventajas comparativas estáticas (rentas económicas) suficientemente fuertes como para soportar altibajos cambiarios. En actividades con alto valor agregado nacional (por ejemplo, intensivas en empleo), en contraste, el tipo de cambio juega un papel esencial en su competitividad. Antecedentes empíricos se encuentran en CEPAL (1998, capítulo IV) y Cabañero y Corbo (1990).

no basta. Si observamos la fuerza de trabajo, la gran mayoría de quienes estarán trabajando en la próxima década ya salió del sistema educacional, es decir, no habrán sido alcanzados por una reforma de éste. La capacitación laboral es la política pública que se requiere para mejorar gradualmente la fuerza laboral ya existente durante el mediano plazo. En términos económicos, es la forma de *flexibilizar la oferta*, en lugar de concentrar esfuerzos exclusivamente en flexibilizar la demanda. Junto con un efecto directo sobre el aumento de la productividad del trabajo, estas políticas ayudan a disminuir la pobreza y a mejorar la distribución del ingreso. En efecto, hoy subsiste una fuerte tendencia a la reproducción intergeneracional de la pobreza, donde el hijo de pobre tiene una alta probabilidad de ser pobre por causa de la mala educación a la que tiene acceso. Acciones en esta área tienen altos retornos sociales en términos de un mayor desarrollo productivo y de una mayor integración social.

Por otro lado, sabemos que entre dos tercios y tres cuartos de los trabajadores de América Latina se concentra en las PYME, las que típicamente poseen dificultades para mejorar su productividad debido a restricciones financieras y tecnológicas, empeoradas por la inestabilidad macroeconómica real. Sabemos que hay diferencias muy significativas en el acceso a la tecnología, a la calidad del trabajo, a los mercados externos, al financiamiento bancario y de capital de riesgo. En las PYME está el mayor espacio para mejorar la productividad empresarial y laboral. En tal sentido, es necesario dar apoyo a este sector para conseguir financiamiento de largo plazo e incentivar muy fuertemente la adopción de nuevas tecnologías como instrumentos para acortar la brecha entre empresas pequeñas y medianas en comparación a las grandes, mejorando la eficiencia global y fortaleciendo el tejido empresarial local.

IV.3.3. POLÍTICAS SELECTIVAS

La experiencia demuestra que, junto con racionalizar los incentivos comerciales, hay que aplicar algún grado de selectividad en la política de desarrollo productivo. Es la historia de los principales casos exitosos de los países de Asia oriental.

La promoción de las exportaciones no tradicionales surge como un campo particularmente apropiado para las políticas comerciales selectivas. Las principales razones para instrumentar este tipo de medidas son: 1) la necesidad de compensar el sesgo antiexportador de los aranceles; 2) las deficiencias en los mercados de capital para financiar las exportaciones; y 3) aprovechar las economías de escala y externalidades positivas asociadas a las oportunidades de aprendizaje que proveen las exportaciones. Sin una política activa de promoción, las exportaciones tenderán a concentrarse en unas pocas firmas y en productos tradicionales, cuya demanda es menos dinámica y con mayor vulnerabilidad en los mercados mundiales.

Un requisito básico para promover la competitividad de las firmas exportadoras es garantizarles el acceso a los diversos insumos de bienes y servicios en términos competitivos. Ellas debieran tener acceso a mecanismos flexibles que les permitan importar insumos en una base temporaria, con el fin de producir exportables. Otras alternativas son exenciones arancelarias o mecanismos de reintegro de derechos de aduana, con un mínimo de trámites burocráticos. También se podrían aplicar tales mecanismos a los exportadores indirectos.

Las firmas exportadoras pioneras podrían recibir incentivos para las exportaciones de nuevos productos o de nuevos mercados. Uno de estos mecanismos es un "reintegro de derechos de aduana simplificado" para productos cuyo nivel de exportación está por debajo de una cantidad determinada, durante un período específico. Estos incentivos deben ser moderados (ayudando a colocar productos competitivos o potencialmente competitivos en mercados externos), limitados en el tiempo y sujetos a resultados de desempeño estrictos en términos de nuevos productos o mercados.

El sector público puede proporcionar apoyo institucional para la actividad exportadora, especialmente en las áreas de información, financiamiento y seguros de exportación; entregando adiestramiento gerencial a las empresas para estimularlas a concentrarse en las exportaciones; fomentando negociaciones con el propósito de mejorar el acceso a mercados externos, y promovien-

do la oferta exportadora en el exterior. Además, se deben hacer esfuerzos pioneros en áreas tales como inversiones en el exterior, que sustenten las actividades exportadoras, cadenas de comercialización y empresas mixtas (*joint-ventures*) con firmas en mercados "objetivo". Esta tarea se facilitaría con información actualizada y oportuna sobre los requerimientos exigidos en los mercados externos en términos de calidad, regulaciones ambientales, estandarización, plazos y volúmenes.

En el pasado, las políticas de promoción de exportaciones con frecuencia descuidaron a los sectores no tradicionales basados en recursos naturales. Los avances tecnológicos recientes en microelectrónica, procesamiento de datos, telecomunicaciones y tecnología satelital han aumentado en forma considerable la información sobre la calidad y el volumen de los recursos naturales económicamente disponibles. Ésta es otra razón más para adquirir y fortalecer ventajas comparativas en recursos naturales no tradicionales, con una rentabilidad económica potencial importante.

Para lograr efectividad, un sistema de promoción de exportaciones debe ser selectivo; no se puede promover todo indiscriminadamente. La selección de los sectores y las decisiones sobre promoción de exportaciones, en general deben realizarse en un plano de cooperación estrecha y sistemática entre los sectores público y privado. Las asociaciones de exportadores y la asociatividad, por lo tanto, deben fortalecerse.

Otros aspectos de la selectividad que han sido desestimados en las reformas se refieren a la secuencia de la acción del Estado para corregir las fallas del mercado que dificultan la inversión y la transformación productiva. Ellos incluyen políticas para completar los segmentos de largo plazo del mercado de capitales, atraer inversiones extranjeras hacia sectores nuevos y con ventajas comparativas adquiribles, mejorar la infraestructura física y social, junto con la puesta en marcha de programas efectivos de capacitación laboral e intensificación tecnológica.

La puesta en práctica de una apertura del sector productivo que sea dinamizadora del desarrollo nacional, implicaría una corrección pragmática a las posiciones liberalizadoras promovidas y

adoptadas en años recientes. Las reformas de política comercial deberán ir acompañadas por una valoración mayor del lugar que le corresponde al tipo de cambio en el logro de la transformación productiva. Parece imposible orientar decididamente al sector privado hacia la producción de transables sin el mantenimiento de un tipo de cambio competitivo y estable en el tiempo (es decir, que sea independiente de las oscilaciones transitorias de los flujos de capitales o de los términos del intercambio). Se precisa que las autoridades económicas de la región presten mayor atención a las políticas económicas necesarias para lograr este objetivo. Una de estas políticas ha de ser una regulación de los flujos internacionales de capital líquido y de corto plazo. La competitividad sistémica será el resultado del avance en todos los tópicos mencionados.

El marco internacional cumple un papel fundamental para el éxito de la apertura. Sin la remoción del proteccionismo y de la arbitrariedad en los países centrales, el beneficio de la apertura se debilita gravemente como opción de política para el conjunto amplio de países que buscan un desarrollo basado en las exportaciones.

TERCERA PARTE

REFORMAS FINANCIERAS
Y
DESARROLLO

Capítulo V

DOMAR LOS SHOCKS FINANCIEROS PARA CONTROLAR LOS CICLOS DE AUGES Y CAÍDAS*

Introducción

Los mercados internacionales de capitales han crecido espectacularmente desde mediados de los sesenta. Si bien ello refleja en parte la expansión de la economía mundial, el aumento del comercio internacional y la globalización de la producción, los movimientos de capitales están vinculados también con factores puramente financieros que han aumentado a un ritmo notablemente más rápido, en particular desde los noventa. En los sesenta, la creciente presencia de centros financieros internacionales extraterritoriales, con escasa o ninguna regulación, estimuló los movimientos de capital al dar cabida a la evasión de la reglamentación financiera nacional, de los controles de capital e impuestos. Luego, en las décadas de 1970 y 1980, muchos países comenzaron a liberalizar sus sectores financieros nacionales y a desregular las transacciones de divisas (Díaz-Alejandro, 1985; Devlin, 1989; Eichengrreen, 2003). Este fenómeno, junto con las innovaciones revolucionarias en materia de informática y telecomunicaciones, así como en el uso de técnicas financieras cada vez más refinadas, contribuyeron al notable auge de los flujos internacionales. En general, el auge financiero se desarrolló en un contexto de regulación y supervisión flojas o parciales, y en general se han caracterizado por un sesgo procíclico (Ocampo, 2002; Griffith-Jones, 2001; Naciones Unidas, 1999; Turner, 2000). Sin duda, existe una escasez significativa de regulación macroeconómica y financiera en la etapa actual de una globalización desbalanceada.

* En las secciones 1 y 4 se utilizó, parcialmente, material de Ffrench-Davis (2005b).

Resulta prematuro hablar de mercados financieros integrados, puesto que la movilidad del capital internacional está lejos de ser perfecta y aún predomina un fuerte sesgo “nacional” (Feldstein y Horioka, 1980). No obstante, no hay duda de que los flujos de capitales y la integración financiera internacional han aumentado velozmente. Esta evolución ha causado controversia. En un extremo están aquellos que ven la creciente integración como un signo de mayor eficiencia; según esta interpretación, los mercados están superando la represión financiera que caracterizaría a una ineficiente regulación gubernamental. En el otro extremo están aquellos que consideran que todo flujo de capital constituye una especulación de alto riesgo o amenaza la soberanía nacional. Por supuesto, entre esos dos extremos hay numerosas posturas intermedias que reconocen las importantes ventajas potenciales de algunas formas de movilidad del capital internacional, pero a las que también preocupan cuestiones como la volatilidad, composición y plazos de los flujos de capital y la necesidad de asegurar que resulten compatibles con la estabilidad macroeconómica real, la competitividad sistémica, el crecimiento y la equidad social.

Esta controversia reviste gran relevancia para los PAL en las décadas recientes. Durante los años ochenta, con la crisis de la deuda, en gran parte se cortaron los vínculos con los mercados de capitales privados internacionales.⁶⁴ Posteriormente, la región disfrutó de un fuerte auge de los flujos de capital durante el período 1991-94 y, nuevamente, desde mediados de 1995 hasta 1998. Estos flujos fueron muy valiosos inicialmente, porque removieron una RED, que era determinante de los bajos niveles de inversión y de una grave recesión económica en la región. Sin embargo, la creciente afluencia de capitales también tuvo, en ambas ocasiones, un efecto crecientemente indeseado y distorsionador sobre los equilibrios macroeconómicos reales.

Frecuentemente, hemos observado que las EE han sido empu-

⁶⁴ Véanse detallados análisis de la inserción de la región en los mercados de capitales en la década de 1970, y el surgimiento y manejo de la crisis de la deuda en Devlin (1989); Ffrench-Davis (1982; 1983; 2005c, capítulo IV).

jadas por las entradas masivas de capitales a penetrar *zonas de vulnerabilidad*, que incluyen: 1) elevados pasivos externos, con un componente líquido significativo; 2) déficit elevado en la cuenta corriente; 3) tipo de cambio real apreciado y descalce de monedas; 4) precios altos de los activos nacionales (financieros e inmobiliarios); y 5) aumentos significativos en la oferta monetaria, como contraparte de la acumulación de reservas internacionales. Mientras más prolongado y profundo sea el ingreso a estas *zonas de vulnerabilidad*, más intensa será la fuerza de la *trampa financierista* en la que pueden caer las autoridades y menor la probabilidad de escapar de ella sin caer en una crisis con grandes costos económicos y sociales. La ausencia o debilidad de políticas para moderar el auge –frenando el sobrecalentamiento durante los auges– pone en peligro la posibilidad de aplicar políticas reactivadoras eficaces durante contextos recesivos, típicos luego de la explosión de una crisis.

Los flujos de capital son, potencialmente, una variable valiosa en el desarrollo económico. Sin embargo, la naturaleza intertemporal de las transacciones financieras y lo *incompleto* de los instrumentos e instituciones existentes, contribuyen a que los mercados financieros se sitúen entre los de funcionamiento más imperfecto en la economía de mercado. Los flujos financieros son propensos a grandes altibajos, a períodos de sobreoptimismo y sobrepesimismo y a generar precios y cocientes internos fuera de línea (*outliers*) durante prolongados lapsos (Kindleberger, 1978; Rodrik, 1998; Stiglitz, 1994). Ello ha caracterizado las relaciones cambiarias, los mercados bursátiles y de bienes raíces y las tasas de interés. Por lo tanto, el mejoramiento de la información, la regulación del sector financiero y una macrogestión de cobertura amplia y prudente de los flujos financieros constituyen un bien público. Por consiguiente, los gobiernos tienen una responsabilidad: en el desempeño de la oferta, en el caso de las autoridades de países industriales, y en la demanda, en el caso de las autoridades de los países en desarrollo; ambas coordinadas, cuando corresponda, por los organismos internacionales. La falta de acción puede tener un elevado costo, tal como se hizo evidente en la crisis de la deuda, en la crisis mexicana de 1994, en la asiática de 1997 y en el

prolongado estancamiento de los PAL en 1998-2003 (véase capítulo VI).

En la sección 1 se examinan los fundamentos conceptuales del papel de los flujos de capital en el desarrollo. La sección 2 cuenta la evolución de la liberalización financiera y la apertura de la cuenta de capital en las décadas recientes. La sección 3 se centra en los orígenes de los auges recientes de flujos de capital, que se originan en la oferta de fondos. En la sección 4 se analizan las causas del predominio de un comportamiento procíclico de los flujos de capitales. La naturaleza de los agentes más influyentes en estos mercados es la variable crucial para explicarlo.

V.1. Flujos de capitales y desarrollo: ¿crecimiento convergente o crisis financieras recurrentes?

En los años recientes, se prestó cada vez más atención a los aportes potenciales de la movilidad del capital al crecimiento económico, lo que dio lugar a recomendaciones de políticas para la apertura de la cuenta de capital. Los argumentos en favor de la liberalización tenían un predominio abrumador en los planteamientos teóricos ortodoxos. Sin embargo, el mundo real subóptimo en que vivimos exige cuestionar seriamente muchas de las apreciaciones de textos. En realidad, la instrumentación de teorías de moda de manera demasiado literal, sin prestar atención a las importantes advertencias que pueden surgir de una evaluación más empírica del papel de la movilidad del capital en el proceso de desarrollo, ha demostrado ser extremadamente costosa para las EE.

Aquí examinaremos las cuatro razones mencionadas con más frecuencia para promover una mayor movilidad del capital. Ellas son: 1) la canalización del ahorro externo desde los países ricos en capital hacia los países con escasez de capital; 2) el financiamiento compensatorio de los shocks externos, que ayuda a estabilizar el gasto interno; 3) los flujos que contribuyen a diversificar el riesgo; y 4) la apertura de la cuenta de capitales como hilo conductor de la disciplina macroeconómica.

V.1.1 FLUJOS DESDE ECONOMÍAS RICAS A POBRES EN CAPITAL

En el capítulo II demostramos que el PIB per cápita está fuertemente asociado al stock de capital por trabajador a través del mundo. Ello refuerza la idea de que la formación de capital es un determinante significativo del crecimiento. En consecuencia, la movilización de los ahorros externos es el más poderoso (robusto) de los argumentos a favor de los flujos de capital hacia los países en desarrollo (PED). A nivel agregado, tal proceso contribuiría a mejorar la eficiencia en la asignación global de los recursos, pues se asume que los retornos reales marginales de la inversión serán sistemáticamente menores en los países ricos (abundantes en capital) que en los pobres (escasos de capital). Por lo tanto, el flujo hacia los PED puede beneficiar tanto a los primeros como a los segundos.⁶⁵ De hecho, el ahorro externo puede actuar como complemento del ahorro interno, incrementar la inversión productiva y estimular el crecimiento. Ello, a su vez, puede aumentar aún más el ahorro interno y la inversión, todo lo cual genera lo que se ha dado en llamar el “ciclo virtuoso de la deuda” (CEPAL, 1998, capítulo X) caracterizado por una expansión económica sostenible, una progresiva eliminación de la deuda externa neta y una transformación del país en exportador de capital. Este círculo virtuoso de la deuda, en caso de que opere, contribuiría a la convergencia de los niveles de desarrollo económico.

Este marco tradicional tiene poderosas implicancias para el diseño de políticas; desatenderlas ha probado ser extremadamente costoso. Primero, los flujos de ingreso de capital deberían orientarse a la inversión productiva en vez de destinarse al consumo; de

⁶⁵ En el año 2000 la intensidad de capital por trabajador en Latinoamérica y Estados Unidos fue de US\$ 16.000 y US\$ 111.000, respectivamente, en precios constantes de 1995 (véanse Ffrench-Davis y Tapia, 2004; Ros, 2000, capítulo 1). Suele suponerse que el flujo neto de fondos hacia los PED tiende a incrementar la demanda por trabajo no calificado en ellos y a reducirla en los países desarrollados. En ese caso, el resultado sería progresivo en los primeros y regresivo en los segundos. Nótese que, en realidad, las llamadas EE son las que concentran la abrumadora mayoría de los flujos financieros privados hacia los PED y no las naciones más pobres.

otro modo, resulta un desplazamiento del ahorro nacional. Segundo, se requiere de un esfuerzo eficaz para elevar el ahorro: desde el comienzo de un ciclo de deuda, la tasa marginal de ahorro debe ser muy superior a las tasas medias de ahorro interno e inversión. Ello permitiría, eventualmente, generar un superávit de ahorro, en un comienzo equivalente a las remesas de intereses y utilidades; luego, sustentando el reembolso de capital. Tercero, debe haber capacidad de absorción eficiente en el mercado interno; la inversión productiva debe ser asignada eficientemente, lo cual requiere de la disponibilidad de los demás factores de la función producción –sean nacionales o importados, por ejemplo, vía IED– y un ambiente macroeconómico real funcional para esa inversión. Cuarto, el país debe invertir intensivamente en bienes y servicios transables, con el fin de generar un superávit comercial lo suficientemente grande como para transformar en divisas el ahorro nacional, de modo de poder servir los pasivos externos. Quinto, los acreedores deben estar dispuestos a proveer, en condiciones “razonables”, flujos financieros estables y predecibles.

No es fácil satisfacer todas estas condiciones en la práctica: es posible que el ahorro interno sea sustituido por el externo (véase capítulo II); las inversiones pueden no ser siempre eficaces o canalizadas suficientemente hacia bienes transables, y el comportamiento de los acreedores suele resultar procíclico. Así, por convincente que sea este primer argumento de defensa de la movilidad de capitales (la transferencia de ahorros a las economías relativamente más pobres), los problemas enunciados y las crisis de pago resultantes han hecho que este valioso mecanismo de desarrollo falle en el cumplimiento de sus objetivos.⁶⁶

V.1.2. FLUJOS COMPENSADORES DE SHOCKS

La movilidad del capital también puede contribuir a 1) equilibrar diferencias transitorias entre el producto y el gasto, o 2) a

⁶⁶ Véase la investigación presentada en Ffrench-Davis y Reisen (1998), particularmente el artículo de Uthoff y Titelman (1998).

distribuir en el tiempo el ajuste a cambios permanentes en los precios relativos; de esta manera, permite estabilizar el consumo y la inversión, generando un *ajuste intertemporal estabilizador*. Dada la pequeñez de los mercados de las EE en comparación con los mercados financieros internacionales, un comportamiento estabilizador es factible potencialmente. Sin embargo, tal comportamiento anticíclico no siempre evoluciona fluidamente. Por lo general, no es fácil concluir si una contracción en el sector externo es transitoria y, de serlo, cuánto durará. Esta incertidumbre, unida a las imperfecciones de los mercados de capital internacionales (asimetrías de información, dificultad para hacer cumplir contratos y contagio de cambios de ánimo de los oferentes; véase Stiglitz, 2000) representan trabas para el ingreso de montos compensatorios de financiamiento externo cuando éste es requerido.

Los flujos compensatorios han ocurrido de manera sistemática sólo durante períodos de oferta abundante; por ejemplo, en 1991-97 (excepto a comienzos de 1995 para los PAL), un exportador afectado por un shock negativo de precios externos podía endeudarse expeditamente en el extranjero. Por el contrario, en el caso de una oferta externa moderada o débil, por ejemplo, un deterioro de los términos de intercambio ha conducido a una sequía de la oferta de fondos o a consolidar una restricción externa dominante ya vigente, como en 1998-2003; el resultado tiende a ser una cuenta de capitales privada que contribuye a un *ajuste intertemporal desestabilizador*.⁶⁷ En estas circunstancias, los mercados financieros han presionado sistemáticamente a las autoridades de las EE para que encaren los shocks externos con una política procíclica y, por lo tanto, recesiva en el caso de shocks negativos.

Cuando los flujos internacionales de capitales se mueven de manera procíclica, los costos de ajuste para las EE pueden ser enormes. Esto es así porque al enfrentar shocks externos negativos (y

⁶⁷ Cabe recordar que fue la oferta de fondos públicos (multilaterales y bilaterales) la que se comportó en forma anticíclica en los años ochenta y noventa (véase CEPAL, 2002, capítulo III). Prasad, Rogoff, *et al.* (2003, sección I.c y cuadro 4) concluyen que “el acceso procíclico a los mercados de capitales internacionales parece haber tenido un efecto negativo sobre la volatilidad relativa del consumo para las economías en desarrollo financieramente integradas”.

con reservas internacionales fácilmente agotables), cualquier disminución en las entradas de capitales requerirá recortes inmediatos del gasto interno para restaurar el equilibrio externo. Como se plantea en el capítulo I, el PIB efectivo cae debido a las rigideces estructurales e inflexibilidades de precios que dificultan la reasignación de recursos; entonces, una histéresis perversa entra en acción, pues tienden a registrarse recortes fuertes en la inversión, habitualmente más que proporcionales (véase capítulo II). La economía afectada por la crisis no podrá retomar la senda de crecimiento previa; de hecho, estaría enfrentando equilibrios múltiples. Estos altibajos en el financiamiento externo de corto plazo perturban gravemente la producción y distorsionan la rentabilidad del capital. Es evidente que el fenómeno de histéresis es extremadamente pertinente en el terreno de lo financiero y su interrelación con la economía real.

V.1.3. FLUJOS DIVERSIFICADORES DEL RIESGO

En tercer lugar, se plantea que los beneficios sociales de la libre movilidad del capital se derivan, al igual que los de la liberalización del comercio de bienes, del aumento de las posibilidades de elección de los individuos: les permite satisfacer más ampliamente sus preferencias de riesgo mediante una mayor diversificación de activos; éste es un microbeneficio. Este argumento se esgrime con frecuencia para justificar la completa apertura de la cuenta de capitales, tanto en economías desarrolladas como en desarrollo, incluyendo la eliminación de restricciones a la salida de recursos nacionales.⁶⁸

Existen diversas maneras para diversificarse o asegurarse contra variadas formas de riesgo. Por ejemplo, en el nivel macroeco-

⁶⁸ Es relevante el hecho de que Corea y Malasia –dos de las EE de más rápida recuperación después de la crisis asiática– mantuvieron las restricciones a los egresos por parte de residentes como un elemento anticíclico macroeconómico (Mahani, Shin y Wang, 2005). Zahler (2005) analiza las implicancias macroeconómicas de los egresos de fondos por inversionistas institucionales locales, ilustrado con el caso de los fondos de pensiones privados chilenos.

nómico, con diversificación del intercambio comercial y fondos de estabilización (incluyendo la política de reservas internacionales) para enfrentar la inestabilidad de las exportaciones e importaciones. En el nivel microeconómico, con diversificación sectorial y geográfica por parte de la empresa y con operaciones en los mercados de derivados (véase Dodd, 2003). Pero una cuestión diferente es abrir la cuenta de capitales para diversificar la canasta de activos financieros y la cartera de títulos bursátiles en poder de residentes.

Es evidente que el comercio de bienes y servicios (al igual que los flujos de IED creadora de capacidad productiva) y el intercambio de activos financieros no son idénticos (Díaz-Alejandro, 1985; Devlin, 1989; Bhagwati, 1998). En el primer caso, la transacción tiende a ser completa y bastante instantánea, mientras que el comercio de instrumentos financieros es intrínsecamente incompleto y, en la medida en que se basa en una promesa de pago futuro, tiene un valor incierto. La existencia de mercados de seguros incompletos, los costos de información y los contagiosos cambios de estados de ánimo hacen que la valoración de activos financieros pueda ser radicalmente diferente *ex ante* y *ex post*. El espacio de tiempo entre una transacción financiera y el pago de ésta genera externalidades que pueden magnificar y multiplicar errores en valoraciones subjetivas, a tal punto que, finalmente, las correcciones de mercado pueden ser abruptas, exageradas y desestabilizadoras (Rodrik, 1998; Stiglitz, 2000);⁶⁹ eso implicaría costos micro y ma-

⁶⁹ Los mercados financieros, que intermedian la mayoría de los movimientos internacionales de capital, deben cumplir con lo que Tobin (1984) denomina "eficiencia fundamental de la valoración", es decir, las valoraciones del mercado deben reflejar apropiadamente el valor actualizado de los retornos que razonablemente se prevea que generen los activos en cuestión a lo largo del tiempo. La calidad con que se determinen los precios es extremadamente importante porque éstos son la principal señal para la reasignación del capital por el mercado. Desgraciadamente, se sabe que los movimientos de precios en los mercados financieros a menudo no reflejan aspectos fundamentales. De ese modo, hay estudios empíricos (resumidos en Akyüz, 1998 y Prasad, Rogoff *et al.*, 2003) así como análisis históricos (Kindleberger, 1978; Eichengreen, 2003) que sugieren que la asignación de recursos en los mercados de capitales suele sufrir graves ineficiencias (Mishkin, 1999; Shiller, 2000).

croeconómicos. Por lo tanto, algún tipo de regulación de las transacciones financieras puede no sólo hacer que los mercados específicos funcionen más eficientemente y evitar los fraudes, sino también mejorar el comportamiento global de la economía, al elevar la estabilidad macroeconómica real y el desempeño de la inversión a largo plazo.

Desde el punto de vista de la convergencia económica, este tercer argumento no es pertinente para reforzar el desarrollo. Primero, para un país dado, la apertura que permita aplicar la diversificación del riesgo financiero implica liberalizar la salida de flujos para los residentes. Es dudoso que se registre un flujo neto de fondos hacia los mercados de los países en desarrollo para diversificar el riesgo. Probablemente, sí se mueve en esa dirección en respuesta a retornos más altos, asociados a la escasez de capital, pero eso corresponde al primer argumento. En el caso de liberalización en los países en desarrollo, probablemente, tenderá a alentar –en vez de disuadir– la salida neta desde estos mercados, en la medida en que éstos son más incompletos, más pequeños y menos líquidos y profundos. Evidentemente, esto puede diversificar el riesgo financiero para los inversionistas y agentes locales que pueden invertir en el extranjero. Sin embargo, es probable que no diversifique el riesgo para los retornos de los productores locales de bienes y servicios. Además, tiende a reducir el ahorro disponible en el mercado interno y el financiamiento para la inversión productiva, e introduce mayor prociclicidad al entorno macroeconómico enfrentado por los productores locales.

Segundo, algunas interesantes piezas analíticas en la literatura apoyan este tercer argumento. Por ejemplo, Obstfeld (1994) desarrolla un modelo basado en la hipótesis de que la integración financiera global implica un cambio desde un portafolio de bajo riesgo-baja rentabilidad del capital a otro de alto riesgo-alta rentabilidad del capital, y concluye que ese cambio podría generar “ganancias de bienestar enormes” (Obstfeld, 1998, p. 10). Tres comentarios al respecto: 1) la asunción de que los efectos son *enormes* revela una creencia o deseo apriorístico; 2) hay un traslapo de este argumento con aquel de los flujos desde los mercados ricos en capital a los escasos de capital como respuesta al diferencial de re-

tornos; de hecho, necesitamos identificar lo que es efectivamente diferente entre este argumento de diversificación del riesgo financiero y los otros argumentos;⁷⁰ y 3) la realidad muestra que los flujos internacionales tienden a moverse hacia los activos más conocidos y supuestamente de riesgos bajos: una mirada a los bonos y acciones (por ejemplo, ADR) de empresas de EE transadas al nivel internacional lo documenta de manera muy clara: usualmente corresponden a empresas nacionales grandes, maduras y mejor calificadas. En particular, lo mismo sucede con las inversiones en el extranjero de los residentes en las EE; por ejemplo, en 2004, un volumen espectacular de bonos del gobierno estadounidense, con un bajo retorno, está en poder de gobiernos, fondos de inversión e individuos del resto del mundo. La excepción, la cobertura de un grupo de activos más riesgoso de las EE, ocurre en el caso de las burbujas, donde más que revelar un *apetito por el riesgo*, los inversionistas asumen en sus expectativas que éste no existe o es mí-

⁷⁰ Otro argumento relevante, muy distinto, es el obvio rol positivo jugado por los intermediarios financieros para relajar las trabas de liquidez y reducir los costos de búsqueda para los agentes de las pequeñas y medianas empresas (PYME), que es crucial para el crecimiento económico y para la equidad. Sin embargo, este rol es desempeñado abrumadoramente por intermediarios nacionales. Antecedentes informales disponibles indican que el acceso de las PYME a los mercados privados internacionales es notablemente limitado. Existen algunos trabajos empíricos que con frecuencia inducen al error (véase, por ejemplo, Forbes, 2003), al no distinguir radicalmente entre las empresas más pequeñas de las cotizadas en bolsas (las que se ubican entre las más grandes del país y constituyen una fracción mínima del total de empresas) y las numerosas PYME. Berry y Ruiz (2003) presentan una interesante investigación sobre el impacto de la integración financiera en empresas de distintos tamaños. Además, han habido adquisiciones cuantiosas en la actividad bancaria de las economías emergentes, particularmente en Europa central y América latina. Por ejemplo, en la Argentina, la mitad de los activos bancarios en el año 2000 pertenecían a bancos controlados por extranjeros. Como nota interesante, la propiedad extranjera ha implicado que los préstamos locales de esos bancos representan una "exposición externa" para sus casas matrices (véase Hawkins, 2003). El argumento tradicional de que la presencia de bancos extranjeros en los mercados locales de las economías emergentes ayudaría a asegurar recursos externos para enfrentar los shocks financieros y a *completar* mercados no parece estar sustentada en la práctica del mundo real.

nimo, durante el contagio de exceso de optimismo. En resumen, no hay una conexión bien documentada de la diversificación del riesgo con las fuentes de aumentos de la productividad nacional.

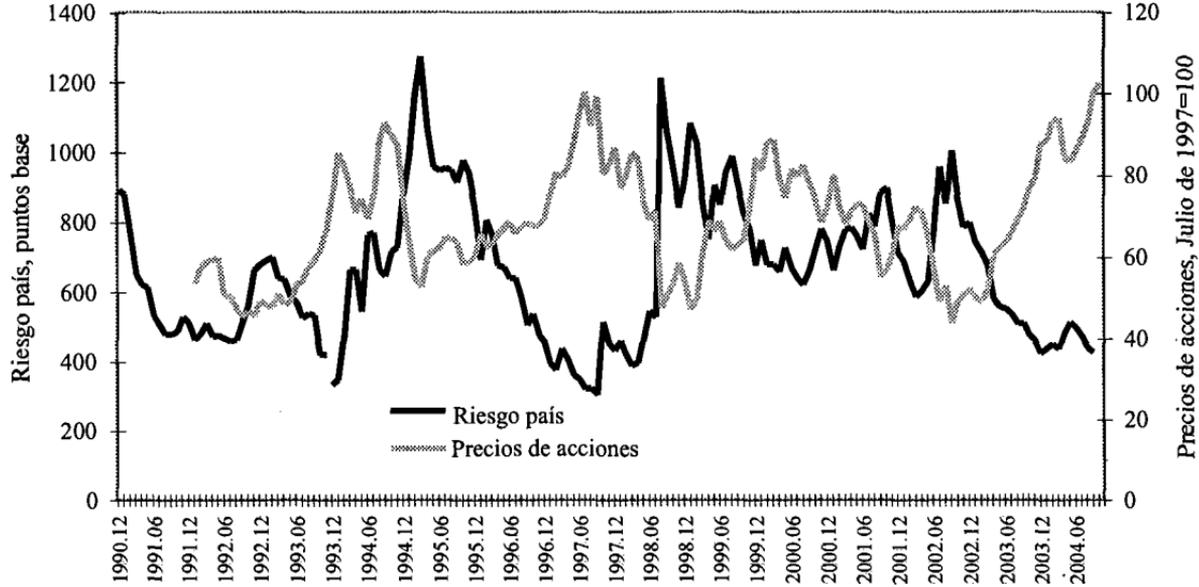
Tercero, es evidente que la diversificación financiera internacional ha logrado alta prioridad en el diseño de políticas; de hecho, goza de discriminaciones a favor; por ejemplo, a través de la eliminación de impuestos a las ganancias de capital en operaciones internacionales y el estímulo a la inversión financiera en los mercados externos, incluidos los paraísos fiscales. Pero la realidad es que estas actividades están aisladas de las fuentes de competitividad sistémica y del desarrollo productivo. Ese tipo de medidas tiende a concentrar la energía de los agentes económicos en actividades puramente financieras, fomentando una actitud *neorren-tista*: obtener ganancias rápidas a expensas de otros agentes, en vez de hacerlo mediante un aumento de la productividad. Por supuesto, la elección no es entre todo o nada, sino de un nuevo equilibrio relativo a favor del “productivismo” y de horizontes de largo plazo.

V.1.4. APERTURA FINANCIERA Y LA DISCIPLINA MACROECONÓMICA

El argumento más nuevo por la apertura completa de la cuenta de capitales sostiene que ello previene el manejo macroeconómico interno irresponsable y promueve una buena gestión de los fundamentos económicos. Esto es cierto, en parte, en cuanto a las fuentes internas de inestabilidad; es decir, los grandes déficit fiscales, la política monetaria permisiva y el tipo de cambio arbitrariamente sobrevaluado por las autoridades. Sin embargo, hemos observado que sistemáticamente, con antelación a las crisis, durante los períodos de auge (o de sobreoptimismo de los agentes financieros), los mercados financieros tienden a promover, en EE “exitosas”, políticas permisivas respecto de la demanda agregada o la sobrevaluación cambiaria. Esto es, un desequilibrio macroeconómico inducido por la entrada de capitales privados.

En realidad, simplemente no se ha materializado la llamada disciplina impuesta por el mercado financiero privado durante la eta-

Gráfico V.1
América Latina: riesgo país y precios de acciones, 1990-2004
(puntos base, índice)



Fuentes:

Riesgo país (medido como la diferencia entre el rendimiento anual de bonos soberanos y de bonos de EEUU): Emerging Market Bond Index (EMBI), calculado por JP Morgan.

Acciones medidas en dólares: IFC/ Standard and Poor's.

pa expansiva de los ciclos. En vez de enfrentar una curva de oferta de préstamos de inclinación positiva con racionamiento de crédito, como sería de suponer en un mercado con prestamistas eficientes, en los tres ciclos registrados desde los setenta, muchos países en desarrollo se enfrentaron a una especie de curva de oferta de inclinación negativa (con comisiones decrecientes cobradas por los prestamistas y apreciaciones cambiarias en los mercados de los prestatarios). Éste es un rasgo evidentemente desestabilizador, que dio señales distorsionadas de precios para el proceso de ahorro/inversión.

No es mera coincidencia que, en los tres períodos de auge, los *spreads* se redujeran mientras que el volumen de pasivos externos subía persistentemente: durante 5-6 años en la década de 1970, antes de la crisis de la deuda; en 3-4 años antes de la crisis del tequila, y por más de un bienio antes del contagio de la crisis asiática. El gráfico V.1 muestra la evolución del riesgo país y de un índice de precios de acciones para el conjunto de los PAL: las cimas o *peaks* de las bolsas y mínimos de percepción de riesgo, en 1994 y 1997, reflejan el entusiasmo de los mercados justo antes de la crisis del tequila y del contagio asiático, respectivamente.

En breve, la apertura de la cuenta de capitales puede inducir a las economías emergentes a importar inestabilidad financiera externa, con ingresos de capitales que lleven al deterioro de las variables macroeconómicas fundamentales (véase sección 4). De esta forma, aunque la disciplina del mercado puede servir como freno para las fuentes internas de inestabilidad —un freno que suele ser ineficiente, dados los cambios de opiniones y expectativas que caracterizan a los mercados financieros— ciertamente constituye una fuente de inestabilidad de origen externo. En efecto, son los mismos mercados financieros los que, durante los auges, tienden a generar incentivos para que las economías emergentes penetren en las *zonas de vulnerabilidad* (atrasos cambiarios, déficit externos elevados, pasivos externos volátiles, etc.); posteriormente, esos mercados suelen castigar en extremo, durante las crisis, a las autoridades locales y suelen obligarlas a adoptar políticas excesivamente recesivas.

Otra implicancia adicional es que las legítimas autoridades políticas nacionales pueden perder la capacidad de buscar y dar

seguimiento a las propuestas de políticas por las que fueron elegidas.⁷¹ A este tema regresaremos en el capítulo VII.

V.2. Evolución histórica de la regulación de la cuenta de capitales

La mayor parte de los análisis de equilibrio general examinan el capital como un todo y no tienen en cuenta condiciones importantes del mundo real, tales como las peculiaridades institucionales de los inversionistas y la gran heterogeneidad entre los diferentes segmentos de la oferta de fondos, la estructura o *completitud* (*completeness*) del mercado en el que operan los inversionistas, el enorme volumen de los mercados de capitales internacionales, y los costos económicos y sociales de la inestabilidad del financiamiento. Estos factores con frecuencia no se combinan espontáneamente en formas que permitan a los países aprovechar los beneficios potenciales de los ingresos de ahorro externo. En verdad, pueden y suelen ocurrir fallas sistémicas del mercado. Ejemplos frecuentes de ello son las grandes crisis financieras, acompañadas del colapso macroeconómico, que reiteradamente han aparecido en la historia económica; entre ellas, la crisis de la deuda en América Latina durante los años ochenta, las crisis mexicana y argentina, y el contagio de la asiática.

V.2.1. DESDE CUENTAS DE CAPITAL CERRADAS A CUENTAS ABIERTAS

Durante las décadas de 1950 y 1960 la corriente principal del pensamiento sobre el desarrollo se centró preferentemente en la actividad económica real antes que en asuntos monetarios y financieros; a

⁷¹ Esta fuente de disciplina, dirigida desde los mercados financieros, puede también poner obstáculos a las reformas sociales requeridas (por ejemplo, a la elevación de impuestos para financiar una inversión eficiente en capital humano) o a la capacidad de captar rentas económicas de recursos naturales explotados por la IED.

veces en forma desbalanceada. Además, el análisis de los flujos de ahorro externo se concentró en un número muy limitado de fuentes de crédito, básicamente la ayuda oficial, los préstamos bilaterales y la inversión extranjera directa. La mayoría de los países desarrollados y en desarrollo tenían controles intensos de los movimientos de capital.

Esta situación tenía sus raíces en la circunstancia histórica concreta de la Gran Depresión de los treinta y en la escasa actividad financiera internacional privada hasta comienzos de la década de 1960. Eran habituales las regulaciones directas en la estructura de las tasas de interés, los controles en la asignación del crédito y el uso selectivo o discriminatorio del encaje bancario. La propiedad fiscal de bancos comerciales y, en particular, de los bancos de desarrollo era significativa. Los controles administrativos o cuantitativos sobre los flujos de capitales también eran frecuentes, o sencillamente prevalecían las prohibiciones rotundas para diversos canales de acceso directo a los mercados cambiarios extranjeros y para acceder desde el exterior a los activos locales, tales como el mercado bursátil. Muchas de estas variadas formas de intervención eran habituales, incluso en las economías de mercado más avanzadas, aun hacia fines de los ochenta.

La liberalización de la cuenta de capital en los países industrializados fue bastante lenta y gradual, se aceleró sólo en los ochenta (Stallings y Studart, 2005). Es interesante señalar que España, Irlanda y Portugal reintrodujeron ciertas restricciones a los flujos de capital en 1992 para combatir la inestabilidad cambiaria que entonces sufrió la Unión Europea. Una vez que se alcanzaron los objetivos de estabilidad, se suprimieron las restricciones. Ello realza la importancia de usar instrumentos flexibles que, según las circunstancias, permitan imponer limitaciones temporales a los movimientos de capital para así apoyar la estabilidad macroeconómica real.

V.2.2. APERTURA FINANCIERA EN UN ENTORNO EXTERNO ESTABLE

Según muchos analistas de la época, el auge de los préstamos bancarios internacionales de los setenta constituía un hecho inherentemente benigno para el desarrollo. Desde el punto de vista de

la oferta, los mercados privados financieros, y especialmente el mercado no regulado de eurodólares, se consideraban altamente eficientes y capaces de imponer la “disciplina del mercado” a los prestatarios, en contraste con los préstamos supuestamente ineficientes y permisivos de los organismos oficiales de crédito. Además, se estimaba que las decisiones no sólo en materia de inversiones directas sino también de flujos financieros se basaban en las variables clave de largo plazo (*fundamentals*) de los países, y eran por lo tanto inherentemente favorables a un mayor orden y disciplina. Desde la perspectiva de la demanda, había además una noción muy generalizada de que si los prestatarios eran privados—en contraste con los organismos estatales— los recursos se utilizarían eficientemente (Robichek, 1981).

Algunos analistas aperturistas, sin embargo, recomendaban una secuencia prudencial, dado el contexto de una serie de reformas estructurales cuya instrumentación estaba en proceso. Estos especialistas favorecían la ordenación secuencial de las reformas, en que la cuenta de capital se abriría sólo después de la consolidación de las otras medidas de liberalización, dando prioridad a la reforma financiera interna y a la liberalización comercial (Edwards, 1989; McKinnon, 1991). La cuenta de capitales se consideró un área especialmente delicada, porque si se la abría en conjunción con otras reformas, podría inducir una avalancha de capitales y provocar una revaluación prematura del tipo de cambio, con consecuencias negativas para la liberalización comercial y la asignación de los recursos. Por consiguiente, la regulación de los flujos de capital podría justificarse como una forma de reducir temporalmente las presiones revaluatorias.

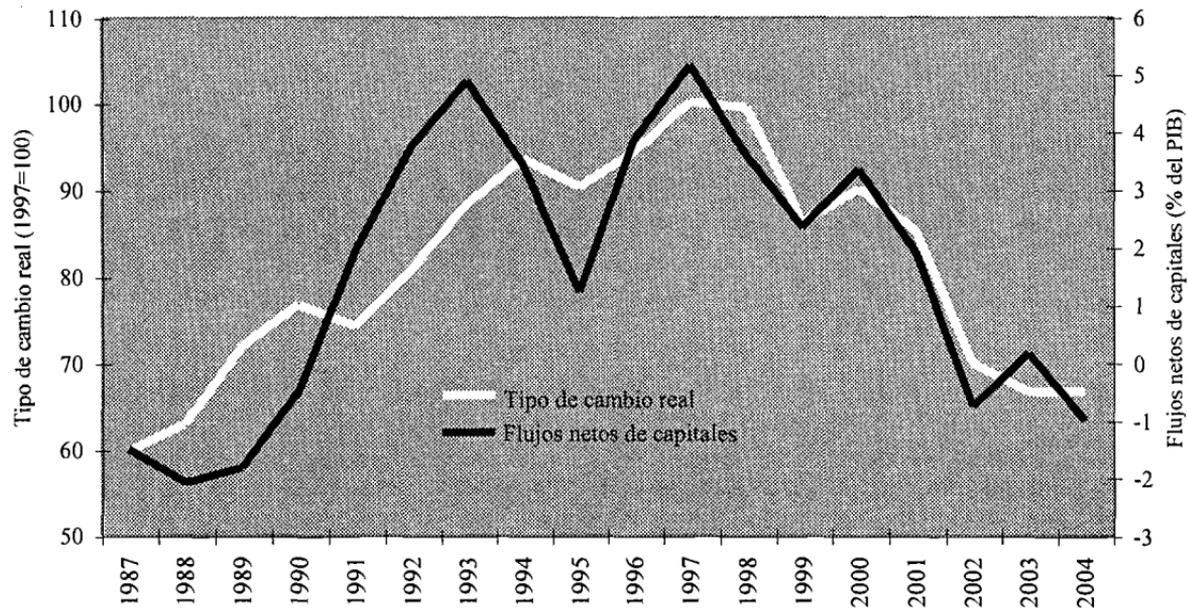
No obstante, la práctica se inclinó por la liberalización más abrupta, con intensos atrasos cambiarios y burbujas en los mercados crediticios y de valores. Es el caso de la Argentina, Chile y Uruguay, que llevaron a cabo procesos de liberalización económica radicales, inspirados en parte por la hipótesis de la represión financiera y por la simplicidad teórica del enfoque monetario de la balanza de pagos (véanse Díaz-Alejandro, 1985; Devlin, 1989; Ffrench-Davis, 2005c, capítulo IV). El experimento del Cono Sur culminó en un desastre a comienzos de los ochenta, pues sus eco-

nomías se derrumbaron bajo el peso de grandes desequilibrios cambiarios, burbujas especulativas en los precios de los activos, bajos niveles de inversión y ahorro internos, una enorme deuda externa y crisis de insolvencia. La historia se repitió en forma significativa durante los noventa, cuando se aplicaron las reformas “a la manera del Consenso de Washington” (nuevo nombre para una receta similar) en varios PAL, en paralelo con el par de inundaciones de capitales financieros en esa década.

En cuanto a la secuencia de las reformas, hay ahora cierto consenso en cuanto a que la apertura de la cuenta de capital fue prematura y debió haberse pospuesto hasta que se hubiesen consolidado otras reformas importantes y establecido precios macroeconómicos de “equilibrio”. La enseñanza que se recoge es que, durante el ajuste, las cuentas de capital abiertas (especialmente en períodos de oferta elástica de financiamiento internacional) pueden inducir períodos de intensificación de la afluencia de capitales con efectos macroeconómicos y sectoriales desestabilizadores (CEPAL, 2001).

En primer lugar, si la capacidad para invertir productivamente reacciona lentamente o con rezago, y los mercados financieros internos son aún incompletos y pobremente supervisados, los recursos externos adicionales no podrán ser absorbidos eficientemente por la economía nacional, amenazando así la estabilidad futura de los propios flujos. Segundo, deben consolidarse los parámetros fiscales y la evasión tributaria puesta bajo control, dado que sin una base impositiva sólida y mecanismos fiscales flexibles, las autoridades dependerían en exceso de la política monetaria para regular la demanda agregada; adicionalmente, la base impositiva debe ser tan sólida como para soportar niveles suficientes de gasto público, compatibles con las necesidades de desarrollo a largo plazo. Tercero, los países en desarrollo son estructuralmente escasos de capital. Dado que bajo la afluencia de capitales, en forma natural los mercados financieros se ajustan más rápido que las estructuras económicas, usualmente se producen burbujas en los activos financieros y en el mercado de bienes raíces, junto con una apreciación cambiaria (y/o inflación). La respuesta de política económica para evitar esas fuentes de vulnerabilidad, propensas a las crisis, es imponer un ajuste gradual en los flujos financieros,

Gráfico V.2
América Latina: Flujos netos de capitales y tipo de cambio real, 1987-2004
 (% del PIB; índice 1997=100)



Fuente: Cálculos del autor, basados en datos CEPAL.

El tipo de cambio real está definido como dólares por unidad de moneda local. Es el inverso del índice del cuadro VII.2, calculado como un promedio ponderado para 16 países.

acomodando su velocidad a aquella a la cual las estructuras productivas se pueden ajustar. Esto es, en forma gradual, desde las actividades productivas intensas en trabajo hasta las intensas en capital. En resumen, si se decide liberalizar la cuenta de capitales, la velocidad a la que se efectúe debe adecuarse a la capacidad de la economía de absorber y asignar eficientemente los recursos externos. Sin duda, y de acuerdo con McKinnon (1991, p. 177), “durante la liberalización, se requieren estrictos controles sobre aumentos abruptos de entradas (o salidas) de flujos de capital de corto plazo”. En particular, debe evitarse dañar gravemente el objetivo estructural de mediano plazo de penetrar los mercados externos con nuevas exportaciones (Bhagwati, 2004).

De hecho, sin embargo, muchos PAL llevaron a cabo profundas reformas comerciales en los noventa, *pari passu* con un atraso cambiario, directamente liderado por flujos de capitales financieros. En efecto, ha habido una fuerte correlación entre los ciclos de flujos de capitales netos y las oscilaciones de mediano plazo del tipo de cambio promedio de la región, desde los años setenta (véase gráfico V.2, para 1987-2004). Ello, a su vez, habitualmente se refleja en un incremento del déficit en cuenta corriente. La apreciación real tiende también a provocar costos sociales innecesarios, ya que los recursos internos, con toda probabilidad, posteriormente tendrán que reasignarse a una mayor producción de bienes comerciables por la vía de una depreciación cambiaria real (Williamson, 2000). Esto se debe a que la contrapartida del déficit en cuenta corriente es una acumulación de pasivos externos, cuyo servicio deberá efectuarse, a la larga, en divisas.

Recientemente se ha incrementado en forma considerable el número de expertos que demanda que muchos segmentos de la cuenta de capitales deben abrirse solamente después de la consolidación de otros programas de liberalización, especialmente en las áreas de comercio y finanzas nacionales (IEO/FMI, 2005). Sin embargo, el nuevo consenso llega luego de muchos años de profusos incentivos equivocados y actuaciones erradas; ya muchos países habían abierto sus cuentas de capitales prematuramente.

V.2.3. APERTURA FINANCIERA EN UN ENTORNO DE FLUJOS VOLÁTILES

Un tema bastante distinto se refiere a la periodicidad de los flujos. No es lo mismo tener un determinado tipo de apertura bajo un flujo de capitales abundante que bajo uno "seco". En consecuencia, las reformas graduales y secuenciales debieran ser complementadas con mecanismos contracíclicos. En especial, en las coyunturas en que los fondos son escasos, como en 1995, se justifica buscar formas (específicas o generales) de atraer flujos de capitales y erigir barreras para desalentar las salidas. Correspondería lo contrario en los casos de una evidente abundancia de capital en los mercados, como sucedió en 1990-94 y 1996-97 en muchos PAL; parece deseable, en una coyuntura como ésta, que en forma transitoria se restrinjan ciertos tipos de afluencia de capital y se fomenten algunos canales para las salidas.

Obviamente, una política secuencial y/o contracíclica implica la presencia de controles, ya sea basados en los precios o bien en regulaciones cuantitativas. Hay diversas maneras de administrar los flujos de capital. Mientras más urgente sea la necesidad de regular, y menor sea el desarrollo de las políticas fiscales y monetarias, mayor probabilidad habrá de que se justifique el uso de regulaciones directas, tales como controles cuantitativos, aplicadas a ciertos tipos de flujos de capital, aunque sólo sea temporalmente. A menudo los controles de cualquier tipo se consideran ineficientes y susceptibles de ser eludidos por operaciones cada vez más complejas de los mercados de capitales. Sin embargo, como lo señala Williamson (1992, p. 189; 2000), "las afirmaciones acerca de la ineficacia de los controles de capital son sumamente exageradas".

Es evidente que los controles mal diseñados o mal manejados suelen conducir al desequilibrio, a la ineficiencia y a la corrupción, pero esto también puede acontecer ante una liberalización indiscriminada en una economía en desarrollo. Es un hecho que la liberalización indiscriminada de los movimientos de capitales trae consigo problemas de lavado de dinero y evasión de impuestos, y estimula la inequidad del sistema tributario local. Para evitar esos costos, el mecanismo usado para regular los flujos de capitales debe estar dirigido a que el mercado pueda seguir las

tendencias de largo plazo del tipo de cambio y de la demanda agregada; una fórmula destinada al fracaso es un control cuantitativo acompañado de un tipo de cambio claramente apreciado, como en Venezuela a inicios de esta década. Un subproducto de una regulación de los flujos de capitales, integral y bien diseñada, es que su acción puede contribuir a desalentar el lavado de dinero y la evasión tributaria que resultan de una liberalización indiscriminada y de capitales volátiles.

El enfoque gradual se expresa también en cierta secuencia en la propia apertura de la cuenta de capital. Se recomienda establecer una clara distinción entre la entrada y la salida de capitales, y se sugiere que los países liberalicen la primera antes que la última, en parte debido a que los beneficios que pueden derivarse de las salidas de capital son más evidentes después de que el país haya acumulado considerables activos netos sobre el exterior (Rodrik, 1998). Podría haber, también, una ordenación secuencial dentro de los componentes de entradas y de salidas: por ejemplo, el ingreso de capitales de largo plazo podría liberalizarse antes que las operaciones de corto plazo, en tanto que en el caso de la salida de capital, se podría otorgar prioridad a las inversiones directas en el exterior asociadas a las exportaciones nacionales. Aunque los países en desarrollo hayan llevado a cabo reformas radicales, es posible que pasen muchos años antes de que se den las condiciones propicias —es decir, contar con un mercado financiero nacional profundo e institucionalmente diversificado, una base impositiva consolidada y amplia, un sector exportador diversificado e internacionalmente competitivo y una extensa variedad de mecanismos disponibles de políticas macroeconómicas— para que sus economías puedan absorber los movimientos no regulados de capital externo en formas que sean consistentes con el crecimiento sostenido y la equidad social.

Muchos de los que abogan por la ordenación secuencial, habitualmente, sólo cuestionan el orden y el momento oportuno de la liberalización, no el objetivo final de una cuenta de capital abierta. Sin embargo, la importancia decisiva de la estabilidad macroeconómica real, junto al abrumador volumen de los mercados internacionales de capital en comparación con el tamaño mucho

menor de las economías de América Latina, y las graves imperfecciones que existen en dichos mercados, hacen inconveniente un compromiso inflexible con una cuenta de capital abierta permanentemente y en forma indiscriminada. En realidad, la creciente inestabilidad de los flujos internacionales de capital, y su inmenso tamaño, dieron origen a nuevos debates en los países industrializados respecto del comportamiento potencialmente desestabilizador de los mercados de capital y la conveniencia de regularlos (Financial Stability Forum, 2000; IEO/FMI, 2005). Las crisis de México, Corea, Tailandia y la Argentina reforzaron la conveniencia de las regulaciones macroeconómicas prudenciales de los flujos financieros de corto plazo y líquidos en las EE.

V.3. Origen y composición de los flujos privados de capitales desde los noventa

Ha sido documentado sólidamente que el cambio inicial en los ingresos de capitales privados se originó, principalmente, en las fuentes de la oferta más que por el lado de la demanda.⁷² El auge del comienzo de los noventa tuvo lugar principalmente en los Estados Unidos –asociado a la innovación tecnológica y a los cambios institucionales y de política en las economías desarrolladas– impulsado por significativas reformas institucionales lideradas por algunas autoridades económicas estadounidenses y promovidas por poderosos grupos de presión (Bhagwati, 2004; Pfaff, 2000). La liberalización de los egresos de capital en los Estados Unidos, una coyuntura interna recesiva, con escasa demanda por fondos y tasas de interés real notablemente bajas, alentaron la desviación de recursos hacia el exterior.⁷³ En paralelo, se registró una

⁷² El artículo clásico es Calvo, Leiderman y Reinhart (1993). Diversos planteamientos se encuentran en Calvo (1998); CEPAL (1998); Griffith-Jones (1998); Stiglitz (2002); Eichengreen (2003).

⁷³ Entre 1989 y 1993, la tasa LIBOR en dólares corrientes a 180 días se redujo de 9,3 a 3,4% (FMI, *Estadísticas Financieras Internacionales*, varios números). Antecedentes sobre tasas de interés en América latina se presentan en CEPAL (1998, capítulo IX).

rápida apertura de la cuenta de capitales de las EE, primero en América Latina y luego en Asia oriental; ello coincidió con un período de oferta abundante. La oferta de fondos encontró en América Latina, con una restricción externa aún dominante en 1990, un mercado receptivo y con tasas de utilidades esperadas elevadas.

V.3.1. AUMENTO MASIVO Y DIVERSIFICACIÓN DE LA OFERTA DE FONDOS EXTERNOS

Luego de la prolongada sequía financiera de los ochenta, desde los comienzos de los noventa se registró un extraordinario aumento de los flujos privados de capital hacia América Latina. Como lo muestra el cuadro V.1, la afluencia neta de capital se empujó en 1992-94 a 4% del PIB, y a un promedio anual de US\$ 56 mil millones. Más aún, después de la caída en 1995, se elevó a US\$ 76 mil millones (4,5%) en 1996-97.⁷⁴ La serie de sucesivos flujos alcanzó a casi todos los países de la región.

El marcado incremento de flujos financieros internacionales desde comienzos de los años noventa fue notablemente más diversificado que en los años setenta, se registró un cambio en la composición desde los créditos bancarios a mediano plazo –la fuente de financiamiento predominante en los setenta–, hacia compras de acciones en las bolsas latinoamericanas, colocación de acciones en la Bolsa de Nueva York (ADR), bonos de empresas privadas y públicas, depósitos a corto plazo, adquisición de empresas locales por inversionistas extranjeros y, en menor medida, financiamiento bancario de mediano y corto plazo. En general, estos cambios de la estructura del financiamiento fueron vistos por muchos observadores como positivos, ya que involucraban una mayor diversificación de las corrientes de capital, y los flujos con tasas de interés variable

⁷⁴ Utilizamos un TCR de tendencia para controlar el típico sesgo de medición introducido por un comportamiento procíclico de los tipos de cambio reales (sobreestimación del PIB al medirlo en dólares corrientes durante los auges y, viceversa, en las recesiones).

Cuadro V.I

América Latina (19): Composición de los flujos de capitales, 1977-2004
(miles de millones de dólares y % del PIB de tendencia)

Miles de millones de dólares	1977-81	1982-90	1991	1992-94	1995	1996-97	1998-03	2004
1 Cuenta corriente (2+3+4)	-24.3	-10.3	-17.0	-43.5	-37.8	-51.5	-41.3	21.8
2 Balanza comercial	-9.4	20.3	4.5	-21.9	-12.3	-21.4	-12.6	46.9
3 Rentas	-16.1	-35.3	-31.4	-33.5	-40.8	-45.2	-52.8	-65.3
4 Transferencias unilaterales	1.2	4.8	10.0	11.9	15.2	15.1	24.1	40.3
5 Entradas netas de capitales (6+10+11)	27.8	-12.9	23.3	56.1	19.3	76.5	31.8	-19.4
6 IED neta (7+8-9)	5.1	5.5	11.0	15.7	25.8	48.9	57.4	37.8
7 Entradas de F&A	n.d.	1.5	2.9	5.7	7.4	26.3	33.0	
8 Entradas de IED nueva	5.4	4.6	9.5	12.7	22.4	28.0	31.0	
9 Salidas de IED	0.3	0.4	1.3	2.7	4.0	5.4	6.6	
10 Cartera	1.3	0.6	16.4	57.0	2.2	32.7	1.9	
11 Otro capital	21.4	-18.9	-4.1	-16.6	-8.6	-5.1	-27.5	
12 Flujos especiales	0.5	23.6	11.8	3.8	31.6	-4.1	12.3	6.8
13 Acumulación de reservas (5+1+12)	4.1	0.4	18.1	16.4	13.1	21.0	2.8	9.3
14 Transf. neta de recursos (5+12+3+4)	13.5	-19.9	13.7	38.3	25.4	42.4	15.4	-37.6
15 PIB de tendencia	598	858	1.206	1.404	1.590	1.701	1.842	1.889
Porcentaje respecto del PIB de tendencia								
1 Cuenta corriente (2+3+4)	-3.9	-1.3	-1.4	-3.1	-2.4	-3.0	-2.3	1.2
2 Balanza comercial	-1.5	2.4	0.4	-1.5	-0.8	-1.2	-0.7	2.5
3 Rentas	-2.6	-4.2	-2.6	-2.4	-2.6	-2.7	-2.9	-3.5
4 Transferencias unilaterales	0.2	0.5	0.8	0.9	1.0	0.9	1.3	2.1
5 Entradas netas de capitales (6+10+11)	4.6	-1.5	1.9	4.0	1.2	4.5	1.7	-1.0
6 IED neta (7+8-9)	0.8	0.6	0.9	1.1	1.6	2.9	3.1	2.0
7 Entradas de F&A	0.0	0.1	0.2	0.4	0.5	1.5	1.8	
8 Entradas de IED nueva	0.9	0.6	0.8	0.9	1.4	1.6	1.7	
9 Salidas de IED	0.0	0.0	0.1	0.2	0.3	0.3	0.4	
10 Cartera	0.2	0.0	1.4	4.0	0.1	1.9	0.1	
11 Otro capital	3.5	-2.2	-0.3	-1.1	-0.5	-0.3	-1.5	
12 Flujos especiales	0.1	2.8	1.0	0.3	2.0	-0.2	0.7	0.4
13 Acumulación de reservas (5+1+12)	0.7	0.0	1.5	1.2	0.8	1.2	0.1	0.5
14 Transf. neta de recursos (5+12+3+4)	2.3	-2.4	1.1	2.7	1.6	2.5	0.9	-2.0

Fuente: Basado en cifras oficiales de CEPAL y UNCTAD.

El PIB de tendencia fue calculado filtrando el PIB nominal en dólares (mediante el filtro Hodrick-Prescott, $\lambda=100$). Las transferencias unilaterales incluyen flujos públicos y privados. Los flujos de cartera incluyen bonos y compras de acciones. Otro capital incluye errores y omisiones. Los flujos especiales incluyen el uso de créditos del FMI y el financiamiento excepcional.

(especialmente peligrosos para financiar el desarrollo a largo plazo, como lo certificó la crisis de la deuda de los años ochenta) representaban una proporción pequeña del total. No obstante, había rasgos muy peligrosos, destacados por otros analistas. Una fuente potencial de preocupación era que los déficits en cuenta corriente aumentaron demasiado rápido durante cada uno de los dos auges. Segundo, asociado a ese hecho, las tasas cambiarias reales, generalmente, se habían apreciado. Tercero, la tasa de inversión local no creció en paralelo con la entrada de capitales. Cuarto, una proporción muy alta de los flujos netos de capital a comienzos de los años noventa correspondía a flujos de corto plazo o líquidos, en los que el riesgo de inestabilidad es tanto intuitiva como empíricamente alto (CEPAL, 1998; Griffith-Jones, 2003; Rodrik y Velasco, 2000).

Paradójicamente, el resultado de esta diversificación es potencialmente más inestable, en la medida en que se ha tendido a una *diversificación hacia fuentes de financiamiento sumamente reversibles*. Si las fluctuaciones de cada componente tendieran a responder a diferentes causas, la diversificación entonces involucraría compensaciones entre unos y otros, determinando así flujos totales más estables. Sin embargo, los nuevos componentes no sólo son más inestables, sino que, además, son proclives a contagios comunes y, frecuentemente, han compartido los excesos de optimismo y los excesos de pesimismo. La reversibilidad de los flujos no se observa durante los ciclos de auge, pero su peligrosidad para la estabilidad macroeconómica real explota abruptamente con el contagio de los cambios negativos de expectativas, comunes en diversos mercados financieros.⁷⁵

Existen dos interesantes componentes del financiamiento externo privado que se han elevado en forma repentina y que son fuentes comparativamente estables a lo largo del ciclo. Uno es tradicional; el otro, bastante nuevo.

La IED tradicional experimentó un alza importante desde mediados de los noventa. Se expandió con rapidez por el mundo co-

⁷⁵ El acelerado crecimiento de los mercados de derivados contribuyó a suavizar la "microinestabilidad", pero ha tendido a incrementar la "macroinestabilidad" y a reducir la transparencia. Véase Dodd (2003).

mo un agente importante de globalización, para las EE en general, y, en particular, para los PAL. Pero ahora presenta una nueva característica, que incluye una importante cuota de fusiones y adquisiciones (F&A). La inversión creadora de nueva capacidad (*greenfield* FDI), por la propia naturaleza de estos flujos, se refleja en paralelo como formación de capital y continúa siendo más estable (es una variable persistente, con una raíz unitaria).⁷⁶ Por el contrario, la IED en la forma de F&A es diferente: 1) F&A es un flujo de capital desligado de la generación directa de capacidad productiva;⁷⁷ 2) Las ventas de empresas locales privadas a la IED con frecuencia son seguidas por salidas de capitales financieros, especialmente bajo brechas recesivas, lo que demuestra un comportamiento claramente procíclico. Cabe recordar que la mitad del flujo de IED hacia América Latina en 1996-2003 correspondió a fusiones y adquisiciones (véanse cuadro V.1 y UNCTAD, 2004).

En síntesis, sólo los flujos de inversión extranjera directa nueva parecen ser más estables y una entrada de capitales más bien irreversible. Los flujos que ya están involucrados en el proceso de inversión tienden a continuar hasta que los proyectos se completan. En paralelo, fortalecen la formación de capital interno, contribuyen a la creación de nueva capacidad, en la medida en que no consisten en la simple compra de activos productivos ya existentes.

La fuente más novedosa de entradas de capital son las remesas de los emigrantes. Éstas se han elevado a US\$ 40 mil millones en 2004, y 2,1% del PIB (véase cuadro V.1).⁷⁸ Más de veinte millones de latinoamericanos y caribeños viven en el extranjero, espe-

⁷⁶ Prasad, Rogoff y otros (2003, cuadro 1 y gráfico 3) reportan datos sobre la volatilidad total de la IED (sin controlar por fusiones y adquisiciones), los préstamos bancarios y la inversión de cartera. Los autores confirman la conclusión de muchas otras investigaciones en cuanto a que la IED es menos volátil. Recuérdese que las cifras más relevantes para políticas y para la econometría, se refieren a la IED nueva (véase el capítulo II).

⁷⁷ Otra desvinculación de los actuales flujos de capital con la formación de capital está relacionada con la pérdida de peso relativo de los préstamos para inversión de las IFI, que estaban condicionados a su uso directo en la formación de capital.

⁷⁸ Estas remesas se incluyen como transferencias unilaterales en las cuentas de balanza de pagos.

cialmente en los Estados Unidos, siendo España el segundo destino. México es por lejos el mayor receptor en volumen, que representa el 2,6% de su PIB. Sin embargo, para muchas economías pequeñas las remesas se han convertido en una fuente notablemente más importante de divisas. En El Salvador, Guatemala, Haití, Honduras, Nicaragua y República Dominicana las entradas por remesas representan más del 10% del PIB respectivo.

Los cambios en los flujos están asociados a cambios de reglamentación en países desarrollados, los que abrieron o facilitaron el acceso de los países en desarrollo a sus mercados de valores. Especialmente publicitada fueron las medidas que facilitaron el acceso de las economías emergentes a las bolsas de valores de los Estados Unidos (la ya conocida colocación de ADR), también fueron significativas las que permiten la inversión externa en los mercados bursátiles latinoamericanos (véase Culpeper, 1995). Los Estados Unidos son la principal fuente de flujos financieros hacia América Latina Caribe (incluido el regreso de capital fugado de América Latina). De hecho, los inversionistas de los Estados Unidos han aportado una proporción muy importante de la inversión en acciones en las bolsas de países de América Latina, como la Argentina, Brasil y México. Ello constituye un factor decisivo en la transmisión de inestabilidad cíclica entre las bolsas del continente.

La inversión extranjera en acciones tiene la ventaja de que los dividendos poseen cierta sensibilidad cíclica. No obstante, dada la fluctuabilidad típica de las bolsas y la acentuación de los contagios, estos flujos de capital suponen riesgos de volatilidad para los países receptores. Los inversionistas pueden, sorpresivamente, no sólo dejar de invertir en acciones, sino tratar de vender sus valores rápidamente si temiesen un empeoramiento de las perspectivas en el país. Ello se traduce en presiones sobre el tipo de cambio, y caídas abruptas de los precios en la bolsa de valores local y de la demanda agregada, como se ha registrado en varias ocasiones recientes. En tanto que el funcionamiento de los mercados dependa en una proporción significativa de participantes que se especializan en el corto plazo, los riesgos de gran inestabilidad serán inherentes a esta nueva modalidad de financiamiento externo (Eatwell, 1997; Turner, 2000).

Respecto de los bonos, cabe destacar que con los bonos Brady se establecieron las bases de un mercado secundario de amplia liquidez. Una proporción extremadamente alta de bonos latinoamericanos se emiten en dólares. Con la posterior relajación de la reglamentación en los Estados Unidos (en particular, la regla 144-A) se facilitó en gran medida la obtención de fondos por parte de grandes empresas latinoamericanas. La ventaja de los bonos de que a menudo tienen una tasa de interés fija, es contrapesada por el hecho de que los plazos de vencimiento promedio de los bonos que coloca América Latina son altamente sensibles a los ciclos financieros internacionales. De hecho, luego de una extensión significativa de los plazos registrada hasta 1997, se produjo un abrupto acortamiento luego del contagio de la crisis asiática; tras una breve mejora con la transitoria recuperación macroeconómica del año 2000, se volvieron a acortar significativamente (CEPAL, 2002, capítulo 5).

Un componente con una presencia aceleradamente creciente en los mercados de capitales son los derivados. Existe un creciente potencial de inestabilidad a medida que los instrumentos derivados se tornan cada vez más importantes en la actividad financiera; por una parte, esas operaciones no están reguladas, no tienen normas relativas a los márgenes o al capital; por otra parte, la comercialización de esos instrumentos es impulsada por las comisiones iniciales que el vendedor devenga inmediatamente sin riesgo. Finalmente, la información sobre las operaciones de derivados continúa siendo extremadamente insuficiente (Dodd, 2003).

Entre los cambios institucionales más recientes que afectan la entrada de capitales a los países en desarrollo, subrayamos dos, uno positivo y otro negativo:

- 1) La introducción de cláusulas de acción colectiva en la emisión de bonos de varias EE, incluyendo México y Corea. Es importante subrayar que estos cambios no han aumentado el costo de los préstamos para los países que introdujeron estas cláusulas, lo que es un efecto muy relevante. Además, han habido algunas emisiones de bonos asociadas a los precios de las mercancías exportadas por los países en desarrollo (Budnevich, 2003; Williamson, 2003a).

- 2) La aprobación de Basilea II, sin la participación de los países en desarrollo y sin tomar en consideración sus intereses. Basi-

lea II tenderá a la oferta de préstamos bancarios a los países en desarrollo y a aumentar sus costos. Quizá, lo más preocupante es que aumentará la prociclicidad de los préstamos bancarios internacionales y nacionales, lo que es muy negativo para un crecimiento estable y aumenta el riesgo de fragilidad financiera y de crisis (Griffith-Jones, Persaud y otros, 2005).

V.3.2. ALGUNOS EFECTOS MACROECONÓMICOS

Desde el punto de vista de los países en desarrollo, el acceso a los mercados internacionales de capitales suele estar fuertemente condicionado por una dinámica de la oferta determinada en forma exógena por las políticas macroeconómicas de los países industriales y por las normas de regulación prudencial que adoptan. Ambos factores estimularon el salto que la oferta experimentó en los noventa.

Como se ha destacado en las dos olas de financiamiento externo de los noventa, la entrada de capitales tuvo efectos positivos de tipo keynesiano en el sentido de que removió la restricción externa dominante y permitió así que se usara más plenamente la capacidad productiva y con ello que se recuperaran la producción, los ingresos y el empleo. El reinicio de los flujos de capital bajo una RED tiende a ser extremadamente eficiente en un comienzo.

En ambas ocasiones la RED desapareció, lo que permitió aumentar la demanda agregada. El PIB se elevó más rápidamente en aquellos países con grandes brechas entre la capacidad productiva y su utilización efectiva. Inicialmente, las reservas se acumularon en forma rápida, acrecentando las menguadas reservas internacionales de los países de América Latina; ese ritmo se redujo en los flujos posteriores, en forma paralela con el aumento de la capacidad de absorción de la región. Evidentemente, esta capacidad fue acrecentada en parte artificialmente por las significativas revaluaciones, ya sea toleradas o promovidas, en numerosos PAL.

Esas tendencias reflejaron, inicialmente, la recuperación de los niveles "normales" de demanda agregada, de importaciones y del tipo de cambio real, todos los cuales estaban condicionados

por la restricción externa durante el período precedente. Sin embargo, luego de algún tiempo, la continua abundancia de capital a lo largo del tiempo generó un exceso de oferta con desequilibrios macroeconómicos insostenibles, manifestado en las diversas variables que examinamos en el análisis que plantea un nuevo enfoque de macroeconomía para el desarrollo (véase capítulo I).

V.3.3. CRITERIOS DE POLÍTICA

La diversidad de políticas nacionales contribuye a explicar por qué los efectos de los nuevos flujos de capital no han sido los mismos en todos los PAL, tanto en las etapas de auge como de contracción. Por ejemplo, los renovados vínculos con los mercados financieros internacionales encontraron a los países en etapas diferentes de sus programas de ajuste por crisis de la deuda o de reformas estructurales. Sin embargo, hay fuertes correlaciones entre los flujos de capitales generalizados a las EE y sus desequilibrios macroeconómicos. Esto implica que el poder de los cambios en los flujos de capitales es más fuerte que la diversidad entre los PAL, particularmente entre aquéllos con PIB per cápita más alto.⁷⁹

Cuando las autoridades se enfrentan a una inesperada abundancia de financiamiento externo, que consideran en parte transitorio o que fluye con demasiada rapidez para que la economía lo absorba eficientemente, pueden intervenir en tres niveles. En el primero, pueden actuar para moderar el efecto sobre el tipo de cambio, mediante la compra de divisas (es decir, la acumulación de reservas) por el Banco Central. En un segundo nivel, de mayor profundidad, pueden adoptar políticas de esterilización (por ejemplo, operaciones de mercado abierto en el país) para mitigar el efecto monetario de la acumulación de reservas en el primer nivel de intervención. En el tercer nivel, pueden aplicar incentivos, sobretasas o controles cuan-

⁷⁹ Alrededor de US\$ 2.000 por habitante en 1997, según una clasificación utilizada en CEPAL (2001). Incluye diez PAL y tres economías caribeñas, que abarcan el 85% de la población y el 95% del PIB de todas las economías de América latina y el Caribe.

titativos para regular la afluencia de capital, influyendo de esa manera en su composición y volumen. El objetivo es estimular flujos cuyo volumen y composición estén en concordancia con la capacidad interna de absorción eficiente de la economía nacional, y encauzarlos hacia proyectos de inversión productivos y, a la inversa, desalentar el ingreso de capital financiero de corto plazo o volátil.

Las posibles combinaciones entre los tres niveles producen mezclas diferentes de evolución de la demanda agregada y de políticas monetarias y cambiarias. El primer nivel de intervención ha sido adoptado con frecuencia por países cuyo principal objetivo es la estabilidad de los precios, usando como ancla un tipo de cambio nominal fijo, y que están dispuestos a aceptar una política monetaria pasiva. En efecto, el banco central debe acumular considerables reservas internacionales a medida que compra las divisas aportadas por la afluencia de capital, sin esterilizar su efecto monetario. La expectativa es que la oferta se mantendrá abundante, pero también que las tasas de interés nacionales y de inflación convergerán rápidamente con las tasas internacionales.

Una parte central del éxito de esta estrategia dependerá en definitiva de la confianza de los agentes económicos en la capacidad de las autoridades monetarias de mantener el tipo de cambio nominal. El éxito depende también de la relación resultante entre el tipo de cambio nominal y la inflación. Frente a componentes inerciales de la inflación o rezagos en el ajuste expansivo de las importaciones –lo que puede causar que la base monetaria sobrepase los niveles deseables o que los precios de rubros importables se mantengan “altos”– el uso del tipo de cambio como ancla para estabilizar los precios internos puede causar acentuadas revaluaciones reales, cambios en la composición del gasto (sesgados contra la producción de rubros comerciables internacionalmente), y niveles insostenibles de demanda agregada. Dependere de manera excesiva de este enfoque para combatir la inflación es, sin duda, una estrategia de alto riesgo; si llegan a surgir desequilibrios importantes, las opciones de las autoridades a menudo se reducen a una grave recesión o a medidas correctivas abruptas y desestabilizadoras.

La intervención cambiaria con esterilización de sus efectos sobre la liquidez interna, tiene como propósito aislar la oferta

monetaria de las fuertes fluctuaciones derivadas de la movilidad del capital. Este tipo de esterilización, si es eficaz, impide que bajen las tasas internas reales de interés y limita la expansión de la demanda agregada. Este segundo nivel de intervención ha sido preferido por los países que ya han salido de situaciones recesivas y que han mantenido una política monetaria activa y, al mismo tiempo, una postura más cautelosa en lo que respecta a las entradas de capital. Refleja una preocupación por el desarrollo sostenido del sector de rubros comerciables y la canalización de los flujos de capital hacia la inversión (preferiblemente en ese sector).

En las economías que ya han alcanzado un uso pleno de su capacidad productiva, la esterilización se necesita para ayudar a controlar el gasto e impedir una sobreapreciación cambiaria real. No obstante, con esta opción, tienden a persistir las diferencias de las tasas de interés, con lo cual se siguen estimulando las entradas de capital, lo que genera nuevas necesidades de esterilización; al mismo tiempo, la intervención puede ser una fuente de déficit cuasifiscales, puesto que el Banco Central coloca papeles en el mercado interno a tasas de interés más altas que las que obtiene sobre sus reservas internacionales.⁸⁰

En la práctica, la alternativa de intervención esterilizada se ha complementado con otras medidas de política en los tres niveles de intervención. En el primer nivel, orientado a influir en el mercado cambiario: 1) aumentar la demanda de divisas mediante incentivos transitorios para la salida de capital durante períodos de superávit; ello se puede hacer relajando las reglas que rigen las inversiones de nacionales en el exterior y la repatriación de la IED, y

⁸⁰ Si el flujo neto de capital es muy elevado sólo transitoriamente, ese eventual costo financiero tendería a ser compensado por futuras ventas de divisas del Banco Central, a precios (durante períodos de escasez) mayores que aquellos a los cuales efectuó sus compras (durante períodos de abundancia). Sin embargo, algunos bancos centrales han vendido divisas en períodos de escasez a tasas apreciadas, para evitar inflación o pérdidas de capital a los deudores privados en moneda extranjera. Este resultado es habitual cuando se permite una revaluación significativa durante un auge previo inducido por la entrada de capitales.

autorizando a deudores a realizar prepagos, y 2) estimular inversiones intensivas en bienes de capital e insumos importados.

En el segundo nivel de intervención, dirigido a controlar el efecto sobre la demanda agregada: 1) adoptar mecanismos para regular los sistemas financieros con el fin de evitar distorsiones, completar mercados en el sector y remediar los puntos débiles en la supervisión prudencial y reglamentación consolidadas (véanse CEPAL, 1998, capítulos VII y XII; Griffith-Jones, 1998; Rojas-Suárez y Weisbrod, 1996; Stallings y Studart, 2005), y 2) intensificar la disciplina fiscal y evitar presiones excesivas sobre la demanda agregada aumentando transitoriamente los retiros durante los auges, de manera de permitir una mejor combinación de políticas, y tipos de interés y de cambio más estables (Budnevich, 2003).

En el tercer nivel de la intervención, orientado a modificar el monto y la composición de los movimientos de capital: 1) aplicar medidas cambiarias indirectas destinadas a desalentar la afluencia (y aumentar el egreso) de capital de corto plazo, introduciendo cierta incertidumbre respecto a la evolución del tipo de cambio de corto plazo con relación al dólar, al ligar la tasa regulada a una canasta de monedas, y 2) adoptar medidas directas que impongan restricciones a la afluencia de capital, que pueden consistir en reservas obligatorias, sin interés, respecto de depósitos bancarios u otros créditos del exterior, y diversos tipos de controles cuantitativos (requisitos en cuanto a períodos mínimos de vencimiento, volúmenes mínimos para las emisiones de bonos, reglas para la participación del capital extranjero en el mercado de valores y prohibiciones para el ingreso de algunos flujos de capital, como sucede en China e India). Todas estas medidas contribuyen a hacer más eficaces y sostenibles las intervenciones en los dos primeros niveles.

La intervención se sustenta en dos supuestos: 1) la autoridad monetaria tiene una percepción más fundamentada de las tendencias macroeconómicas futuras en la balanza de pagos y sus efectos a largo plazo en la economía, y 2) principalmente, sus objetivos son de más largo plazo que los de los agentes que operan en los mercados de corto plazo (Zahler, 1998).

V.4. ¿Por qué el mercado falla en evitar los sobreajustes?

En general, tanto en América Latina como en Asia durante los años noventa, las autoridades operaron con un criterio procíclico, lo que permitió que la afluencia de capitales se transmitiera al interior de la economía, según se aprecia en los gráficos V.1 y V.2. Así, se entró en una *trampa financierista*, con tipos de cambio muy apreciados, elevados déficit en cuenta corriente, acciones con coeficientes precio/utilidad altos y grandes pasivos líquidos o de corto plazo. De esta trampa financierista resulta muy improbable escapar sin un ajuste traumático, en el cual las autoridades se ven forzadas a enfrentar con tipos de cambio real y tasas de interés reales excesivamente altos y restricciones de liquidez notables. Todo ello conforma, entonces, un entorno macroeconómico muy poco “amigable” para trabajadores y empresas.

La mayoría de las autoridades (y observadores) pensaba 1) que no debían actuar durante la etapa expansiva; o 2) que no podían actuar; o 3) prefirieron aprovechar un poco más la bonanza inducida por la entrada de capitales. Después de la explosión, es relevante que sólo después, la mayoría de los observadores concordó en que los desequilibrios se habían estado gestando con anterioridad. Dado que los flujos voluntarios necesitan la disposición tanto de acreedores como de deudores para poder ocurrir, ¿por qué ninguna de las partes actuó oportunamente para morigerar esas corrientes antes de que se produjeran las crisis?

Un rasgo sobresaliente de las recientes crisis macroeconómicas en Asia oriental y en América Latina, es que han afectado a EE generalmente consideradas como “exitosas” por los agentes e IFI.⁸¹ Dicho éxito era también reflejado por las cada vez más favorables evaluaciones del riesgo país que hacían las

⁸¹ Véanse análisis complementarios en Fanelli (2003); Ffrench-Davis (2003); Frenkel (2003; 2004); Williamson (2003b).

agencias internacionales de evaluación de riesgos;⁸² al mismo tiempo, las EE eran “premiadas” con abundantes flujos de capital privado y *spreads* descendientes, en paralelo con la acumulación de crecientes volúmenes de pasivos externos (véase gráfico V.1).

El hecho es que ambas regiones se movieron hacia el interior de las *zonas de vulnerabilidad* (repetimos las señales discutidas en el capítulo I: una combinación de grandes pasivos externos, con una elevada cuota de liquidez o de cortoplacismo; un auge crediticio; desajustes en los vencimientos y en las monedas; un déficit externo significativo; una tasa de cambio apreciada; coeficientes precio/utilidad altos en el mercado bursátil; precios elevados de los bienes raíces de lujo; además de coeficientes bajos de inversión productiva en los PAL). En paralelo, como lo discutimos más adelante, los agentes especializados en aspectos microeconómicos de las finanzas, posicionados en los segmentos financieros de corto plazo, adquirieron una voz dominante en la generación de las expectativas macroeconómicas.

Hay una literatura sumamente relevante e interesante sobre las fuentes de inestabilidad financiera: las asimetrías de información entre acreedores y deudores y la falta de asimilación adecuada de las externalidades negativas que genera cada agente (a través de una creciente vulnerabilidad) cimientan los ciclos de abundancia y escasez de financiamiento externo (Krugman, 2000; McKinnon, 1991; Rodrik, 1998; Stiglitz, 2002; Harberger, 1985). Más allá de estos aspectos, como han enfatizado Heymann (2000) y Ocampo (2003), las finanzas tratan sobre el futuro y evidentemente la “información” concreta acerca de éste no se encuentra disponible. Como él sostiene, la tendencia a equiparar opiniones y expectativas con “información” contribuye a una conducta de rebaño y a equilibrios múltiples. De hecho, hemos observado episodios de un notorio contagio, primero de exagerado optimismo y luego de excesivo pesimismo en muchas de las crisis financieras experimentadas por las EE durante las últimas tres décadas.

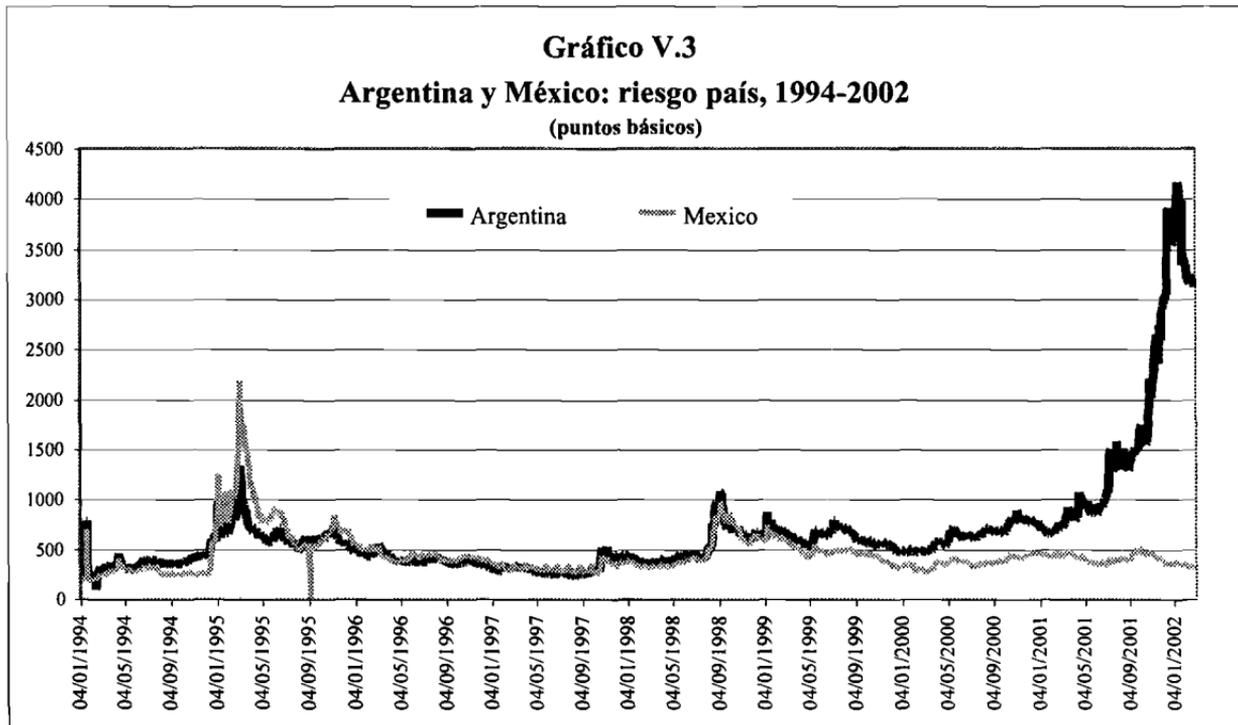
⁸² Reisen (2003) demuestra que las agencias calificadoras de riesgo normalmente no guían sino que siguen al mercado. Sin embargo, juegan un papel significativo porque tienden a reforzar el sobreoptimismo y el sobrepesimismo.

Durante los tres procesos expansivos hubo un evidente contagio de exceso de optimismo entre los acreedores. Entre los especialistas financieros, ello suele confundirse con un “apetito” por el riesgo, pero lo que prevalece es una ignorancia o subestimación de los riesgos subyacentes. A este respecto, es interesante recordar el paralelo entre los *spreads* de México durante los noventa (hoy alabado como un reformador bien comportado) y la Argentina (hoy calificada como no reformadora en esa década) (véase gráfico V.3). Aparentemente, los acreedores no percibieron ninguna diferencia importante entre estas dos economías hasta 1998.

Con respecto a los deudores, en períodos de exceso de optimismo, la evidencia es que la mayoría de ellos no se endeuda previendo no cumplir y esperando ser rescatados o beneficiados con una moratoria. Al contrario, las expectativas de grandes beneficios tienden a prevalecer: los deudores también caen víctimas del síndrome de euforia financiera durante los períodos de auge (Kindleberger, 1978).

Sin embargo, más allá de estos factores, hay dos rasgos adicionales de los acreedores que son de crucial importancia. Uno es la *naturaleza particular de los agentes líderes* que actúan por el lado de la oferta (Ffrench-Davis, 2003). Existen asimetrías naturales en el comportamiento y en los objetivos de los distintos agentes económicos. Los agentes orientados a los mercados financieros son especialistas en inversión líquida, operan dentro de horizontes estrechos y son sumamente sensibles a cambios en las variables que afectan las ganancias de corto plazo.⁸³ La segunda característica es la difusión gradual de la información, entre los agentes susceptibles de engrosar la oferta, sobre las oportunidades de inversión en las EE. En efecto, agentes de los diferen-

⁸³ Persaud (2003) sostiene que la administración moderna del riesgo por instituciones inversionistas (como fondos y bancos) basada en un valor de riesgo (*value-at-risk*, [VAR]) medido diariamente, funciona de forma procíclica, lo cual es reforzado por una tendencia hacia la homogeneización de los agentes acreedores. Un argumento complementario de Calvo y Mendoza (2000) examina cómo la globalización podría promover el contagio al desincentivar la recolección de información y fortaleciendo incentivos para imitar el portafolio del mercado.



Fuente: JP Morgan. Riesgo país, medido como la diferencia entre el rendimiento anual de bonos soberanos del país analizado y de bonos del gobierno de los Estados Unidos.

tes segmentos de los mercados financieros han sido gradualmente atraídos a nuevos mercados internacionales a medida que se enteran de oportunidades rentables ofrecidas por las EE, hasta entonces desconocidas para ellos.

Esto explica, desde el lado de la oferta, por qué los influjos de capital hacia las EE –en 1977-81, 1991-94 y mediados de 1995-97– han sido *procesos* crecientes, que han perdurado por varios años, en vez de cambios abruptos consistentes en un salto de la oferta. Eso lleva a algunas variables –la bolsa de valores, el tipo de cambio y los precios de bienes raíces– a moverse en una determinada dirección por lapsos prolongados, ofreciendo “falsas certezas” de evolución en una dirección única a los mercados y estimulando flujos de capitales que buscan ganancias de capital en lugar de diferencias en la productividad real. En este sentido, cabe destacar la significación, para el diseño de políticas públicas, de la distinción entre dos tipos diferentes de volatilidad de flujos de capitales. Entre altibajos de corto plazo (cambios cotidianos al azar o *random walk*) y la inestabilidad de mediano plazo. Esta última, involucra que variables tales como los precios de acciones y de activos inmobiliarios, y el tipo de cambio, puedan moverse, persistentemente, en cierta dirección, en niveles evidentemente (*ex post*) fuera de equilibrio (*outliers*). Los flujos de capital privado, como resultado de la volatilidad (o reversibilidad) de las expectativas de mediano plazo, generalmente tienen un marcado y costoso sesgo procíclico.

En el lado de los mercados receptores de los fondos, altas tasas de ganancias podían ser obtenidas por los oferentes de capitales. En el momento de su apertura financiera, en los años ochenta y a comienzos de los noventa, los PAL estaban en recesión, sus precios accionarios y de bienes raíces estaban deprimidos, sus tasas de interés reales eran altísimas y sus monedas locales estaban subvaluadas. De hecho, en la América Latina de 1990, los precios de los bienes raíces y de los títulos bursátiles estaban extremadamente deprimidos, mientras que el precio del dólar era comparativamente muy alto (véanse CEPAL, 1998; Ffrench-Davis y Ocampo, 2001).

Cuando los países de Asia oriental abrieron sus cuentas de capitales, durante los años noventa, la oferta internacional de

fondos ya se encontraba en auge. Sus economías estaban creciendo notablemente más rápido que las latinoamericanas, y presentaban elevadas tasas de inversión y ahorro. Sin embargo, el coeficiente precio/utilidad en el mercado accionario era también más favorable que el de los países ricos en capital, y los pasivos externos de corto plazo eran extremadamente bajos; como se expone en la sección I de este capítulo, la tasa de retorno tiende a ser más alta en los sectores productivos de las EE (relativamente escasas de capital) que en los mercados maduros (relativamente ricos en capital). Entonces, hay potencialmente espacio para unos muy rentables flujos de capital desde los proveedores de éste hacia las EE. Los flujos deberían continuar hasta que las tasas de rendimiento (ajustadas) converjan, lo que naturalmente tomaría un largo tiempo, dadas las amplias brechas en niveles de desarrollo y dotación relativa de capital. La dirección de los ajustes esperados para cualquier economía emergente que abre su cuenta de capitales en esas circunstancias debería ser idéntica a la de los cambios registrados en los PAL. El resultado en ambas regiones emergentes, por ejemplo, fue un alza espectacular de los precios de acciones —el índice de precios de acciones se multiplicó, en promedio, por cuatro en 1990-94, y (luego de una brusca caída de 40% por la crisis del tequila) se duplicaron en 1995-97 en los países latinoamericanos y en Asia oriental en 1992-94 (véase cuadro VI.4). Todas estas oscilaciones estuvieron directamente asociadas a los flujos de cartera.

En lo que se refiere a las tasas internas de interés, al inicio de cada episodio eran altas en América Latina, lo que refleja la restricción externa dominante que afectaba a diversos países, las políticas monetarias restrictivas vigentes y el sesgo cortoplacista que caracterizó a las reformas financieras aplicadas en América Latina (véase capítulo II). Por último, y sin por ello agotar la lista, la mayor oferta de financiamiento externo generó un proceso de apreciación cambiaria en la mayoría de los PAL (véase gráfico V.2) y —en menor medida— en Asia oriental; las expectativas de una persistente apreciación estimularon a los agentes financieros que operaban dentro de los horizontes de apreciación esperada de las monedas locales a canalizar fondos adicionales ha-

cia ambas regiones.⁸⁴ La combinación de cuenta de capitales abierta, grandes pasivos líquidos y expectativas de depreciación conduce en algún momento, muy naturalmente, a una abundante salida de flujos de capital, con una gran depreciación si la tasa es flexible.

Una conclusión poderosa para el diseño de políticas es que una estrategia de desarrollo que requiere el éxito del sector exportador, no puede confiar la determinación del tipo de cambio al comportamiento cortoplacista de algunos agentes financieros;⁸⁵ optar por ese enfoque revela un grado de inconsistencia grave de las políticas. El incremento de la demanda agregada, empujado por flujos y apreciaciones, y una participación creciente en ella de la demanda interna de rubros transables, aumenta “artificialmente” la capacidad de absorción y la demanda de ahorro externo. Así, como se dijo, el cambio exógeno –abierto por las transformaciones registradas en los mercados internacionales de capitales– fue convertido en un proceso endógeno, que condujo a la vulnerabilidad interna frente a la reversibilidad potencial de los flujos de capitales.

En breve, la interacción entre dos factores –*la naturaleza de los agentes y un proceso de ajuste*– explica la dinámica de los flujos de capital en el tiempo: por qué los proveedores siguen proveyendo fondos aun cuando se estén deteriorando los fundamentos macroeconómicos reales. Cuando los acreedores *descubren* un mercado emergente, su exposición es baja o inexistente. Luego generan una serie de flujos consecutivos, los que resultan en un rápido incremento de sus activos financieros en las EE; de hecho, demasia-

⁸⁴ Para los agentes cortoplacistas, las utilidades efectivas y esperadas fueron incrementadas por el proceso de apreciación. Si se percibe como persistente, este proceso tendería a desalentar la inversión en la producción de productos transables intensivos en insumos nacionales. Por lo tanto, debido a sus implicaciones de política, es muy relevante lo que pasa con el comportamiento de los tipos de cambio durante la etapa expansiva o de *boom*. Entonces es cuando los desequilibrios externos y los descalces cambiarios y de madurez están siendo generados, sin ser advertidos.

⁸⁵ El papel asignador del tipo de cambio se intensificó notablemente con la instrumentación de las profundas reformas comerciales. Véanse CEPAL (1998, capítulos III y IV); Velasco (2000); Williamson (2003b). Como resultado, su inestabilidad se hizo más dañina para la eficiencia económica.

do rápido para una eficiente absorción; frecuentemente, la absorción es aumentada artificialmente por la apreciación cambiaria (y a veces una liberalización adicional de las importaciones), teniendo como consecuencia un aumento de la demanda agregada real y un mayor déficit externo.

La sensibilidad de los acreedores a las noticias negativas en algún momento –probablemente en forma repentina– se incrementará notablemente cuando el país se encuentre posicionado en las *zonas de vulnerabilidad*; entonces, los acreedores tomarán nota de 1) el nivel del saldo de sus activos en aquel país (o región), 2) el grado de dependencia de flujos adicionales en los mercados deudores, lo que está asociado al volumen del déficit en cuenta corriente, 3) la magnitud del atraso cambiario, 4) la necesidad de refinanciamiento de pasivos ya vencidos, y 5) la cantidad de pasivos líquidos que se espera salgan del país ante una crisis. Por lo tanto, no debería sorprendernos que, a medida que se penetra en esas zonas de vulnerabilidad, la sensibilidad a noticias políticas o económicas adversas y la probabilidad de que las expectativas se reviertan crezcan abruptamente.

Tanto la acumulación de activos en el extranjero por proveedores financieros, hasta bien avanzada esa etapa expansiva del ciclo, como la súbita reversión posterior de los flujos, pueden ser consideradas respuestas *racionales* de los agentes individuales, dado el corto plazo de sus horizontes. Esto es porque a estos inversionistas no les es relevante si los fundamentos reales están siendo mejorados o empeorados mientras ellos continúan invirtiendo. Lo que sí les importa es que los indicadores cruciales desde su punto de vista –precios de bienes raíces, bonos y acciones, y tipo de cambio– sean tales que puedan seguir obteniendo ganancias a corto plazo y, obviamente, que la liquidez de los mercados les permita, si es necesario, revertir a tiempo sus decisiones; así, continuarán suministrando flujos netos hasta que las expectativas de una inminente reversión se materialicen.

En verdad, para los operadores financieros más influyentes, las variables de mayor pertinencia no están relacionadas con los fundamentos de largo plazo, sino con la rentabilidad de corto plazo. Esto explica por qué la opinión que ellos tengan de un determinado país puede cambiar radical y repentinamente, a pesar de que, salvo la liquidez en moneda extranjera, los fundamentos económi-

cos de ese país permanezcan inalterados durante la transición de los financistas de optimismo exagerado a pesimismo exagerado.

Naturalmente, cuando los mercados deudores se han ajustado “suficientemente” hacia abajo, se presenta el proceso opuesto, el cual puede ser sustentado por algunos años, como en 1991-94 y 1995-97, o ser efímero, como en unos meses entre fines de 1999 y 2000, o desde 2004.⁸⁶

En conclusión, los agentes económicos especializados en la colocación de fondos financieros (llamo a esto la *microfinanza*, para oponerlo a la *macrofinanza*), que pueden ser sumamente eficientes en su campo, pero que operan con horizontes de planeación cortos –“por formación y por el tipo de recompensas a que están afectos”–, han sido determinantes de la evolución de la coyuntura macroeconómica y han influido decisivamente en el diseño de las políticas en las EE. Esto implica un predominio de una actitud “financierista” sobre un enfoque “productivista”, lo cual entra en conflicto con el doble objetivo de crecer con equidad, que requiere mejorar los incentivos para aumentar la productividad, más que privilegiar la búsqueda de rentas financieras (*financial-rent seeking*) o ganancias de capital. Se deben reequilibrar las prioridades y las voces.

⁸⁶ Una tendencia con fuertes implicancias para la equidad y el crecimiento promedio, consiste en que los procesos de recuperación tienden a ser más graduales –o menos abruptos– que los ajustes recesivos. Véase capítulo I.

Capítulo VI

LAS CRISIS DE AMÉRICA LATINA Y DE ASIA ORIENTAL: CONTAGIOS DE CAUSAS Y DE COSTOS

Introducción

La macroeconomía de los PAL ha sido afectada de manera significativa por los cambios registrados en los flujos de capitales en las últimas tres décadas. La región enfrentó una gran oferta de fondos en los años setenta; luego observó la gran escasez de los años ochenta, período en el que se convirtió en exportadora neta de fondos. Enseguida, entre 1991 y 1994 volvió a ser receptora de elevados volúmenes de fondos, para sufrir una reducción brusca de algunos de los principales flujos entre fines de 1994 y comienzos de 1995, y luego un renovado acceso a ellos en 1996-97. Desde 1998-99, América Latina sufrió, nuevamente, una aguda escasez de financiamiento externo. En esta oportunidad, una crisis centrada en el Asia fue la causante de un nuevo ajuste macroeconómico en la región, registrando un crecimiento del PIB de apenas 1,2% anual en el sexenio 1998-2003, similar al registro durante la “década perdida” de los ochenta. Al cerrar este manuscrito, a mediados de 2005, continuaba una recuperación notable en la actividad económica. En 2004, los PAL exhibieron el mayor crecimiento económico desde el anterior *peak*, en 1997. Es interesante que, esta vez, la recuperación no ha sido liderada por entradas de capitales sino por un gran mejoramiento en el volumen y los precios de las exportaciones.

En todos estos ciclos, los altibajos –con una fase expansiva primero, y contractiva luego– se originaron en los mercados internacionales y ejercieron una notable influencia sobre las economías nacionales. Durante la crisis de la deuda de América Latina y el

efecto tequila de 1994-95, las exitosas EE de Asia (con la excepción de Filipinas) parecían inmunes a la inestabilidad asociada a las corrientes financieras. Sin embargo, en 1997, ellas fueron el epicentro del origen de una crisis financiera que luego se propagó por las EE de otras regiones, en especial hacia América Latina. En este capítulo, entregamos antecedentes que indican que las causas de las crisis financieras recientes resultan ser comunes para ambas regiones.

En la sección 1, se resumen los recientes ciclos de intensos ingresos de capitales en las EE. La sección 2 examina la gestación y efectos de la crisis del tequila. La sección 3 analiza la diseminación del contagio hacia la región, se explica por qué fue de tan corta duración en la superficie financiera y se destaca lo duradero de su impacto negativo en la economía real. Enseguida, se resaltan las diferencias del desempeño de México y Chile entre 1989 y 1995, lo que deja algunas relevantes lecciones de política. La sección 4 se ocupa de la experiencia de apertura financiera de los países de Asia oriental desde los noventa, destacando similitudes y diferencias con lo ocurrido en América Latina. En particular, se busca comprender cómo surgieron las debilidades que dieron origen a la crisis asiática. La sección 5 se concentra en el proceso de recuperación de América Latina en 1996-97, las vulnerabilidades gestadas en paralelo, y sus consecuencias financieras y reales en 1998-2004. La sección 6 introduce las conclusiones del capítulo siguiente.

VI.1. Flujos de capitales privados y restricción externa dominante

Luego de un período prolongado de escasez de financiamiento externo, durante los ochenta, se produjo un retorno vigoroso de corrientes de capitales hacia América Latina, entre 1991 y 1994. Sin embargo, se incubaban en paralelo vulnerabilidades frente a la volatilidad de los mercados financieros externos. Así, en lo que se llamó la crisis del “tequila”, a fines de 1994 y comienzos de 1995, se produjo una gran reducción de la ofer-

ta de capitales a los PAL, con una salida generalizada de los flujos de cartera, concentrada en México y la Argentina. A la crisis del tequila siguió un renovado acceso a fondos internacionales en 1996-97, pero en 1998-2003 se produjo una nueva escasez de financiamiento externo, como contagio de la crisis que estalló en Asia en 1997, agravada por el empeoramiento de los términos del intercambio de muchos PAL. En todos estos episodios, los altibajos del financiamiento externo fueron inducidos en gran parte por factores de la oferta. Tuvieron un fuerte impacto sobre las economías nacionales en ambos extremos del ciclo, con el contagio del exceso de optimismo, primero, y de un pesimismo exagerado, más tarde.

Como se expuso en el capítulo V, la coyuntura macroeconómica nacional tiene fuertes implicaciones para la naturaleza del vínculo entre las corrientes de capital y la actividad económica. Cuando existe una RED, toda entrada de capitales ayudará a relajarla, facilitando así la recuperación de la actividad económica. Esas restricciones han sido características de varios episodios en los países latinoamericanos y fueron más comunes desde comienzos de los años ochenta hasta 1990, en 1995, en 1998-99 y en 2001-03.

En consecuencia, la renovada afluencia de capitales contribuyó a la recuperación de la actividad económica en todas esas coyunturas. Además, facilitó la adopción de exitosos ajustes antiinflacionarios, anclados a tipos de cambio reales apreciados. Los efectos monetarios de la acumulación de reservas y los efectos de riqueza del atraso cambiario tendieron a elevar la demanda global, lo que facilitó, adicionalmente, la recuperación de la actividad económica. Ante la presencia de una RED, se producía un vínculo automático ingreso de capitales/crecimiento del PIB efectivo.

A fines de los ochenta, aún predominaba una coyuntura recesiva, en la mayoría de los PAL; algo similar aconteció en 1995. En consecuencia, los ingresos de capitales contribuyeron a una recuperación del PIB en 1991-94 y en 1996-97. En efecto, la tasa de aumento del PIB se elevó desde 1,3% en los ochenta a 4,1% en el cuatrienio 1991-94 y a 4,4% en 1996-97 (cuadro VI.1). El cambio fue positivo, sin duda, pero magro. Primero, la comparación con la "edad de oro" previa es impactante. A lo largo de las tres décadas comprendidas entre 1950 y 1980, América Latina tuvo un creci-

Cuadro VI.1

América Latina y Asia Oriental: fluctuaciones del PIB, 1981-2004
(tasas de crecimiento anual, porcentajes)

A. AMÉRICA LATINA

	1981-9	1990	1991-4	1995	1996-7	1998-9	2000	2001-3	2004
América Latina (19)	1,3	-0,5	4,1	1,0	4,4	1,3	3,7	0,4	5,8
Argentina	-1,0	-2,0	8,0	-2,9	6,7	0,2	-0,8	-2,5	9,0
Brasil	2,3	-4,6	2,8	4,2	2,8	0,5	3,9	0,8	5,2
Chile	2,8	3,3	7,5	9,0	6,8	1,4	4,5	3,0	6,0
Colombia	3,7	4,1	4,2	4,9	2,6	-1,5	2,4	2,2	3,5
México	1,4	5,1	3,5	-6,1	6,1	4,4	6,7	0,5	4,4
Perú	-0,7	-5,4	4,9	8,6	4,7	0,2	2,5	3,1	5,1
Uruguay	0,4	0,5	5,7	-2,4	5,3	0,4	-1,9	-4,6	11,8
Venezuela	-0,3	6,0	3,2	4,8	3,4	-2,5	3,8	-5,1	17,3

B. ASIA ORIENTAL

	1981-90	1991-6	1997	1998	1999-2004
Asia Oriental (6)	7,0	7,2	4,5	-5,6	4,9
Corea	8,6	7,4	4,7	-6,9	6,0
Filipinas	1,7	2,8	5,2	-0,6	4,0
Indonesia	5,1	7,4	4,5	-13,1	3,6
Malasia	6,0	9,6	7,3	-7,4	5,2
Tailandia	7,9	8,1	-1,4	-10,5	4,9
Taiwán	7,9	6,9	6,7	4,6	3,6

Fuentes: América Latina: Basado en datos a precios de 1980 para 1980-89 y a precios de 1995 para 1989-2004.

Asia oriental: Basado en datos del Banco Asiático de Desarrollo y del FMI.

miento anual de 5,5% (2,8% por habitante); este dinámico crecimiento se prolongó más allá que el de los países industrializados, pues cubrió todos los años setenta.

Segundo, la inversión interna había tenido un rápido incremento como fuente de ese vigoroso crecimiento. En contraste, en los ochenta hubo una caída brusca de la tasa de inversión, de 7 puntos porcentuales del PIB, con apenas una recuperación muy leve en los noventa. De hecho, el aumento de la inversión de los noventa fue mucho menor que el de los ingresos de capitales, lo cual

implicó que la mayor parte de los flujos externos financiara un aumento del consumo y desplazara así el ahorro nacional. Tercero, como se demostró en el capítulo II, una gran parte del crecimiento económico de ese período estaba basado en la mayor utilización de los recursos ya existentes y no en una expansión de la capacidad productiva. La Argentina (veáse Fanelli y Machinea, 1995), Brasil (veáse Baumann, 2002), y Perú ofrecen tres ejemplos sobresalientes de países con una gran capacidad subutilizada y que sufrían una grave hiperinflación; la desaparición de la RED, que estuvo acompañada por un atraso cambiario sustancial, y la reintroducción de disciplina fiscal (más significativa en Argentina y Perú), también resultaron ser muy complementarias para combatir la hiperinflación.

Sin embargo, hubo excepciones destacables. México, por ejemplo, si bien recibió una afluencia cuantiosa de capitales financieros, no experimentó una recuperación significativa del crecimiento económico en 1991-94. Una explicación es que hacia fines de los ochenta, México estaba operando cerca de su frontera productiva; por consiguiente, no había espacio para una recuperación. En consecuencia, el nexo entrada de capitales/crecimiento del PIB estuvo condicionado a la capacidad de transformar los ahorros externos en inversión productiva. De hecho, los capitales externos no fluyeron a la formación de capital y, adicionalmente, el fuerte atraso cambiario llevó a un incremento notable de las importaciones.

El ingreso neto de capitales alcanzó entre 4 y 5% del PIB durante 1977-81, 1991-94 y 1996-97. Como se documenta en los cuadros VI.2 y VI.3, los tipos de cambio se apreciaron significativamente y los déficit en cuenta corriente crecieron fuertemente durante esos tres episodios; naturalmente las importaciones se expandieron más rápido que las exportaciones y el *stock* de pasivos externos se elevó persistentemente. De hecho, todas las variables calzan para reflejar crecientes desequilibrios macroeconómicos que, antes del estallido de las crisis, no fueron reconocidos como tales. Como se expuso en el capítulo I, frecuentemente se produce una confusión sobre lo que son, en verdad, los equilibrios macroeconómicos. El hecho concreto es que aquellos países receptores, con elevados déficit en cuenta corriente, proporción alta de

pasivos de corto plazo y líquidos, y tipos de cambio atrasados,⁸⁷ habían penetrado en *zonas de vulnerabilidad*. Así, se tornan crecientemente vulnerables ante “cambios de humor” de los acreedores externos que –dada la elevada exposición o monto de activos financieros que tienen colocados en la región– reaccionan con mayor sensibilidad ante cualquier “mala noticia”.

Es evidente que el financiamiento externo es un ingrediente vital del desarrollo en países escasos de capital. Pero también es evidente que suele ser volátil y que se caracteriza por períodos alternados de marcada abundancia y marcada escasez. Por lo tanto, se precisan políticas económicas que atraigan recursos, pero que lo hagan en cantidades sostenibles, con una composición más propensa a la inversión de largo plazo que al consumo.

VI.2. Causas y costos de la crisis mexicana: 1990-95⁸⁸

La recuperación del acceso al financiamiento externo fue generalizada en América Latina a comienzos de los noventa e involucró para la mayoría de los PAL el pasaje abrupto de la escasez a la abundancia. No obstante, la recuperación del acceso al financiamiento externo revistió mayor intensidad y surgió algo más tempranamente en algunos países, particularmente en Chile y en México.

En México se habían aplicado reformas económicas profundas durante la segunda mitad de los años ochenta, mientras se recuperaba paulatinamente de la crisis de la deuda de esa década. Prosiguió en los años noventa, pero con una recuperación sólo modesta de la inversión, no obstante el rápido ingreso de capitales externos. La gran oferta de fondos de la que México dispuso a

⁸⁷ Recuérdese que varios países latinoamericanos estaban instrumentando liberalizaciones intensas en sus regímenes de importación, *pari passu* con una apreciación cambiaria liderada por entradas de capitales. Véase capítulo III.

⁸⁸ Esta sección y la siguiente están basadas, parcialmente, en mi artículo “El ‘efecto tequila’, sus orígenes y su alcance contagioso”, publicado en *Desarrollo Económico*, n° 146, julio-septiembre de 1997.

comienzos de los noventa entró expeditamente al mercado interno de este país, con sólo algunas escasas limitaciones que restringieron el endeudamiento de la banca (Gurría, 1995).

Rápidamente, se apreció el tipo de cambio real, lo que estimuló la utilización de la oferta de financiamiento externo. El tipo de cambio nominal permaneció prácticamente fijo desde noviembre de 1991 hasta marzo de 1994, a pesar de que oficialmente era una tasa reptante flexible, dentro de una banda con un techo creciente y un piso constante. La inflación en México, mayor que la de sus socios comerciales, especialmente en los inicios del período, involucró la rápida apreciación cambiaria real. El ancla cambiaria, de una tasa nominal bastante pegada al piso de la banda, determinó que la tasa de inflación declinara, pero con un rezago significativo. En consecuencia, dejó como una herencia un precio del peso notoriamente sobrevaluado (véase cuadro VI.2), un gran déficit externo y un elevado stock de pasivos externos predominantemente líquidos.

¿Cómo se usaron esos recursos del exterior? Se utilizaron en financiar un nivel de gastos del país excesivamente por sobre lo que se producía, con un crecimiento intensivo en bienes de consumo importados. Esta tendencia fue facilitada por un *boom* crediticio interno, en un entorno de débil regulación y supervisión prudencial (véanse CEPAL, 1998, capítulo XII; Sachs, Tornell y Velasco, 1996). El consiguiente déficit en cuenta corriente se elevó de US\$ 7 mil millones en 1990, a US\$ 15 mil millones en 1991, para llegar a US\$ 30 mil millones en 1994 (véase cuadro VI.3), y se proyectaba que seguiría escalando en 1995. El auge del crédito alcanzó también a los mercados bursátiles, liderando un gran aumento en los precios de las acciones (véase cuadro VI.4). Esta tendencia se transformó progresivamente en una peligrosa fuente de vulnerabilidad. Sin embargo, siguió siendo estimulada por los agentes de los mercados financieros hasta 1994.

En cuatro años el *stock* de pasivos externos netos de México se elevó en US\$ 92 mil millones; de éstos, sólo unos US\$ 24 mil millones correspondieron a IED. Ese alto *stock* de pasivos externos, en su mayoría propensos a la volatilidad, junto con un significativo atraso cambiario y el correspondiente abultado déficit en cuenta corriente, parecen ser las variables más determinantes de la fuerte vulnera-

Cuadro VI.2

América Latina: fluctuaciones del tipo de cambio real, 1987-2004
(promedio 1987-90=100)

	1987-1990	1992.I	1994.IV	1995.I	1998.I	1999.I	2001.III	2002.IV	2004.III
Promedio ponderado	100,0	101,6	76,8	84,6	73,5	88,3	90,0	119,8	112,2
Argentina	100,0	61,9	62,8	63,3	63,4	57,8	54,4	135,8	127,6
Brasil	100,0	107,7	70,4	68,3	61,8	96,0	112,1	143,2	113,1
Chile	100,0	97,1	95,9	96,1	83,4	86,6	105,4	104,1	102,1
Colombia	100,0	99,2	77,4	76,3	73,9	75,3	92,4	105,1	96,6
México	100,0	74,8	76,0	116,4	80,4	81,7	65,6	69,0	77,7
Perú	100,0	52,3	59,0	59,3	56,5	65,1	61,2	62,1	63,7
Uruguay	100,0	98,4	87,2	86,2	82,7	75,5	78,0	110,6	119,7
Venezuela	100,0	99,6	96,4	88,7	64,8	55,8	50,1	71,2	74,9

Fuente: Cálculos propios basados en cifras procesadas por CEPAL.

Los índices de tipo de cambio real, medido con respecto a las monedas de sus principales socios comerciales, ponderados por la importancia relativa de las exportaciones hacia esos países; inflactado por el IPC externo y deflactado por el IPC interno; para Brasil, en 1992-97 se ponderó el IPC de Río (2/3) con el IPC nuevo (1/3). Los trimestres seleccionados corresponden a valores máximos y mínimos relevantes para el promedio de América latina. Para 1987-90, se reportan promedios anuales; para 1992-2004 se reportan promedios trimestrales.

Cuadro VI.3

América Latina: desbalances en la cuenta corriente, 1983-2004
(US\$ millones anuales)

	1983-90	1994	1995	1997	1998	1999	2004
Total (19)	-6.560	-51.604	-37.912	-64.552	-88.510	-55.370	21.845
Subtotal (18, sin Venezuela)	-8.235	-54.145	-39.926	-68.284	-84.078	-57.482	6.251
Argentina	-1.413	-11.148	-5.175	-12.240	-14.530	-11.966	3.653
Brasil	-1.564	-1.153	-18.136	-30.491	-33.829	-25.400	11.094
Chile	-997	-1.586	-1.350	-3.660	-3.918	99	2.904
Colombia	-671	-3.673	-4.527	-5.751	-4.858	671	-1.267
México	-241	-29.662	-1.576	-7.666	-16.073	-13.999	-7.200
Perú	-1.034	-2.785	-4.640	-3.428	-3.390	-1.518	-1.061
Uruguay	-6	-438	-213	-287	-476	-508	28
Venezuela	1.675	2.541	2.014	3.732	-4.432	2.112	15.594

Fuente: CEPAL.

El balance en la cuenta corriente incluye las transferencias privadas y públicas como ingresos corrientes. Cifras preliminares para el año 2004.

Cuadro VI.4

América Latina y Asia Oriental: volatilidad de los precios de acciones, 1990-2004

(Índices, julio de 1997=100)

	Dic-90	Sep-92	Sep-94	Mar-95	Jul-97	Ago-98	Mar-00	Sep-01	Mar-02	Sep-02	Oct-04
A. América Latina (7)	21,7	44,6	92,5	52,3	100,0	47,2	88,3	54,8	71,8	43,5	102,2
Argentina	13,4	46,9	78,2	53,5	100,0	53,4	90,3	37,8	23,5	16,1	59,8
Brasil	8,0	2,1	71,8	42,8	100,0	44,4	76,9	39,0	54,6	25,2	78,8
Chile	24,5	51,4	93,1	89,4	100,0	48,0	78,4	54,2	61,8	45,8	102,4
Colombia	16,6	65,0	113,1	96,3	100,0	49,9	41,2	29,0	31,2	28,0	74,5
México	38,6	2,7	132,1	45,9	100,0	49,7	118,5	83,3	116,2	78,1	137,9
Perú	n.a.	n.a.	72,9	56,4	100,0	57,3	67,7	54,1	60,2	59,1	141,0
Venezuela	84,9	2,2	50,8	37,9	100,0	26,2	36,2	46,3	31,7	22,4	43,8
B. Asia oriental (6)	n.a.	49,9	110,0	97,9	100,0	37,0	107,9	45,1	77,0	55,5	82,6
Indonesia	n.a.	53,7	84,2	71,6	100,0	11,1	27,6	13,7	17,3	16,0	32,9
Corea	n.a.	87,6	187,2	161,9	100,0	30,2	120,1	54,9	109,6	88,0	129,7
Malasia	n.a.	63,7	119,0	103,5	100,0	16,8	61,3	35,6	46,1	39,5	52,2
Filipinas	n.a.	67,1	134,6	108,6	100,0	30,4	47,9	25,5	30,9	24,5	35,6
Taiwán	n.a.	37,1	80,9	73,5	100,0	47,6	99,1	31,6	55,5	34,1	48,6
Tailandia	n.a.	133,9	279,8	236,3	100,0	19,0	48,0	25,2	36,1	1,3	66,9

Fuente: basado en IFC/Standard & Poor's *Emerging Stock Market Review*, varios números. Los promedios de Asia Oriental y de América Latina fueron ponderados por el volumen de transacciones de cada país. Los valores corresponden al fin de cada período, expresados en dólares corrientes de los Estados Unidos; no se incluyen los dividendos distribuidos. Las fechas seleccionadas corresponden a máximos y mínimos para el promedio de América Latina.

bilidad de México y de la profundidad del ajuste recesivo que se detonó en diciembre de 1994. También jugaron un papel clave, en la profundidad de la crisis cambiaria y financiera mexicana, el deterioro de la cartera del sistema financiero asociada al *boom* crediticio interno,⁸⁹ y la elevada emisión de papeles del gobierno denominados en dólares (Tesobonos), con plazos muy cortos. Estos fueron comprados principalmente por inversionistas extranjeros (Ros, 2001).

Las fuentes de vulnerabilidad, junto con los dramáticos hechos que ocurrieron en México en 1994,⁹⁰ y el aumento de las tasas de interés en Estados Unidos, generaron un terreno fértil para una crisis. Sin embargo, hay otras explicaciones populares en la literatura, a las cuales nos referiremos a continuación.

Se sostiene, de manera sorprendentemente frecuente, que la crisis de México en 1994 no se pudo prever debido a ocultamiento de información. Si bien es efectivo que la información sobre las reservas internacionales aparecía sólo esporádicamente, también es cierto que se disponía de numerosos datos clave sobre la apreciación del tipo de cambio real, el alto déficit en cuenta corriente y su financiamiento con recursos volátiles, así como el escaso crecimiento del PIB pese a las abundantes entradas de capital. Por ejemplo, ya desde 1992 se sabía que el déficit en cuenta corriente estaba aumentando con rapidez, estimulado por la apreciación cambiaria (véase recuadro VI.1).⁹¹ También había información sobre el notorio desplazamiento (*crowding-out*) del ahorro nacional.

⁸⁹ El deterioro de la cartera no es un fenómeno exógeno. Entre otros, responde al relajamiento de los estándares de supervisión prudencial y a una gran expansión del crédito bancario (véase Sachs, Tornell y Velasco, 1996). Un *boom* crediticio estuvo estrechamente asociado a un repunte de los flujos de capitales con antelación a las crisis de Chile en 1982, México en 1994 y Tailandia en 1997.

⁹⁰ Una serie de shocks no económicos durante 1994 incluyeron el levantamiento de Chiapas, el asesinato del principal candidato presidencial y la elección de un nuevo presidente. Pero, también, México entró a la OCDE y ese mismo año se concretó el TLCAN (NAFTA).

⁹¹ Como lo muestra el recuadro VI.1, ya a mediados de 1992 advertimos que había una significativa tendencia a revaluaciones cambiarias en muchos PAL, que se tornaría peligrosa en caso de no detenerse. En paralelo, desde comienzos de 1991, el Banco Central de Chile avanzaba en la regulación de los ingresos de capitales y el fortalecimiento de una política cambiaria activa (véase Ffrench-Davis, 2004, capítulo VIII).

Recuadro VI.1

El regreso de los capitales privados a América Latina: una recomendación de cautela, en 1992, a los países "exitosos"*

El pesimismo de ayer se ha convertido en optimismo desde 1991. Muchos países latinoamericanos vieron ampliarse notablemente su acceso a los mercados internacionales de capitales, sobre todo a nuevas fuentes de financiamiento. La moderación de la escasez de divisas permitió que el PIB real se recuperara. Algunos países presentan un incremento anual del PIB de hasta un 6 u 8%, a pesar de la baja inversión. De hecho, lo que ocurrió no es que las escasas inversiones empezaran repentinamente a ser altamente productivas, sino simplemente que la capacidad anterior de generación de bienes y servicios se había visto restringida por la falta de divisas. Pero la afluencia de fondos externos en 1991 fue mucho más alta que el ahorro externo que absorbieron efectivamente las economías de los países latinoamericanos, por lo que alrededor de la mitad de la entrada neta de capital se destinó a la acumulación de reservas.

Esto implica que, aun cuando la capacidad de absorción de las economías era limitada, la entrada de capital no se interrumpió. Esto no se debió a que América Latina necesitara más capital con fines de equilibrio macroeconómico, sino al amplio diferencial que presentaban las tasas de retorno en la región en comparación con las de los países de origen de los fondos, y a la percepción de quienes manejaban capital especulativo de que este diferencial se mantendría. Entonces, estas señales del mercado siguieron atrayendo capital a América Latina. La consiguiente acumulación de cuantiosas reservas induce entonces a las autoridades y/o al mercado a la apreciación cambiaria.

De este modo, en 15 de los 18 países latinoamericanos más grandes se observa que en 1991 la moneda local registró una apreciación real de entre 1 a 20%, en comparación con el promedio del año anterior. En la mayoría de estos casos la moneda siguió apreciándose en el primer semestre de 1992. Si un país está apreciando el tipo de cambio junto con la reducción de las barreras a las importaciones, estará dando dos señales negativas a las actividades que compiten con los productos importados, y esto podría conducir a un ajuste neto negativo. En este caso, se requiere una depreciación para evitar el desequilibrio resultante.

El manejo macroeconómico, y en particular la política cambiaria, es fundamental para lograr una estabilidad sostenible: qué hacer para que el volumen de las corrientes de capital no dificulte el funcionamiento de los sectores productivos, especialmente por su repercusión en el tipo de cambio y la demanda agregada. Yo diría que en este plano surge una disyuntiva inevitable, con efectos macroeconómicos y microeconómicos. Por una parte, está la opción de regular el tipo de cambio y ejercer cierto control sobre los movimientos de capital de corto plazo, con el propósito de lograr equilibrios macroeconómicos sostenibles. Alternativamente, con el propósito de mantener plena libertad para las decisiones de los agentes económicos, se puede optar por liberar la cuenta de capitales, con el riesgo probable de que la afluencia de capital se traduzca en valores atípicos (*outlier*) del tipo de cambio por cierto lapso y luego se sufran bruscas variaciones en la balanza de pagos y pronunciados ciclos macroeconómicos. Las crisis del pasado y lo que sucede actualmente dejan muy en claro la necesidad de optar entre estas dos alternativas. En 1991, Chile ejerció su opción al establecer, ante la abundante oferta de fondos externos registrada ese año, un encaje sobre los ingresos de capitales, dirigido a desincentivar los de corto plazo. La implementación del encaje demostró, con ocasión de la crisis de México en 1994, haber sido una decisión muy acertada contrapuesta al enfoque de moda (véase Ffrench-Davis, 2004, capítulo VIII).

* Traducción de extractos de una nota que publiqué en 1992 en Jan Joost Teunissen, John Williamson, et al, *Fragile Finance: Rethinking the International Monetary System*, FONDAD, La Haya. Sólo la última frase es nueva. La nota completa fue reproducida en Ffrench-Davis (2005c, capítulo IX).

No obstante, eran generalizadas las alabanzas que recibían las políticas mexicanas por parte de las instituciones o la prensa financiera y evaluadores de riesgo (Gurría, 1995), estimuladas también por la incorporación de México a dos clubes de países ricos en 1994: el Tratado de Libre Comercio de América del Norte y la OCDE. Naturalmente, el predominio de estos elogios no ayudó a la corrección de los desequilibrios. Faltó un análisis integral de la información disponible, con un énfasis en la sostenibilidad de los equilibrios macroeconómicos y no en los retornos de corto plazo de los inversionistas financieros. El problema de fondo fue que ni los agentes en el lado de la oferta de fondos, ni los de la demanda, miraron con atención suficiente los antecedentes a mano, antes que la crisis se desatara.

Otras variables económicas a las que generalmente se les imputa la crisis, son el alza en la tasa de interés estadounidense, el deterioro del balance fiscal, la política monetaria en 1994, la ausencia de un sistema de pensiones por capitalización o la inexcusable forma como se efectuó la devaluación en diciembre de 1994. Si bien éstas pueden tener alguna incidencia, serían de carácter secundario ante 1) la significativa apreciación cambiaria; 2) la estructuración de un déficit en cuenta corriente de la magnitud y prolongación alcanzados entre 1991 y 1994; 3) el hecho de que una proporción tan elevada de los pasivos externos era de corto plazo o fácilmente liquidable; y 4) la deficiente respuesta de la inversión productiva ante el ingreso masivo de capitales.

Como se señaló, en el proceso de ajuste ante el ingreso de capitales, el tipo de cambio real se apreció fuertemente. Ello había sucedido desde 1988, tendencia que se acentuó al entrar en los noventa (véase cuadro VI.2). Las exportaciones crecieron, pero las importaciones lo hicieron mucho más rápidamente. La tasa de inversión se recuperó, pero mucho menos que el ingreso de capitales; en efecto, en 1993, cuando México recibió flujos de US\$ 31 mil millones, la tasa de inversión se elevó apenas 1,8 puntos del PIB con respecto a 1990, mientras que el déficit externo saltó 4,1 puntos. Por lo tanto, estos fondos externos fueron a reforzar más intensamente el consumo y a desplazar al ahorro nacional. El desequilibrio no fue gubernamental, pues México tenía una situa-

ción fiscal equilibrada, luego de notables y exitosos esfuerzos para eliminar el abultado déficit imperante a mediados de la década anterior. Entonces, el gasto en exceso provino principalmente del sector privado, financiado por aportes privados del exterior; una parte fue intermediada por el *boom* crediticio bancario y otra lo fue por los intermediarios de rubros de consumo importados. El ahorro cayó significativamente como porcentaje del PIB: la tasa de ahorro nacional (medida a precios corrientes) descendió cinco puntos entre fines de los ochenta y 1994.

Luego de algunas pérdidas de reservas, en marzo de 1994 se efectuó una devaluación dentro de la banda cambiaria vigente, que significó un salto del tipo de cambio observado en el mercado de 8%, del piso al techo de la banda. Es destacable que esta devaluación fue tomada con relativa tranquilidad por los mercados financieros. Sólo con algún altibajo, los flujos hacia México y los otros PAL continuaron ingresando en altas proporciones. El año económico en México fue también relativamente positivo, con un aumento del PIB superior al bienio anterior, con cierta alza del coeficiente de inversión (0,8% del PIB) y un pequeño superávit del sector público consolidado (0,2% del PIB).

No obstante, durante el año hubo sucesivos ataques contra el peso, con el tipo de cambio en el techo de la banda y con el Banco de México vendiendo reservas. Sin embargo, en noviembre de 1994, luego de definida la elección presidencial, los evaluadores de riesgo internacionales asignaron una buena calificación financiera a México y recomendaban invertir en sus activos (Ros, 2001).

En el entretanto, el déficit en cuenta corriente seguía su tendencia alcista. Al evaluar la situación, las nuevas autoridades determinaron que no se podía postergar más una corrección mayor del tipo de cambio y una reducción drástica del déficit externo. El 20 de diciembre se efectuó una devaluación de 15%; luego, el mercado, previendo devaluaciones adicionales, llevó a cabo un ataque masivo contra el peso. Entonces, las autoridades liberaron el tipo de cambio, que tuvo una depreciación total de 125% entre fines de 1994 y de 1995.

Lo esencial es que la crisis se sembró entre 1992 y 1994, con un ingreso masivo de capitales, mayoritariamente de corto plazo

y líquidos (Rodrik y Velasco, 2000). La demanda agregada se elevó rápidamente por sobre la oferta potencial de PIB y se tornó crecientemente intensiva en bienes importados, alentada por la apreciación cambiaria.⁹² Se produjo así, en esos años, un desajuste que inevitablemente tendría que ser revertido en el futuro. Lo que es extremadamente importante es que el desequilibrio fue dirigido y estimulado por la entrada de capitales.

Cuando se revirtieron las expectativas de rentabilidad en 1994, después de los diversos shocks negativos que sufrió México durante 1994, los volúmenes de endeudamiento se tornaron insostenibles. En ese momento, una pronunciada reducción del financiamiento por parte de los acreedores obligó a México a emprender un reajuste recesivo, con una devaluación masiva, pese al gran apoyo internacional que recibió en 1995 (Lustig, 1997). En 1995, México sufrió una caída de 6,1% del PIB.

El ajuste contractivo siempre es doloroso, y así lo fue para México en 1995. Además de la caída del PIB de 6,1% y un descenso de la inversión de cerca de 30%, el desempleo abierto se duplicó y el sector financiero sufrió graves problemas de liquidez y de numerosas carteras vencidas; esto tuvo un costo fiscal, por apoyos a la banca y deudores que superaron 19% del PIB anual (Stallings y Studart, 2005, capítulo 1).

La crisis mexicana, al estallar en 1994, ilustró el perjuicio que puede ocasionarse cuando un país absorbe un volumen masivo de ingresos de capital, que se traduce en elevados pasivos externos -especialmente cuando predomina el financiamiento de corto plazo o líquido- y en una expansión excesiva del crédito interno. Entre 1990 y 1994, los productores y los consumidores se acomodaron a un volumen de gasto total que rápidamente resultó mucho mayor que el PIB potencial: el gasto interno excedió al PIB efectivo de 1992-94, en 7 por ciento.

⁹² A pesar del exceso de gasto sobre el PIB, es probable que la capacidad productiva fuese mayor que el PIB efectivo, con una subutilización del sector productor de importables y de potenciales exportables dado el atraso cambiario. Ésta puede ser la explicación de la considerable reacción de la producción de transables a la devaluación real en 1995.

La natural visión cortoplacista de los oferentes les llevó, en la práctica, a considerar exclusivamente los méritos indudables de muchos logros de México —como su espectacular mejora fiscal— pero no los problemas que subsistían (baja inversión y pobreza) y los que se estaban creando (tales como el elevado déficit externo y un *stock* creciente de pasivos externos potencialmente volátiles).

La recuperación del crecimiento, con el fuerte apoyo internacional recibido por México, se inició poco después, empujándose a un *peak* cercano a 7% en el 2000. Pero, a pesar de aquel salto, el crecimiento efectivo del PIB promedió sólo 3,5% en 1995-2000: una recuperación no es crecimiento neto, sino que implica volver a cero. En el proceso hay una inevitable pérdida de bienestar. Este lento crecimiento se dio pese a que México disfrutó de un estímulo positivo considerable gracias al *boom* registrado en los Estados Unidos hacia fines de los noventa, que se reflejó en la vigorosa expansión del volumen de sus exportaciones (16% anual en 1995-2000), de las cuales nueve décimas partes se destinaron a los mercados estadounidenses. La abrupta caída del coeficiente de inversión en 1995 no se recuperó plenamente sino hasta 1998. Algo similar sucedió con el índice de pobreza, que subió de 45 a 53% de la población, entre 1994 y 1996. Los salarios reales decayeron intensamente durante la crisis y para el año 2004 aún no lograban recuperar su nivel de 1997 (CEPAL, 2004d).

En la década presente, también el ritmo de crecimiento de México ha sido deficiente. El PIB per cápita ha retrocedido y registró en 2004 un nivel más bajo que en 2000. Desde la crisis del Tequila, y tras diez años de permanencia en el TLCAN y la OCDE, México registra un crecimiento promedio de apenas 2,7%. Mercedamente, México se ha distinguido por ser un pupilo aventajado del Consenso de Washington. Ha mantenido la disciplina fiscal y la inflación bajo control, ambos rasgos positivos, pero ha sido incapaz de generar un ambiente macroeconómico percibido como efectivamente “amigable” por los inversionistas productivos y no ha logrado acelerar el crecimiento del PIB potencial.

VI.3. El breve y limitado contagio de la crisis mexicana hacia América Latina

En 1995, la crisis mexicana no tuvo efectos contagiosos generalizados sobre la actividad en toda la región; su profundidad resultó notablemente menor que en 1982. La excepción fue la economía argentina, que se vio seriamente afectada por el contagio, con caídas significativas del PIB, empleo e inversión en 1995. El impacto negativo de la crisis sobre las expectativas de los mercados financieros fue de corta duración.

No obstante, durante 1995 en muchos países aparecieron corrientes negativas en diversos segmentos de la oferta de fondos, en especial en los mercados de bonos, depósitos y acciones. Las transacciones y precios bursátiles cayeron en forma generalizada, reduciéndose su índice de precios, en promedio, cerca de 50%, reforzando así la fuerte fluctuabilidad que suelen exhibir (véase cuadro VI.4). Asimismo, se contrajeron las emisiones de ADR y GDR primarios, cayendo de 6 mil millones de dólares en 1993 a menos de mil millones en 1995 (CEPAL, 1998).

Sin embargo, prontamente las corrientes de fondos volvieron a tornarse abundantes a través de toda América Latina. Particular fuerza tuvo la recuperación del PIB en la Argentina y México, dada la abrupta caída sufrida por ambos países en 1995, que había generado una brecha importante entre la capacidad productiva y el PIB efectivo. La reactivación vigorosa que se produjo llevó a una mirada complaciente –en esos países, en las IFI y en casi en todas partes– sobre los efectos de las crisis y de la capacidad de recuperación. Más aun, en 1997 el FMI presionó a las naciones miembros de la institución para que diesen a su directorio el mandato para impulsar la apertura generalizada de las cuentas de capitales.⁹³ Esa mirada complaciente se basaba en una perspectiva nublada por el cortoplacismo sobre lo que en verdad ocurría. La recuperación se producía en la superficie financiera y no en la profundidad productiva ni en el desarrollo económico.

⁹³ Véanse dos análisis críticos de esta propuesta en Bhagwati (2004) y Stiglitz (2002).

VI.3.1. EL IMPACTO DE LA CRISIS DE MÉXICO EN AMÉRICA LATINA

Los efectos negativos son notorios a nivel global de América Latina (véase cuadro VI.1). La variación del PIB se acercó a 1% en 1995, con una baja del PIB per cápita de 0,7%, —la primera desde 1990. La tasa de inversión se redujo cerca de un punto; el ingreso de capitales (descontados los paquetes oficiales de apoyo a la Argentina y a México) cayó a menos de la mitad de lo que fue en el trienio anterior, signo de la gran inestabilidad de los flujos de capitales, y la tasa de desocupación se elevó en PAL como la Argentina, Costa Rica, México, Paraguay, Uruguay y Venezuela. Todos los mercados bursátiles sufrieron una gran caída y fugas de capitales. Hacia comienzos de 1996, varios países exhibían caídas del PIB en algunos trimestres. De hecho, el crecimiento de América Latina fue negativo en el año móvil que termina el primer trimestre de 1996.

Aparte de México y la Argentina, el PIB disminuyó 2,4% en Uruguay; en Perú hacia comienzos de 1996 también estaba decreciendo. Estos fueron los efectos del shock de la oferta de fondos externos, en los mercados de PAL con un predominio de financiamiento de corto plazo y volátil, o con un comercio intenso con países afectados por el shock financiero (el caso de contagio desde Argentina que sufrió Uruguay).

VI.3.2. ¿POR QUÉ LA SEQUÍA FINANCIERA FUE TAN BREVE EN 1995?

En general, se interpreta que el rápido retorno de los ingresos financieros está asociado al buen comportamiento que, según aquellos mercados y las IFI, América Latina había demostrado en los años anteriores. Así, la instrumentación de las reformas del Consenso de Washington era recompensada (véanse Banco Mundial, 1997; Camdessus, 1997). No hay dudas de que el mercado financiero quedó favorablemente impresionado por la intensidad de las reformas, y por la imposición de disciplina presupuestaria en México y en muchos otros países latinoamericanos. Sin embargo, hubo otras variables significativas que también contribuyeron a la recuperación rápida de las en-

tradas de capital. De hecho, el retorno de las entradas de capital fue notablemente más intenso que en la década de sequía después de la crisis de la deuda de 1982.

Aquí exponemos cuatro variables adicionales, que favorecieron el rápido retorno de capitales en 1995, en comparación con la situación de los ochenta. Primero, la crisis en México surgió en 1982, después de cortes de flujos registrados con anterioridad en la Argentina (1981) y Brasil (1980) y que no habían tenido efectos contagiosos sobre otros PAL. La mayoría de éstos continuó endeudándose fuertemente hasta la explosión de la crisis en agosto de 1982. En consecuencia, el de México fue el tercer caso de una serie.

Segundo, la explosión en 1994 en México equivale, en términos de duración del ciclo de auge financiero, a que en el ciclo expansivo de los años setenta la siembra para la crisis se hubiese detenido en 1980 o a más tardar a comienzos de 1981, cuando el *stock* de pasivos y el déficit en cuenta corriente eran relativamente mucho menores que cuando la crisis explotó efectivamente en agosto de 1982. Es evidente que la intensidad de los desequilibrios acumulados influye sobre la fuerza y costos del ajuste posterior. En ese sentido, la aparición del "efecto tequila" fue más temprana y contribuyó a que muchos PAL pusiesen freno, aun cuando fuese sólo temporalmente, a los desequilibrios en marcha en sus economías. Los ajustes de Brasil y Perú en 1995-96 constituyen un buen ejemplo de frenadas oportunas, que les permitieron soportar menos costosamente el contagio de la crisis asiática en 1998-99.

Tercero, el shock de reducción abrupta de la oferta de financiamiento externo fue reforzado en la primera mitad de los años ochenta por una baja general del nivel de precios internacionales (expresado en dólares), por un deterioro de los términos del intercambio y un volumen del comercio internacional menos dinámico y más inestable, y por un alza espectacular de las tasas reales de interés. En contraste, en 1994-95, el shock negativo en la oferta de financiamiento, fue acompañado por sólo una moderada alza de las tasas de interés, por un aumento significativo del volumen del comercio mundial (9%), por una mejora de 4,5% de los términos del intercambio en el bienio y por un alza del nivel general de precios externos expresados en dólares (9%), asociada a la devaluación del

dólar estadounidense en ese año. Entonces, el set de múltiples shocks negativos de los mercados externos presentes alrededor de 1982 contrasta con varios shocks positivos alrededor de 1994.

Cuarto, la reacción de los Estados Unidos y de instituciones internacionales fue más fuerte y pragmática en 1995 (Lustig, 1997). El paquete financiero de apoyo a México no sólo fue cuatro veces mayor que el de 1982 en términos reales, sino también fue organizado más rápidamente. Se trató de un shock positivo, arreglado en un plazo breve, que aportó líneas de crédito masivas, más allá de la cantidad requerida, que contribuyeron a moderar expectativas. En 1995 se utilizó, de hecho, un total neto de US\$ 25.000 millones en financiamiento excepcional, monto equivalente sólo a la mitad de los fondos oficiales que se le pusieron a disposición. Este voluminoso paquete tuvo éxito en proporcionar tranquilidad a los mercados financieros, dejando de manifiesto que la recesión había tocado fondo y que la recuperación de la actividad económica estaba próxima. El rápido apoyo instrumentado por el Gobierno de Estados Unidos no sólo significó un freno al pánico financiero en México, sino que resultó bastante eficaz para contener el contagio de la crisis del tequila al resto de América Latina.⁹⁴

No se puede ignorar que el impacto sobre otros PAL y el mismo México habría sido mayor de no mediar todos estos “shocks” coincidentemente positivos y un lapso para la acción internacional más oportuno que durante la crisis precedente.

VI.3.3. EL CONTRASTE MACROECONÓMICO ENTRE CHILE Y MÉXICO

Es muy ilustrativo hacer una breve referencia al contraste producido en 1994-95 entre México y Chile, el otro polo del desempeño económico de América Latina. Hacia fines de los ochenta, am-

⁹⁴ El exitoso shock articulado por Washington dejó de manifiesto un aprendizaje muy positivo, en contraste con el deficiente enfoque (para el crecimiento y la equidad) que se aplicó en los años ochenta para encarar la crisis de la deuda (véase Ffrench-Davis, 2005c, capítulo IV). Sobre la interesante experiencia colombiana en los noventa véanse Ocampo y Tovar (1998) y Ffrench-Davis y Villar (2005).

bos países ya exhibían una profunda liberalización comercial, una significativa mejora presupuestaria, reformas privatizadoras, niveles de inflación del orden del 20% anual y tasas de ahorro nacional comparables. Chile y México, a pesar de esas similitudes, exhibieron resultados notablemente diferentes en 1994-95. Algunos observadores le asignan el mérito del éxito chileno a la privatización del sistema de pensiones en Chile. Sin embargo, la realidad es que, como se señaló recién, hacia 1988 –cuando el sistema de pensiones privado ya llevaba siete años de funcionamiento en Chile– México y Chile tenían tasas similares de ahorro. A su vez, en 1994 la tasa de ahorro había subido 3 puntos en Chile, en tanto que la de México había decrecido 4 puntos con respecto a 1988 (véase Uthoff y Titelman, 1998). Estos antecedentes indican, con fuerza, que la principal diferencia entre Chile y México no la hace ese mecanismo que ya existía en Chile desde 1981, sino las distintas políticas aplicadas, especialmente a comienzos de los noventa. Los contrastes más notables se refieren –en vez de a la política fiscal– a las políticas macroeconómicas relacionadas con el sector externo, principalmente la regulación de los movimientos de capitales, la política cambiaria y la supervisión prudencial del sistema financiero.

En efecto, una variable determinante de por qué Chile tuvo un mejor desempeño en 1995 fue que, frente a la abundancia de fondos externos, entre 1990 y 1995, adoptó una política prudencial activa para desalentar el ingreso de fondos de corto plazo y sus efectos distorsionantes (véanse Agosin y Ffrench-Davis, 2001; Ffrench-Davis, 2004, capítulo VIII; Le Fort y Lehmann, 2003). En lugar de aceptar y gastar la mayor oferta de financiamiento externo disponible –lo que empuja inevitablemente a una apreciación del peso y a un aumento del déficit en la cuenta corriente–, las autoridades chilenas optaron por desalentar los flujos líquidos y de corto plazo. En 1991, el Banco Central (en coordinación con el ministerio de Hacienda) estableció un impuesto y un fuerte encaje o reserva sin intereses sobre los créditos y otros pasivos externos. Con el conjunto de medidas se desalentó efectivamente el ingreso de capitales volátiles o especulativos, se suavizó la apreciación del peso y se evitó que un creciente déficit en cuenta corriente (ahorro externo) desplazara al ahorro nacional (un problema que tanto la Ar-

gentina como México sufrieron intensamente). El manejo del auge permitió regular la demanda agregada de manera consistente con la capacidad productiva de la economía nacional.⁹⁵

En suma, las grandes diferencias observadas entre el desempeño de Chile y México no se refieren principalmente a reformas estructurales aplicadas en el comercio, la propiedad estatal o en el equilibrio fiscal, sino que consisten en la naturaleza del enfoque de las políticas macroeconómicas seguidas en los noventa. Mientras México ilustra adecuadamente el enfoque neoliberal, Chile constituye un buen ejemplo de lo que hemos denominado *macroeconomía para el desarrollo*.

VI.4. Globalización de la volatilidad financiera hacia las economías del Asia oriental

Hasta 1996, las exitosas EE de Asia oriental parecían ser inmunes a la inestabilidad proveniente de los mercados financieros internacionales. Un ejemplo de esta fortaleza quedó de manifiesto en su desempeño durante la crisis mexicana. De hecho, parte de las salidas de capitales desde los PAL se refugiaron en Asia –además de otros destinos, como Sudáfrica (Gelb, 2005)– durante este episodio. Los eventos posteriores mostraron que la inmunidad dejó de ser un rasgo característico de los países de Asia oriental, lo que significó que esta región y América Latina pasaran a sufrir fuerzas externas desestabilizadoras comunes.

Durante 1995 el “efecto tequila” en Asia fue insignificante. Esto ocurrió incluso en economías con déficit en cuenta corriente notables, como es el caso de Malasia y Tailandia. Como consecuencia, el año 1996 vio a destacados investigadores y observadores aseverando que aquellos déficit no eran relevantes si las tasas de inversión y de crecimiento eran altas. Tailandia era uno de esos casos. Hacia fines de 1996, el FMI publicó un informe de traba-

⁹⁵ El respaldo empírico se encuentra en Ffrench-Davis y Tapia (2005) y Le Fort y Lehmann (2003).

jo alabando a Tailandia como un “camino hacia el crecimiento sostenido” (Kochhar *et al.*, 1996).

Unos pocos países asiáticos tenían flujos de capital relativamente libres, pero muchos otros habían regulado exitosamente por un largo período las entradas de capitales y los mercados cambiarios. Varias de ellas tenían altas tasas de ahorro, lo que hacía exótico el argumento de que necesitaban abrir sus cuentas de capital para lograr atraer ahorro externo.⁹⁶ El crecimiento era sostenido y extremadamente alto. En 1970-95 el crecimiento anual del PIB promedió entre 6 y 8% en la República de Corea, Indonesia, Malasia y Tailandia; la tasa de inversión excedió el 33%, con coeficientes de ahorro interno cercanos a ese notable nivel; la inflación era baja, en el rango de 5% anual, y los presupuestos fiscales generalmente eran equilibrados o superavitarios. No obstante, en 1997, el capital financiero escapó de la región desencadenando la crisis de Asia oriental.

¿Qué explica el brusco cambio de las percepciones comparativas sobre Asia y América Latina en 1997? Primero, lo que es conveniente en algún momento, puede ver su eficacia reducida después de un tiempo. Un rasgo pertinente se relaciona con las exportaciones. De hecho, luego de un par de décadas exitosas, las exportaciones de varias economías asiáticas estaban enfrentando problemas. Los que hasta ese instante habían sido productos con una demanda notablemente dinámica, parecían haber alcanzado su “madurez” enfrentando mercados sobreofertados (Radelet y Sachs, 1998).

Segundo, aun cuando las exportaciones tengan un buen desempeño, puede surgir un desequilibrio si las importaciones experimentan un auge aun mayor. Las importaciones sufrieron un alza brusca en 1995-96, tanto en Corea como en Tailandia. Este crecimiento estaba relacionado con una expansión de la demanda agregada e importaciones más baratas (debido a una liberalización de las importaciones acompañada por una apreciación cambiaria, en

⁹⁶ Véanse Helleiner (1997); Jomo (1998); Amsden (2001); Stiglitz (2002). Véanse estudios sobre Corea y Taiwán en Agosin (2001); Corea y Malasia en Mahani *et al.* (2005); Malasia, Indonesia y Tailandia, en Sachs, Tornell y Velasco (1996).

una paradójica “latinoamericanización” de algunas economías asiáticas). El creciente flujo de capitales estuvo detrás de ambos factores.

Tercero, políticas muy eficientes pueden ser revertidas bajo presiones exógenas. El fuerte movimiento hacia la liberalización financiera prevaleciente en el mundo también se filtró en Asia en los noventa. En efecto, el déficit en cuenta corriente aumentó sustancialmente desde 1993. Estos déficit externos no fueron impulsados por déficit públicos y no implicaron pérdidas de reservas internacionales. Tampoco respondieron a una alza repentina en la corrupción ni a un aumento exógeno del gasto privado. Al contrario, fue una expansión endógena del gasto privado, financiada por la entrada de capitales. En Corea, Indonesia, Malasia y Tailandia, las reservas internacionales se estaban acumulando persistentemente entre 1992 y comienzos de 1997 (más que duplicándose en ese período), alimentadas por entradas de capital en montos superiores al déficit en cuenta corriente. Éste fue un fenómeno provocado por la entrada de capitales, que dio lugar a tipos de cambio apreciados (aunque en magnitud moderada) y una demanda agregada fuertemente expandida (con un significativo aumento del déficit en cuenta corriente de 4,4 puntos del PIB en Corea, 2 puntos en Indonesia y 3 puntos en Tailandia).

Cuarto, el financiamiento externo fue principalmente de corto plazo (FMI, 1998). Los flujos contribuyeron a un auge de préstamos internos, con burbujas en los precios de los bienes raíces. Se hicieron notorias las graves debilidades en la regulación y supervisión prudencial del sistema financiero. Fue así como las hojas de balance de las empresas se volvieron muy vulnerables por efecto de los descalces cambiario y de plazos y el acelerado endeudamiento de las empresas (Krugman, 1999). Sin embargo, también era evidente que la debilidad de la regulación y supervisión bancaria no era la causa principal. El desequilibrio macroeconómico no habría tenido la gravedad que revistió sin la elevada oferta de fondos externos. Los mercados financieros reconocieron los problemas sólo en 1997 y cobraron una gravosa cuenta en 1998. Fueron errores compartidos con las reformas financieras de Chile en los años setenta y de la Argentina, México y otros PAL en los noventa.

En el caso particular de Corea, hasta principios de los noventa,

mantenía una extensa regulación de la cuenta de capitales, con una mezcla de fuerzas de mercado y conducción estatal (Agosin, 2001; Furman y Stiglitz, 1998; Wang, 2000). Desde 1991, en Corea comenzaron a aplicarse una gran variedad de medidas para liberalizar la cuenta de capitales. Contrario a lo que se sostiene con frecuencia, se desreguló la IED nueva (no las adquisiciones), además se autorizó a las empresas y a los bancos locales a emitir títulos de deuda en el extranjero y se permitió a los extranjeros la compra de acciones de empresas coreanas, con límites que se ampliaron gradualmente desde 1992; se liberalizaron también los préstamos en moneda extranjera para empresas locales, los créditos comerciales y el financiamiento de corto plazo. Sólo se mantuvieron restringidos el endeudamiento de largo plazo y las adquisiciones de empresas. Bajo las nuevas regulaciones, los bancos y las empresas coreanas asumieron el arbitraje entre prestamistas internacionales y los mercados locales, recurriendo al endeudamiento externo de corto plazo y, en algunos casos, otorgando préstamos de largo plazo en Corea o en países vecinos. La elevada solvencia crediticia que ostentaba Corea le permitió a sus empresas obtener *spreads* favorables y acceso expedito al financiamiento, el que emplearon en parte para financiar su inversión y préstamos en otros mercados asiáticos.⁹⁷

Las corrientes de capital se expandieron fuertemente después de la liberalización e incluyeron compra de acciones, colocación de bonos y préstamos privados a bancos y a empresas no financieras; los pasivos externos presentaban un alto grado de liquidez y la deuda de corto plazo se empinaba al doble de las reservas internacionales en 1996 (véase Dean, 1998). En el proceso de apertura de la cuenta de capitales, el tipo de cambio se apreció en relación con las monedas en que se denominaban sus pasivos externos, lo que estimuló un creciente endeudamiento de las economías asiáticas. Corea se acomodó al exceso de capital con

⁹⁷ En mayo de 1995, uno de los grandes evaluadores internacionales había mejorado la clasificación de riesgo soberano de Corea (véase Wang, 2000). Luego, en junio de 1997, Corea había sido clasificada por el World Economic Forum en el quinto lugar entre las plazas más seguras de inversión del mundo (citado en Agosin, 2001).

cierta liberalización comercial y apreciación cambiaria⁹⁸ y la relajación de restricciones de liquidez del mercado interno. El efecto conjunto del aumento de las importaciones y el deterioro de los precios de exportación explica cómo el déficit de cuenta corriente se elevó hasta representar cerca del 5% del PIB en 1996.

Los países del Asia oriental padecieron profundas recesiones en 1998, luego de décadas de un sólido crecimiento del PIB, a una velocidad del orden de 8% anual. La recesión en Indonesia alcanzó el 13%, parecida a la espectacular caída del PIB chileno en 1982. En los casos de Corea, Malasia y Tailandia se registraron descensos entre 7 y 10%. Hay diferencias en cuanto a la naturaleza específica de las crisis entre los distintos países asiáticos, pero la mayoría de ellas estuvo directamente asociada con la abundancia de capitales externos en los años noventa y el exceso de liquidez resultante.

Corea y Malasia se recuperaron durante 1999-2000 más rápidamente que los demás países de la región. Aunque ambos países registraron un crecimiento impresionante del PIB, los costos fueron significativos: por ejemplo, en 1998-2000, el PIB de Corea se situó en un nivel 12% más bajo que la proyección de su tendencia histórica; por su parte, la inversión del bienio 1998-99 decayó en un quinto respecto del cuatrienio 1993-96 (28,9 y 36,4%, respectivamente).

Estas recesiones en el Asia oriental son comparables con las de América Latina en 1982-83, con caídas de la inversión productiva, crisis bancarias y regresión social.⁹⁹ Aparte de la solidez intrínseca de la estructura económica coreana y de otras economías asiáticas, cuatro características del entorno económico internacional explican en gran parte por qué la recuperación después de la recesión fue más rápida que en la crisis latinoamericana de la deuda: 1) la amplia oferta de financiamiento oficial; 2) la rápida ges-

⁹⁸ Mahani y otros (2005) estiman que la apreciación real fue de 5% entre enero de 1993 y julio de 1997.

⁹⁹ Véanse diversas interpretaciones sobre la crisis asiática en Akyüz (1998); Dean (1998); Furman y Stiglitz (1998); Krugman (1999); Perry y Lederman (1998); Ra-delet y Sachs (1998).

ción de las autoridades estadounidenses para refinanciar créditos privados, especialmente, los préstamos interbancarios; 3) tasas de interés mucho más bajas en las economías desarrolladas; y 4) tasas de crecimiento significativamente más altas, sobre todo en los Estados Unidos.

En el frente interno, un rasgo sobresaliente fueron las intensas políticas contracíclicas aplicadas por los gobiernos de Corea y Malasia. Éstas desempeñaron un papel determinante en el proceso de recuperación. En efecto, ambos países pusieron en marcha políticas macroeconómicas heterodoxas –en línea con aquellas que hemos expuesto en el capítulo I– en respuesta a los shocks externos que ya habían generado una brecha de producto notable en estas economías. Si bien las estrategias de ambos países mostraron diferencias, especialmente marcadas en el tratamiento de las salidas de capitales y de la IED en adquisiciones, hubo coincidencia en la aplicación de un shock reactivador, basado en un poderoso estímulo fiscal y monetario (véase Mahani y otros, 2005). Por ejemplo, el balance fiscal coreano pasó de un superávit de 0,3% del PIB en 1993-96, a un déficit de 4,2% en 1998. La reacción fue una gran recuperación del PIB en 1999: Corea creció 11% y Malasia 7%. Este enfoque de políticas macroeconómicas contracíclicas activas y vigorosas contrasta con la posición pasiva mantenida por los PAL y ayuda a comprender por qué en 1998-2004 la tasa anual de crecimiento de los países de Asia oriental (donde se originó la crisis) promedió 3,4% y la de América Latina sólo 1,9 por ciento.

Sin embargo, más allá de los aciertos de Corea y Malasia en el manejo de la crisis, este episodio fue muy costoso para Asia oriental, puesto que redujo su tasa de crecimiento 2 o 3 puntos por debajo de la registrada anteriormente por décadas. En suma, la apertura de la cuenta de capitales se constituyó en una poderosa fuente de vulnerabilidad, acentuada por la laxa regulación y supervisión prudencial; ello dejó a los países de Asia oriental propensos al contagio, a pesar de presentar, en otras dimensiones, fundamentos económicos muy sólidos.

VI.5. Recuperaciones y contagios recurrentes en América Latina: 1995-2005

La rápida recuperación de los PAL registrada luego del efecto tequila generó un optimismo generalizado en el ambiente financiero internacional, pues se fortaleció a través del mundo la expectativa de que se había aprendido a manejar las crisis internacionales y que éstas no se repetirían con fuerza. El retorno de los flujos de capitales durante 1995 abrió el camino para un nuevo ciclo, con un nuevo auge que trajo consigo recuperación económica y sobreoptimismo. Una muestra de la mirada triunfalista fue la mencionada propuesta del FMI, en su reunión anual en octubre de 1997, de que se modificaran sus estatutos para incorporar la liberalización de la cuenta de capitales de los países miembros. Paradójicamente, esta reunión se realizó en el centro de Asia oriental, en Hong Kong, justo cuando en esa misma región explotaba la nueva crisis financiera internacional.

En los años precedentes se había registrado una intensa presión desde los mercados internacionales de capitales y de autoridades norteamericanas a favor de la desregulación de las cuentas de capitales. Además hubo una fuerte moda en esta dirección desde las IFI y muchos centros académicos. Ello explica el comportamiento de muchas autoridades de EE, que cedían ante estas fuerzas, a veces con entusiasmo, y la audacia del FMI al proponer una medida tan extrema.¹⁰⁰

VI.5.1. RECUPERACIÓN DEL PIB Y REGESTACIÓN DE VULNERABILIDADES EN 1995-98: CLONANDO EL CICLO ANTERIOR

El flujo de fondos se reactivó otra vez, desde mediados de 1995 y alcanzó gran intensidad en el bienio 1996-97. La consi-

¹⁰⁰ Véase Bhagwati (2004, pp. 204-5), donde el destacado académico y tenaz defensor de la globalización subraya y critica el papel catalizador de lo que denomina "el cabildeo energético de la alianza entre las compañías de Wall Street y el Departamento del Tesoro de Estados Unidos" (traducción nuestra).

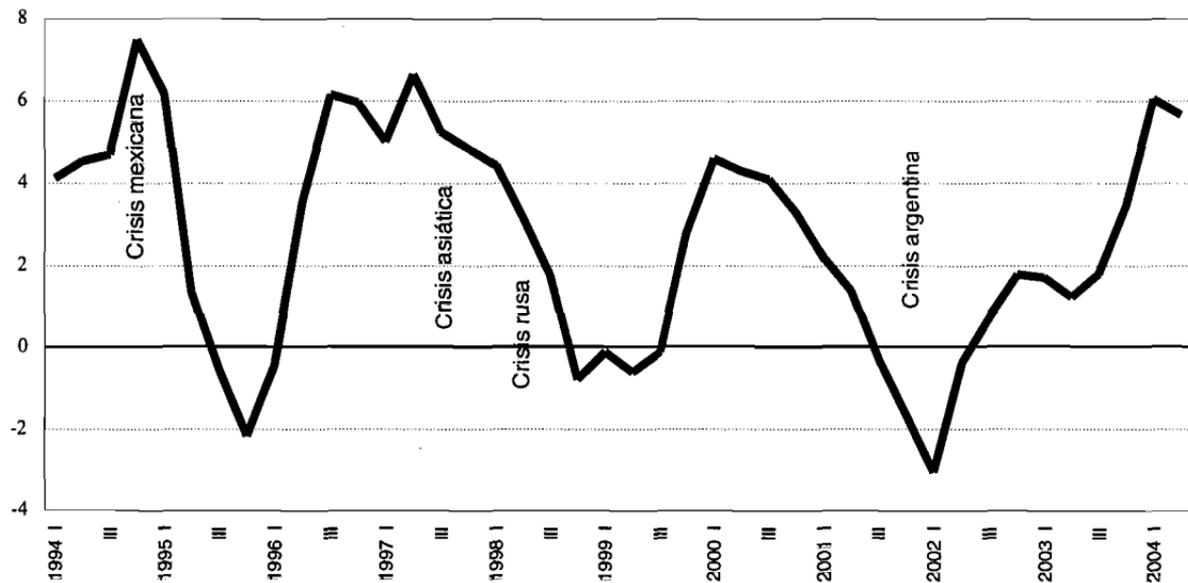
guiente reactivación económica, liderada por el ingreso de capitales, fue significativa a través de la región. Subsistió hasta la llegada del contagio de la crisis asiática.

En 1996-97, el flujo neto de capitales excedió los niveles precrisis y superó las entradas de 1992-94 (en términos reales y como porcentaje del PIB). El retorno de los flujos estimuló la demanda agregada, con lo que se revirtió la caída en la producción que tuvo lugar en algunos PAL (en especial en la Argentina y México). De hecho, se observó un vigoroso crecimiento económico generalizado desde mediados de 1996 y hasta comienzos de 1998 para el conjunto de la región (véase gráfico VI.1). Las excepciones fueron Colombia y Brasil que, por diferentes razones, no lograron imprimir dinamismo a sus economías.

Como consecuencia del retorno de las entradas de capitales, 1) el tipo de cambio real promedio se apreció 13% (cuadro VI.2); 2) el déficit en la cuenta corriente más que se duplicó (cuadro VI.3). Al igual que en otros auges liderados por la abundancia de capital; 3) los precios de los activos financieros se encumbraron: el índice de precios de acciones se duplicó con respecto a su mínimo de comienzos de 1995 (cuadro VI.4). Luego, otra vez se hicieron presentes las señales de vulnerabilidad creciente que hemos destacado a través de este libro. En paralelo, las agencias evaluadoras de riesgo mejoraban las notas de la región y las IFI aplaudían las tendencias observadas en la reducción de la inflación, el aumento de las exportaciones, el control de los presupuestos fiscales y el mayor PIB efectivo. No obstante, otra vez se ignoraban o subestimaban las debilidades que se estaban generando en la macroeconomía real.

Hay que destacar que, nuevamente, el aumento del PIB comprendió una gran cuota de recuperación; de reaceramiento del PIB efectivo a la frontera productiva (véase capítulo I). Sin embargo, la frontera se desplazaba hacia arriba lentamente, pues la inversión productiva seguía siendo limitada, así como la incorporación de cambio tecnológico. Como se documentó en el capítulo II, mientras no aumente sustancialmente la inversión productiva, esa tasa de crecimiento no será sostenible. En el entretanto, los tipos de cambio reales, los déficits en la cuenta corriente y los precios de activos habían reiniciado su penetración en *zonas de vulnerabilidad*.

Gráfico VI.1
América Latina: Inestabilidad del Producto Bruto Interno, 1994-2004^a
 (% , tasas de crecimiento anual)



Fuente: CEPAL, sobre la base de cifras oficiales trimestrales.

^a Incluye Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela.

Valores preliminares para 2004, según el Balance Preliminar de las Economías de América Latina y el Caribe, de CEPAL.

En síntesis, otra vez, la mayor disponibilidad de financiamiento externo había tenido un claro efecto beneficioso de corto plazo, en 1995-98, al remover la RED que había sido responsable de la grave recesión económica que emergió en 1995. Sin embargo, la recuperación del acceso a capitales externos también planteó desafíos en cuanto a la estabilidad y sustentabilidad de los equilibrios macroeconómicos y a las bases de un desarrollo productivo más sólido. En efecto, esa afluencia de capitales generó una peligrosa vulnerabilidad ante futuros shocks externos negativos, como lo confirman los seis años de estancamiento económico que siguieron al contagio asiático en 1998. Cuando llegaron las turbulencias derivadas de la crisis asiática, varios PAL debieron enfrentarlas en un contexto de desequilibrio en sus cuentas externas y en su macroeconomía real, dando así inicio a la fase contractiva.

VI.5.2. EL CONTAGIO DE LA CRISIS ASIÁTICA A AMÉRICA LATINA Y EL "SEXENIO PERDIDO": 1998-2003

Como hemos insistido, algunos de los mismos errores graves de política económica, exhibidos en la recuperación de 1991-94, resurgieron en 1996-97 y cobraron su cuenta en los años siguientes. Como resultado del contagio asiático, que fue luego reforzado por la crisis rusa a fines de 1998 (véanse Baig y Goldfajn, 2000; Palma, 2005), el crecimiento del PIB efectivo en los PAL se redujo a 1,3% en 1998-99. De hecho, el crecimiento fue negativo por cuatro trimestres durante ese bienio.

En 1998-99 hubo shocks comerciales y financieros de gran magnitud, asociados al contagio de la crisis externa. Los términos de intercambio cayeron 5% y la tasa de crecimiento del volumen exportado se redujo 3%, y hubo interrupción y fuga de los flujos de cartera. No obstante, algunos factores moderaron los efectos negativos de las vulnerabilidades generadas en los PAL. Primero, este nuevo período de auge financiero fue breve, pues duró sólo algo más de un par de años. Segundo, hubo una mayor participación de flujos de IED (nueva), más estables que los fondos bursátiles y los créditos de corto plazo. Tercero, en 1995 se había efectuado una co-

rección fuerte de los déficit en cuenta corriente (y del atraso cambiario, en el caso particular de México); gracias a ello, alcanzó a registrarse sólo un año de déficit elevado, en 1997. Cuarto, en consideración a la crisis bancaria de México y la Argentina después del tequilazo, éstos y otros países introdujeron *reformas a sus reformas* financieras, fortaleciendo la regulación y supervisión prudencial de sus sistemas bancarios. En consecuencia, el ajuste requerido en 1998-99 se ambientó en economías con *stock* de pasivos externos más moderados que en 1982 y 1995, con carteras bancarias más sanas y con economías menos sobrecalentadas. Quinto, hubo un apoyo de gran envergadura de las IFI, particularmente a Brasil.

La combinación de fortalezas y vulnerabilidades implicó que en 1998-99 no se produjeran recesiones ni crisis bancarias de gran tamaño, como había ocurrido en 1982 y 1995. En paralelo, el entorno internacional tendió a mejorar: como se revisó en la sección 4 de este capítulo, Corea y Malasia dejaban atrás su recesión y, por otro lado, Estados Unidos entraba en una fase de gran auge. Así, arrastrada especialmente por el dinamismo norteamericano, América Latina (en proporción directa a la cercanía de cada PAL a ese mercado) tuvo una corta y moderada recuperación en el año 2000. Asimismo, la desaceleración mundial llevó a los PAL a continuar en un contexto recesivo en 2001-03. Así, durante el sexenio 1998-2003 el desempeño de la región fue alarmantemente bajo, al crecer sólo 1,2% por año en promedio; una cifra similar a la de la “década perdida” provocada por la crisis de la deuda de los ochenta.

La prolongación del entorno recesivo por un período tan largo —media docena de años— dejó una huella negativa profunda en términos económicos y sociales. Incluso, una economía con tantos méritos como la chilena de los años noventa, redujo su tasa de crecimiento de 7,1% en 1990-98 a 2,5% en 1999-2003.

En contraste con los dos casos de Asia oriental examinados con anterioridad, los PAL fueron incapaces de crear las condiciones para una vigorosa política macroeconómica contracíclica. En consecuencia, sus entornos económicos permanecieron sujetos a la transmisión de shocks de origen externo. Las brechas de producción fueron sustanciales entre 1998 y 2003, lo que contribuyó a deprimir la formación de capital y el nivel de empleo. En el año

2000, mejoramientos transitorios en los términos del intercambio y del comercio mundial habían reanimado las economías latinoamericanas, pero en el trienio 2001-03 un nuevo deterioro de ambas variables arrastró a la mayoría de las economías latinoamericanas a la depresión.

Con respecto a los flujos de capital, los masivos ingresos de IED, que llegaron a representar el 3,1% del PIB en el sexenio 1998-03 (véase cuadro V.1) correspondieron en más de la mitad a adquisiciones de empresas nacionales. Incluso, frecuentemente, estos “flujos” nunca cruzaron las fronteras nacionales y permanecieron en el exterior. Adicionalmente, la sistemática liberalización de la cuenta de capitales por parte de las naciones latinoamericanas incluyó la liberalización de egresos que efectuasen los residentes.¹⁰¹ Ello redundó, entre otras consecuencias, en lo pronosticado en el capítulo V: la diversificación del riesgo tendió a involucrar salidas netas de capital, particularmente cuando el escenario está signado por el pesimismo.

La Argentina y México compartieron algunos rasgos comunes en sus reformas estructurales y en sus relaciones financieras con el exterior en la primera mitad de los noventa y ambos fueron las principales víctimas del tequilazo.¹⁰² Después de la crisis de 1995, se acentuaron diferencias importantes entre las políticas adoptadas por la Argentina y México. México abandonó el tipo de cambio cuasifijo que regía en 1990-94 por un tipo flexible que le permitió ajustar su balanza de pagos frente a los shocks financieros derivados de la crisis asiática. Asimismo, el país se benefició del impacto muy positivo del acelerado crecimiento de la economía de los Estados Unidos –desde fines de los noventa y hasta el año 2000– justo cuando se producía el contagio asiático. Como se mencionó antes, México estuvo libre de una nueva recesión, pero su crecimiento promedio ha sido mediocre en la década que siguió al efecto tequila (2,7% por año en 1995-2004).

¹⁰¹ Un análisis de la liberalización de los flujos externos desde fondos de pensiones privados y de las graves repercusiones procíclicas para el caso de Chile se encuentra en Zahler (2005) y Ffrench-Davis y Tapia (2001).

¹⁰² Recuérdese que hasta 1998 las agencias calificadoras de riesgo colocaban a la Argentina y México en una situación similar. Véase gráfico V.3.

Varios otros PAL adoptaron regímenes cambiarios flexibles luego de 1998 (entre ellos, Brasil, Chile y Colombia). Por temor al posible impacto inflacionario asociado a la devaluación, estos países tendieron a esperar hasta que las recesiones ya estuvieran en plena acción antes de adoptar el nuevo régimen cambiario. Sólo entonces la flexibilización permitió la depreciación equilibradora de los tipos de cambio. En efecto, dado que entonces la flotación ocurría en un contexto de brecha de producto recesiva, restringía el espacio para las presiones inflacionarias. El problema que generó el nuevo régimen fue que el tipo de cambio pasó a ser extremadamente sensible a los cambios transitorios en la oferta de fondos externos, con la consiguiente ineficiencia para la asignación de recursos.

Por su parte, la Argentina, con su peso pegado al dólar y su caja de conversión, sufría los efectos negativos de la crisis asiática, de la devaluación de los países vecinos (especialmente en Brasil) y de la apreciación internacional del dólar hasta 2002. La incapacidad de la economía argentina para corregir los precios relativos usando activamente el tipo de cambio nominal (autoimpuesta al adoptar la convertibilidad) implicó un fuerte sesgo procíclico ante los shocks externos. Ello explica que frente a la sequía de financiamiento externo, se produjese una crisis económica que se profundizaba progresivamente, lo que le costó a la economía una caída de 15% de su producción en 2001-02 (véase Damill y Frenkel, 2004). Nuevamente, hubo un contagio de los desequilibrios desde la Argentina a Uruguay (tanto por vías comerciales como financieras), que produjeron una recesión en este último de 16% en el bienio.¹⁰³

¹⁰³ Otra recesión notable se produjo en Venezuela en 2002 y 2003, con caídas de la producción de 8,9 y 9,7%, respectivamente. Esta crisis, no obstante, no estuvo asociada al contagio financiero sino a eventos económicos y políticos en el campo interno. Una notable recuperación del PIB, de 17%, tuvo lugar en 2004.

VI.5.3. UNA RECUPERACIÓN IMPULSADA POR LAS EXPORTACIONES: 2004-05

En el año 2004 América Latina experimentó una vigorosa recuperación de su producto, con una tasa de crecimiento que se empujó a 5,8%, superior incluso a los máximos registrados en 1994 y 1997. Lo que constituyó una novedad en el último tercio de siglo fue que esa recuperación no estuvo liderada por un reflujo de capitales, sino por mejoramientos en los términos del intercambio comercial. Todos los países medianos y grandes dentro de la región acusaron términos de intercambio al alza, en el marco de un auge de los precios de las exportaciones tradicionales.¹⁰⁴ Por su parte, tras la estagnación sufrida en el trienio 2001-2003, el volumen de las exportaciones se expandió 11% en 2004. La actividad económica, la ocupación (el empleo urbano subió cerca de 4%; CEPAL 2004d) y las utilidades también evolucionaron favorablemente en 2004.

El incremento del valor real de las exportaciones financió el aumento de 6,3% registrado por la demanda agregada, en particular la expansión de 4,6% en la demanda y producción del PIB no exportado (véase cuadro IV.2); según se señaló en el capítulo IV, en 1998-2003 el PIB per cápita no exportado se había contraído en forma persistente.

Cabe destacar que la expansión del valor de las exportaciones y la recuperación económica tuvieron lugar en presencia de un flujo negativo de capital (equivalente a 1% del PIB) y de un excedente en la cuenta corriente (22 mil millones de dólares). El dinamismo comercial fue tan vigoroso que permitió en promedio una apreciación cambiaria, pese a las salidas de capitales. Algunos PAL, como la Argentina, Brasil, Chile, Colombia, Paraguay y Perú

¹⁰⁴ En varias oportunidades las economías más pequeñas (muchas centroamericanas y caribeñas) se han visto más intensamente afectadas por variables diferentes de las que gravitan sobre el resto de los PAL. Las grandes tendencias de las que se da cuenta en este libro reflejan más cercanamente el caso de las naciones medianas y grandes, las cuales concentran alrededor del 90% del producto y de la población regionales.

experimentaron una revaluación en términos reales. En general, las autoridades no manifestaron preocupación por este fenómeno. Una excepción la constituye la Argentina, que estuvo interviniendo en la flotación cambiaria, con el objeto de moderar la apreciación real.

La situación argentina desde inicios de los noventa reviste particular importancia analítica y empírica. Luego de ser expuesta como un caso de notable éxito de las reformas al estilo del Consenso de Washington hasta 1998 (véase, por ejemplo, el gráfico V.3), en una abierta contradicción por parte de varios analistas, se constituyó en un prototipo del fracaso. La realidad es que la vulnerabilidad de la Argentina ante shocks externos había aumentado espectacularmente en 1995-2000. Es efectivo que la deuda externa de toda América Latina se elevó significativamente en ese período, pero la de la Argentina aumentó al doble de esa velocidad. Luego, la Argentina sufrió un proceso traumático entre 2000 y 2002, que incluyó intensos ajustes recesivos, una maxidevaluación, la congelación de depósitos bancarios (el llamado "corralito") y la suspensión parcial del servicio de pasivos externos e internos (véase Damill, Frenkel y Rapetti, 2005).

El gobierno, a mediados de 2003, empezó a delinear una propuesta de reestructuración de sus pasivos, que finalmente presentó en enero de 2005. El objetivo fue un canje masivo de deuda pública con acreedores privados, tanto nacionales como extranjeros. El monto de deuda elegible para el canje se empujó al equivalente de US\$ 81 mil millones (más US\$ 16 mil millones de intereses devengados, pendientes de pago y registrados en las cifras de deuda). Acreedores que representaban el 76% de los pasivos elegibles para el canje lo aceptó. Hubo ofertas por US\$ 62.000 millones. Esos pasivos fueron reemplazados por bonos por US\$ 35.000 millones, con una reducción nominal de 55%. Alrededor de un tercio de estos pasivos se desdolarizó (traspasándose desde pasivos públicos denominados en dólares a pesos argentinos), el plazo promedio de los vencimientos se elevó en cinco años, y el pago de intereses por el gobierno, equivalentes a 27% de la recaudación fiscal hacia fines del régimen de convertibilidad, se redujo a alrededor de 8% en 2005. Algunas estimaciones de exper-

tos indican que la reducción o quita en valor presente sería del orden de 70 por ciento.¹⁰⁵

La trampa financiera que impedía la recuperación de la economía argentina se alivió drásticamente con este canje, no obstante que la deuda pública aún representa cerca del 80% del PIB a los actuales precios de mercado. La recuperación de casi 20% del PIB entre 2003 y los primeros meses de 2005 está asociada a que el tipo de cambio ya estaba corregido, a la mayor ordenación fiscal y al corte de los egresos de divisas. El mecanismo utilizado para lo último respondía a una situación de emergencia que requería una respuesta sostenible con el tiempo. Hacia ello se avanzó significativamente con la operación de canje, con lo que se despejó uno de los desafíos graves que enfrentaba la economía argentina.

La deuda pública y/o externa de muchos PAL constituye una trampa financiera de la cual muchos países no logran escapar para recuperar el crecimiento y la equidad; la carga de las amortizaciones ha sido agravada con márgenes de intermediación (*spreads*) notablemente desproporcionados.¹⁰⁶

En 2004, el crecimiento efectivo del PIB de América Latina más que duplicó el incremento de su PIB potencial. De hecho, las tasas de inversión productiva acusaron un cambio mínimo. Otra vez, al igual que en 1994 y 1997, el nuevo *peak* del crecimiento del PIB no fue consecuencia de un incremento abrupto de la productividad (interpretación técnica tan errada), sino de una mayor tasa de utilización del stock de factores productivos.

¹⁰⁵ Este canje guarda cierta relación con las operaciones de conversión de deuda de los ochenta, efectuadas por muchos PAL. Hacia fines de esa década, los papeles de la deuda latinoamericana se transaban en los mercados financieros internacionales con un descuento promedio de dos tercios. Es importante recalcar que, con frecuencia, una proporción elevada del descuento fue capturada por intermediarios y no por los deudores.

¹⁰⁶ El impacto de las alzas notables del costo del financiamiento público en la Argentina se documenta en Damill, Frenkel y Rapetti (2005, cuadro 5). Una situación equivalente, de fiscos encerrados en una trampa financiera, que obstaculiza gravemente la recuperación de un desarrollo sostenido, sufren las cuentas públicas de Brasil y varios otros PAL.

Para sustentar un crecimiento económico que se sitúe en el rango de 5-6% anual, los países latinoamericanos necesitan incrementar la tasa de inversión en 4 a 6 puntos porcentuales (CEPAL, 2001, capítulo 4), instrumentar programas amplios de capacitación laboral y otorgar incentivos a la innovación técnica y gerencial. En términos amplios, los países latinoamericanos deben *reformular las reformas* en los mercados de capital y la estrategia macroeconómica y fortalecer las políticas de desarrollo productivo.

VI.6. Conclusiones

Contraer un compromiso inflexible de mantener la cuenta de capitales abierta en forma indiscriminada y permanente es una apuesta probadamente riesgosa para el crecimiento y la equidad. Esta opción no pondera adecuadamente 1) la importancia decisiva de mantener la estabilidad macroeconómica real, 2) el abrumador volumen de los mercados internacionales de capitales en comparación con el tamaño reducido de los mercados de los PAL, y 3) las graves fallas de los mercados financieros. En la medida en que el funcionamiento de los mercados financieros esté dominado por participantes que se especializan en el corto plazo, y los mercados nacionales de valores permanezcan poco profundos, los riesgos de gran inestabilidad macroeconómica real serán inherentes a esta modalidad de inserción externa.

Hay signos sistemáticos que indican que las EE no han sido capaces de manejar los períodos de abundancia de capitales, para así evitar costosas crisis monetarias y financieras. Sus consecuencias han sido costosas en términos de crecimiento y de equidad. Es cierto que varias crisis han sido provocadas por políticas de déficit públicos irresponsables o populistas. Pero ha sido muy frecuente que EE exitosas y aparentemente sanas experimenten desequilibrios graves inducidos por flujos de capitales volátiles. En efecto, en las etapas de auge de financiamiento externo, los nuevos recursos han fluido hacia los mercados accionarios y hacia el financiamiento del consumo privado, generando burbujas en los precios de activos, una sobreapreciación cambiaria y una expan-

sión no sostenible de la demanda agregada. Como consecuencia, se han producido déficit comerciales y un endeudamiento creciente (predominantemente en el sector privado),¹⁰⁷ liderados por las entradas de capitales. Las políticas erradas que han dado origen a este proceso típico de gestación de vulnerabilidades han sido normalmente estimuladas por los mercados internacionales de capitales y las IFI: recuérdese las alabanzas entusiastas a la Argentina hasta 1998 y a México en la primera parte de los noventa.

La mejor comprensión del funcionamiento de los mercados financieros nacionales e internacionales, y su regulación y supervisión eficientes, es clave en el futuro de la economía mundial. Se debe trabajar con mayor pragmatismo superando el ideologismo que ha prevalecido hasta hoy en las políticas de liberalización de la cuenta de capitales. En el capítulo VII, a continuación, se exponen conclusiones y lecciones de políticas apoyadas, sólidamente, en la experiencia reciente y en una interpretación analítica coherente.

¹⁰⁷ Una comprobación del origen del desequilibrio es que en la mayoría de las EE que sufrieron crisis en los noventa, con anterioridad a la explosión se registraron una apreciación cambiaria y déficit externos crecientes, acompañados por una gran acumulación de reservas internacionales.

Capítulo VII

LECCIONES AL COMENZAR UN NUEVO SIGLO*

Introducción

Una de las características sobresalientes de las crisis financieras modernas es que han ocurrido en economías emergentes consideradas generalmente exitosas hasta el momento de la crisis. Las crisis recientes son muy distintas de las que se registraron entre las décadas de 1940 y de 1970 en América Latina, cuando presentaban tres rasgos diferentes a los de las experiencias actuales. En el pasado las crisis suponían, en primer lugar, grandes déficit fiscales financiados mediante emisión de dinero por el banco central. Por otro lado, los sistemas financieros internos estaban “reprimidos”, hecho que generalmente está acompañado por el acceso del sector privado a créditos o redescuentos bancarios con tasas de interés reales negativas. Por último, las crisis de balanza de pagos se asociaban frecuentemente con un empeoramiento abrupto de los términos del intercambio o la existencia de tipos de cambio excesivamente revaluados, fruto de decisiones de política explícitas.

En los últimos veinticinco años, se desarrolló una nueva variedad de crisis en los PAL y en Asia oriental, con cuatro características que las distinguen de las anteriores. En primer lugar, el mercado internacional de capitales ha sido el principal generador de shocks (tanto positivos como negativos). En segundo lugar, los flujos generalmente se han efectuado entre agentes privados, es decir, se trata de corrientes de “privados a privados”. Por el contrario, los déficit fiscales han cumplido un papel secundario y, de

* Basado en los capítulos de conclusiones de tres de los proyectos que he coordinado recientemente. Ellos están citados en las referencias como Ffrench-Davis y Ocampo (2001); Ffrench-Davis (2003) y (2005b).

hecho, en la mayoría de los casos las finanzas públicas estaban relativamente equilibradas. En tercer lugar, las víctimas de estas crisis financieras han sido EE consideradas muy “creíbles” y “exitosas”. En realidad, el grueso de las corrientes financieras privadas se concentró en unos pocos países en desarrollo que figuraban entre los mejor calificados y organizados. En cuarto lugar, estas corrientes se han caracterizado por una falta de regulación, tanto por el lado de la oferta como de la demanda. Habitualmente, los sistemas financieros nacionales han sido liberalizados, sin la evolución paralela, en grado suficiente, de un sistema de supervisión y regulación prudencial interno.

En la práctica, por supuesto, la diferencia entre las crisis “nuevas” y las “antiguas” es menos pronunciada que la expuesta. Una experiencia pionera del nuevo tipo de crisis fue la registrada en Chile a inicios de los años ochenta, pero entonces las crisis antiguas seguían predominando en América Latina. En la década de 1990, en cambio, ya dominaba el nuevo tipo de crisis, tanto en América Latina como en Asia, aunque ha habido episodios mixtos en que algunas crisis recientes aparecían con características antiguas: déficit fiscales y deterioro de los términos del intercambio.

La sección 1 aborda cinco planteamientos comunes en la literatura de la última década que, a nuestro entender, implican costos significativos para las EE que los utilizan en la formulación de sus políticas. La sección 2 resume nuestras conclusiones y lecciones de política.

Un mensaje potente es que aún existe un espacio significativo para la diversidad de políticas. De hecho, China, la India y Taiwán aparecen como ejemplos persistentes de esquemas de políticas económicas diversas y exitosas en la aplicación de un manejo macroeconómico prudencial de la cuenta de capitales. Chile lo logró durante el primer quinquenio de los noventa. Corea y Malasia, por su parte, constituyen dos casos exitosos de economías que fueron capaces de recuperarse rápidamente de la llamada crisis asiática provocada, hacia fines de los noventa, por flujos de capitales volátiles.

VII.1. Cinco recetas o creencias erróneas de moda

Hay una serie de hipótesis o creencias de aceptación general en el mundo financiero, incluidos los organismos financieros internacionales, aunque con algún cambio positivo en el enfoque de estos últimos a raíz de la crisis asiática. Hemos escogido cinco de esas falacias, las que creemos tienen mayor importancia por sus consecuencias para el diseño de políticas y para el bienestar de trabajadores y empresarios. Ellas son contradichas por el comportamiento real de los mercados financieros internacionales y de los mercados internos de las EE. Ellas son: 1) la recuperación de las crisis ha sido rápida; 2) la apertura de la cuenta de capitales desalienta los desequilibrios macroeconómicos; 3) actualmente, los regímenes cambiarios extremos son las únicas opciones viables; 4) las entradas de capitales complementan el ahorro interno; y 5) la regulación prudencial de los bancos es suficiente para evitar las crisis financieras.

VII.1.1. LA RECUPERACIÓN DE LAS CRISIS RECIENTES (NO) HA SIDO RÁPIDA

Un primer prejuicio generalizado es que la recuperación de las crisis es un proceso rápido. Ésta es la hipótesis fundamental en que se basan los planteamientos de que las autoridades deben promover la operación libre, autocorrectiva, de los mercados, ya que los intentos de poner en marcha políticas que contrarresten los auges o aceleren la reactivación tenderían a generar inestabilidad adicional. Como los mercados financieros se han convertido en la fuente más importante de inestabilidad económica en las economías emergentes, esta argumentación implica, de hecho, que la inestabilidad es inevitable pero no altamente costosa.

Este supuesto es inconsistente con la evidencia en los mercados financieros y, especialmente, en la economía real. Para empezar, las crisis generan efectos de mediano o largo plazo en los mercados financieros. En las últimas décadas, el caso más importante ha sido el efecto de la crisis de la deuda en América Latina sobre

los préstamos bancarios sindicados de largo plazo, los que habían sido en los setenta el mecanismo predominante de financiamiento. Esta forma de financiamiento desapareció por toda la década y los préstamos bancarios no volvieron a ser una fuente principal para los países de América Latina en los noventa. Asimismo, la crisis asiática afectó el financiamiento con bonos, el que no se había recuperado aún tres años después del estallido de esa crisis. La opinión común de que los mercados se recuperan rápidamente se basa, en realidad, en una visión muy parcial de las variables relevantes, a menudo en la desaparición de situaciones de pánico financiero, pero sin tener en cuenta, en lo que respecta a la dimensión financiera, debidamente las condiciones de acceso al financiamiento, en términos de volumen, estabilidad, costos y plazos del financiamiento.

Un fenómeno reciente es la liberalización de las salidas de capitales para los residentes. La liberalización indiscriminada abrió las puertas a los egresos de recursos en momentos de incertidumbre, expectativas de depreciación y brecha recesiva interna. Así, transacciones que en el pasado eran restringidas o prohibidas y llamadas "fugas" de capitales, han pasado a ser un componente activo del sector externo. Estos flujos tienden a ser altamente procíclicos y, en la práctica, han actuado retardando la recuperación de los equilibrios macroeconómicos reales de los PAL (véase análisis en el capítulo V, sección 1).

En cuanto a la economía real, el rápido retorno a tasas positivas de crecimiento del PIB, de ninguna manera apoya la hipótesis de que las crisis son cortas por naturaleza. La realidad de todos los países que han atravesado por crisis graves –incluidos Corea y Malasia, donde la recuperación fue muy vigorosa– indica que caen a una llanura inferior de crecimiento del PIB. Especial importancia tienen tres canales a través de los cuales se transmiten estos efectos, de mediano plazo o permanentes, sobre el PIB: 1) la reducción acentuada de la inversión que ocurre durante la crisis y que afecta la evolución de la capacidad productiva; 2) la pérdida de capacidad de producción por efecto de la quiebra de empresas, lo que se traduce en una pérdida permanente de clientela, redes de producción y comercio, y del capital social de esas empre-

sas, incluso aquellas que no quiebran pueden atravesar por largos períodos de reestructuración de deudas; y 3) las crisis financieras internas que pueden sobrevenir si se deteriora gravemente la cartera de las instituciones financieras locales; la experiencia de las EE (y hasta de Japón) señala que restaurar un sistema financiero viable puede tardar varios años, con efectos negativos durante todo el período de reconstrucción.

Adicionalmente, hay un cúmulo de pruebas de que los ciclos de auge y caída tienen efectos irreversibles sobre las variables sociales (Lustig, 2000; Morley, 2000; Rodrik, 2001a). El deterioro del mercado laboral (a través de desocupación abierta o el desmejoramiento de la calidad del empleo o de los salarios reales) suele ser muy rápido, mientras que la recuperación es lenta e incompleta. Así se constató en el empeoramiento prolongado del desempleo argentino y de los salarios reales de México después del tequilazo, y se refleja en la cesantía en Brasil, Chile, Costa Rica, Paraguay y Uruguay tras el inicio de la recesión en 1998. La evidencia en cuanto al número de personas bajo la línea de pobreza en América Latina (24 millones más en 2004 que en 1990) señala la fuerza y persistencia de estos efectos regresivos.

VII.1.2. LA APERTURA DE LA CUENTA DE CAPITALES DESALIENTA (ESTIMULA) LOS DESEQUILIBRIOS MACROECONÓMICOS

Se sostiene, también comúnmente, que la apertura completa de la cuenta de capitales impide un manejo macroeconómico interno irresponsable y promueve el logro de “fundamentos” macroeconómicos. Esto es cierto, en parte, en cuanto a las fuentes internas de inestabilidad: grandes déficit fiscales, una política monetaria permisiva y un tipo de cambio arbitrariamente sobrevaluado. Sin embargo, la volatilidad que caracteriza al mercado financiero hace altamente ineficiente este tipo de control en los períodos de liquidez internacional. En verdad, las experiencias recientes de las EE muestran que las políticas permisivas respecto de la demanda o la sobrevaluación cambiaria también tienden a ser promovidas por los mercados financieros internacionales du-

rante los períodos de auge (o de exuberancia irracional, usando la conocida expresión de Greenspan). Esos mismos mercados imponen un castigo injustificadamente grave durante las crisis, obligando a las autoridades nacionales a adoptar políticas de contracción excesiva de la demanda (sobre-reacción “irracional”).

De hecho, la apertura de la cuenta de capitales puede llevar a las economías emergentes a importar inestabilidad financiera externa, con ingresos de capitales que causan el deterioro de las variables macroeconómicas fundamentales. Es el mercado mismo el que, en los auges, tiende a generar incentivos para que las economías emergentes penetren en *zonas de vulnerabilidad*, provocando desviaciones de las variables macroeconómicas desde niveles antes sustentables.

Los operadores financieros cumplen evidentemente una función microeconómica insustituible como intermediarios entre los ahorrantes y los usuarios de fondos, en las coberturas de riesgo y como proveedores de liquidez. Sin embargo, en la práctica, quizás sin quererlo, han llegado a desempeñar un papel con fuertes implicaciones macroeconómicas. Con sus comportamientos de “rebaño”, han contribuido a intensificar las corrientes de financiamiento hacia los países “exitosos” durante los auges, provocando en ellos un crecimiento insostenible de los precios de activos financieros y de bienes raíces, así como pronunciadas revaluaciones cambiarias. Aparte de la baja calidad de la regulación y supervisión prudenciales en esos mercados, las señales macroeconómicas contribuyen a prolongar un proceso expansivo que, equivocadamente, parece eficiente y sostenible (con grandes utilidades y garantías crediticias aparentemente solventes), apoyado por altos valores bursátiles y un bajo valor de la deuda en moneda local expresada en dólares. Pero, en la realidad, se están generando burbujas especulativas, con macroprecios desalineados que, tarde o temprano, tenderán a estallar.

En tiempos de auge, ha predominado la práctica –por parte de los organismos financieros internacionales, bancos de inversión y por los especialistas financieros– de alentar a los países para que acepten la oferta creciente de recursos. Más aún, la situación típica ha sido la caída gradual del costo del financia-

miento externo durante el período de bonanza, lo que implica que en realidad el mercado opera con una suerte de oferta de fondos de mediano plazo de pendiente negativa (véase gráfico V.2). Las lamentaciones y críticas sobre el endeudamiento excesivo resultante son a posteriori, durante los períodos de egresos masivos, en muchos casos, por parte de los mismos agentes que elogiaron el desempeño económico de esas economías emergentes durante el auge. Hay una contradicción evidente entre ambas actitudes: es el extremo opuesto de la rendición de cuentas que buscamos.

Hay consenso sobre cuán esencial es tener fundamentos macroeconómicos sanos. Sin embargo, hay gran incompreensión sobre cómo se definen. La definición convencional inapropiada, junto con la “exuberancia irracional”, es lo que llevó a las altas calificaciones de Chile justo antes de la crisis de 1982, de Corea y Tailandia en 1996, de México en 1994 y de la Argentina en 1994 y 1997. Algo “fundamental” estaba fallando en la evaluación por parte del mercado de los “fundamentos del mercado”. Evidentemente, las agudas crisis de esos cinco casos no han sido sólo mala suerte o contagio puro, sino el resultado del deterioro de componentes clave de un conjunto integral de indicadores fundamentales, un deterioro precedido por ingresos masivos de capitales. Una definición reformada de los fundamentos macroeconómicos debería, entonces, incluir –junto con la inflación baja, cuentas fiscales saneadas y exportaciones dinámicas– déficit externos y deudas netas sostenibles, pasivos líquidos netos reducidos, tipo de cambio real no desalineado, una fuerte regulación y supervisión prudencial, y transparencia del sistema financiero. Durante los períodos de abundancia de capital, la regulación de las entradas de capitales se transforma en un requisito para mantener los equilibrios macroeconómicos reales. Asimismo, en los períodos recesivos o de escasez de financiamiento, disponer de instrumentos para la regulación de las salidas de capitales de residentes y extranjeros contribuye a suavizar las fuerzas contractivas y a acelerar la recuperación.

VII.1.3. LOS RÉGIMENES CAMBIARIOS EXTREMOS (NO) SON LAS OPCIONES EFICIENTES HOY

En los países en desarrollo abiertos de hoy, el régimen cambiario está sujeto a dos demandas conflictivas, que reflejan los grados de libertad más restringidos que enfrentan las autoridades, en un mundo con instrumentos de política más débiles y menos eficaces. La primera demanda proviene del comercio: con el dismantelamiento de las políticas comerciales tradicionales, el determinante clave de la competitividad internacional es el tipo de cambio real. La segunda proviene de la cuenta de capitales. Los ciclos de auge-caída en los mercados financieros internacionales generan una demanda por variables macroeconómicas flexibles que puedan absorber, a corto plazo, los impactos positivos y negativos que generan. Dada la reducida eficacia de algunos instrumentos de política tradicionales, particularmente la política monetaria, el tipo de cambio puede desempeñar un papel esencial de amortiguador de los impactos. Este objetivo, que se asocia con el manejo macroeconómico de corto plazo, no es fácil de conciliar con los objetivos comerciales de la política cambiaria.

La importancia de esta demanda dual no es considerada debidamente por los analistas que recomiendan cualquiera de los dos regímenes cambiarios extremos: el tipo de cambio totalmente flexible o un régimen de caja de conversión (o la dolarización plena). Los regímenes intermedios, de flexibilidad administrada del tipo de cambio –como las paridades y bandas móviles, y la flotación sucia– representan un intento serio por reconciliar estas demandas en conflicto (Williamson, 2000; Ocampo, 2003).

Los regímenes de cajas de conversión ciertamente involucran sistemas institucionales automáticos que imparten disciplina fiscal y monetaria, pero reducen, o incluso eliminan, el espacio de maniobra para las políticas cambiarias, crediticias y de estabilización monetaria; todas necesarias, tanto para prevenir las crisis como para promover la recuperación luego de una crisis. De esta forma, implican la transmisión y multiplicación interna de los shocks que se originan en los mercados internacionales de capitales, y generan movimientos pendulares de la actividad económica y de los

precios de los activos, que se reflejan en una creciente vulnerabilidad financiera interna y en un uso promedio de recursos productivos significativamente por debajo de la frontera productiva.

Por otro lado, la característica volatilidad del tipo de cambio en los regímenes de libre fluctuación no constituye un problema exclusivamente cuando la fluctuación de los mercados es de corta duración, con un retorno recurrente a un equilibrio sostenible; pero constituye un problema grave cuando los ciclos son más largos, como los que han caracterizado el acceso de las economías emergentes a los mercados de capitales en las últimas décadas. En este caso, tiende a generar efectos perversos en la asignación de recursos, provocando “una enfermedad holandesa” de origen financiero. Más aun, políticas monetarias o crediticias anticíclicas, bajo regímenes cambiarios de libre flotación y cuentas de capital abiertas, aumentan las fluctuaciones cíclicas del tipo de cambio, con sus efectos riqueza e ingreso asociados. Esto debilita gravemente el objetivo de mediano plazo de penetrar los mercados externos con exportaciones no tradicionales y fortalece los efectos negativos, frente a los positivos de la reforma comercial.

En consecuencia, la capacidad de un régimen de tipo de cambio flexible para suavizar los efectos de los ciclos de auge-caída, inducidos externamente, depende de la posibilidad de administrar eficientemente una política monetaria y crediticia anticíclica sin promover movimientos cambiarios procíclicos. Esto es posible sólo con regímenes cambiarios de tipo intermedio, con regulación de la cuenta de capitales. Sólo entonces se puede disponer de una “autonomía monetaria” eficaz, aunque ciertamente limitada. Estos regímenes intermedios, de flexibilidad administrada, proporcionan la mejor posibilidad de satisfacer las dos exigencias que se imponen a la política cambiaria.

Como es evidente, estos regímenes pueden implicar costos y limitaciones que las autoridades deben tener en cuenta (véase capítulo I). Pero, a la luz de todas las consideraciones previas, los regímenes intermedios ofrecen una alternativa eficiente frente a una costosa volatilidad procíclica si es dejada operar libremente.

VII.1.4. EL AHORRO EXTERNO FINANCIERO TIENDE A COMPLEMENTAR (SUSTITUIR) AL AHORRO INTERNO

Hay una fuerte correlación entre los coeficientes de inversión y las tasas de crecimiento, con una interacción importante entre la acumulación de capital y el progreso técnico. La experiencia latinoamericana de las últimas décadas, sin embargo, muestra irrefutablemente que no es indiferente la forma en que se financie la inversión, ya que los fondos externos son inestables y pueden desplazar al ahorro interno. Además, los efectos inducidos sobre el tipo de cambio real por un financiamiento externo no sostenible suelen traducirse en una mala asignación de los recursos.

En las décadas de 1950 y 1960 las corrientes de capitales a los países en desarrollo estaban en su mayoría atadas a inversiones específicas, destinadas a préstamos oficiales para proyectos del sector público o financiaban importaciones de bienes de capital o activos reales mediante IED nueva. La naturaleza del financiamiento tendía a generar fuertes complementariedades entre el ahorro externo y el interno. Los préstamos de los bancos comerciales, en los años setenta, y principalmente las inversiones privadas de cartera en los noventa, han hecho que el vínculo entre el ahorro externo y la inversión interna se torne muy indirecto y débil.

Esta desconexión entre los movimientos del capital y la inversión productiva implica que: 1) los ingresos de capital financiero tienden a generar aumentos del consumo más bien que de la inversión; 2) las corrientes de capital no promueven necesariamente la capacidad del país beneficiario para generar divisas mediante la expansión de la capacidad del sector transable; y 3) se facilita la reversibilidad de la inversión externa, en la medida en que el financiamiento sea mediante pasivos externos líquidos o de corto plazo.

El primero de estos efectos se asocia con el hecho empírico de que los consumidores y los mercados de activos financieros tienden a reaccionar más rápidamente que los inversionistas productivos frente a la liberación de las restricciones de liquidez. Estos inversionistas reaccionan más lentamente dada la irreversibilidad y mayor tiempo de maduración de sus decisiones. No

obstante, una forma de inversión –la construcción– por lo general reacciona más rápidamente que otros tipos de formación de capital y, como lo certifican numerosas crisis inmobiliarias –como en Japón (en los ochenta), Tailandia (1997), Chile (1982)–, ese sector es más proclive a sobreinvertir debido a los efectos de la liquidez sobre los precios de los activos.

El comportamiento heterogéneo de diversos agentes explica por qué la estabilidad de los flujos afecta significativamente la relación entre el ahorro interno y externo. Uthoff y Titelman (1998) distinguen entre tendencia y desviaciones de la tendencia para el ahorro interno y el externo. Esto permite comprobar que suele existir un fuerte desplazamiento de ahorro interno por el externo cuando las corrientes de capitales son inestables: sobre su nivel de tendencia promedio, tienden a ser consumidas; por debajo de su nivel de tendencia, tienden a generar una brecha recesiva y la subutilización de capacidad productiva y, por lo tanto, de fuentes de ahorro nacional.

VII.1.5. LA REGULACIÓN Y LA SUPERVISIÓN PRUDENCIALES SON SUFICIENTES (INSUFICIENTES) PARA HACER FRENTE A LA VOLATILIDAD EXTERNA

La regulación y supervisión prudenciales deficientes o permisivas de las instituciones financieras locales refuerzan, evidentemente, los desequilibrios. Sin embargo, una reglamentación y supervisión fuertes no resuelven por sí mismas el problema. Primero, una gran proporción de los ingresos de capital usualmente no es intermediada por las instituciones financieras locales; Chile antes de la crisis de 1982 y Corea y México en los noventa son casos a mano (véase capítulo VI). Con la diversificación que se ha registrado en la oferta, la importancia de flujos de origen no bancario hacia deudores no bancarios ha crecido. Segundo, las expectativas son en sí mismas volátiles. Esta volatilidad involucra no sólo a los intermediarios financieros, sino también, como hemos visto, a las autoridades nacionales y las instituciones financieras internacionales. Así, la regulación y supervisión pueden influir en

el mecanismo de transmisión pero difícilmente pueden afectar la fuente de inestabilidad (la volatilidad de las expectativas). Por otro lado, los procedimientos normales (incluidos los criterios de Basilea I y II) tienen características procíclicas. En particular, las mayores provisiones resultantes de préstamos morosos, a su vez, retardan la reactivación económica. De esta forma, en los períodos de auge, las regulaciones estándares en la actualidad no logran reducir el gran incentivo a prestar, ya que los préstamos vencidos y las provisiones son bajas, los precios y las garantías están sesgadas al alza, y la reinversión del alto nivel de utilidades contribuye a captar el capital necesario para respaldar mayores colocaciones. Por el contrario, en los períodos de crisis crecen los préstamos vencidos y con ellos las provisiones, lo que reduce la capacidad para expandir las colocaciones, en un contexto en que las utilidades menores reducen también los fondos disponibles para aumentar la base de capital de los intermediarios financieros.

VII.2. Lecciones sólidas de políticas económicas

Hemos agrupado en cinco áreas las conclusiones y lecciones de políticas que hemos estado desarrollando en otros trabajos recientes.

VII.2.1. NIVEL Y COMPOSICIÓN DE LOS FLUJOS DE CAPITALES

CONSISTENTES CON LA CAPACIDAD DE ABSORCIÓN SOSTENIBLE DEL PAÍS

La eficiencia exige que la afluencia de capitales sea consistente con la capacidad de absorción del país receptor. Las fallas en este ámbito están en el centro de la reciente inestabilidad macroeconómica en las economías emergentes. La absorción debe estar referida, obviamente, tanto al uso como al crecimiento de la capacidad productiva. La composición de los flujos tiene una incidencia relevante en tres dimensiones. En primer lugar, la IED nueva (excluidas las compras de activos existentes) contribuye directamente a la formación de capital, al igual que créditos de lar-

go plazo para importaciones de equipos y maquinarias. En segundo lugar, los flujos volátiles tienden a impactar directamente en los mercados cambiarios, financieros e inmobiliarios; éstos están débilmente asociados a la formación de capital, que requiere financiamiento de largo plazo. En tercer lugar, los flujos de fondos en montos superiores a lo "normal" tienden a filtrarse hacia el consumo debido a que la relajación de las restricciones de liquidez encuentra una respuesta más rápida en los consumidores que en los agentes responsables de las inversiones productivas irreversibles.

Si se permite un exceso de "inversiones" en el mercado bursátil y el consumo de bienes importados, se crearán burbujas en las bolsas y desequilibrios en el sector externo, que tenderán a generar una creciente fragilidad. Particularmente, un incremento acelerado del endeudamiento externo neto de corto plazo y de pasivos líquidos, resulta en una mayor vulnerabilidad. Por su parte, flujos de largo plazo altos y estables junto a una formación de capital dinámica tienden a incrementar una capacidad de absorción eficiente. En estas condiciones, de composición y estabilidad, la economía interna puede absorber eficientemente un mayor volumen de flujos de capitales.

La experiencia reciente ha evidenciado que permitir que un mercado dominado por agentes con horizontes cortos determine el volumen y la composición de los flujos de capital puede llevar a que las economías emergentes terminen pagando un costo muy alto en términos de crecimiento mediocre y desigualdad. Por tal motivo, los costos microeconómicos asociados con el uso de estos instrumentos de regulación deberían ser ponderados con los beneficios sociales en términos de estabilidad macroeconómica, nivel de inversión y tasa de crecimiento del PIB. Hay diversas formas de hacer una regulación efectiva y eficiente, funcionales para un mayor y más sostenido crecimiento económico; Chile, China, la India y Taiwán, entre otros, así lo probaron en los años noventa.

VII.2.2. EVITAR MACROPRECIOS Y COEFICIENTES DESALINEADOS E INSOSTENIBLES

Las autoridades económicas deben crear las condiciones necesarias para que los flujos de capital no generen precios desalineados (*outlier*) o distorsiones significativas en los indicadores macroeconómicos básicos, tales como tasas de interés y tipos de cambio, demanda agregada, composición del gasto entre consumo e inversión, y producción de bienes comerciables. Aumentar artificialmente la capacidad de absorción de capitales con una apreciación excesiva y bajas tasas de interés normalmente termina en un ajuste recesivo costoso. Primero, una apreciación real del tipo de cambio durante los auges tiende a distorsionar la asignación de la inversión, debilitando seriamente el objetivo de incrementar estructuralmente la competitividad de las exportaciones. Segundo, si la inversión productiva reacciona rezagada y los mercados financieros internos permanecen incompletos y mal supervisados, las entradas de capitales no podrán ser absorbidas eficientemente por la economía interna y se filtrarán hacia inversión ineficiente o hacia el consumo de importaciones, desplazando el ahorro nacional.

Un rasgo interesante de la gestación de las crisis financieras modernas es el “sobrecalentamiento” que se ha producido, frecuentemente, en paralelo con una reducción en las tasas de inflación (facilitada por la apreciación cambiaria resultante de déficit externos crecientes). En este sentido, los países han alcanzado la estabilidad de precios, mejores expectativas de los consumidores y mayor empleo (un mejor entorno interno transitoriamente), a expensas de desequilibrios reales en el frente externo. Un caso notable es el de la Argentina en 1996-97, con cero inflación y una vigorosa recuperación económica (su PIB creció 6,7% en promedio durante ese bienio). Luego, la Argentina sufrió una recesión de cuatro años, con una caída acumulada de su producción de 18% en 1999-2002. El valor actualizado de los buenos y malos años deja un balance deplorable.

Bajo los dos regímenes cambiarios extremos se tienden a desequilibrar otras variables importantes. Resulta arriesgado perma-

necer atado a una tasa nominal fija o pasar a la dolarización plena salvo en aquellos países que constituyan un área monetaria óptima con los Estados Unidos. Como hemos visto, un tipo de cambio con flexibilidad plena implica un precio de la divisa inestable, determinado por las decisiones de los agentes financieros de corto plazo. Sistemas cambiarios intermedios –que pueden ser extremadamente diversos– son generalmente preferibles, por su utilidad ante la demanda dual –de equilibrios externos e internos– que enfrentan hoy los regímenes cambiarios de las EE.

VII.2.3. ADOPTAR UNA REGULACIÓN SELECTIVA FLEXIBLE

Abrir la cuenta de capital en forma indiscriminada ha sido prematuro y debería haber sido pospuesto, admitiéndose sólo avances selectivos hasta generar un proceso de largo plazo en el que otras reformas importantes fueran consolidadas y se hubieran formado nuevos precios de equilibrio. La lección que dejan estas experiencias es que durante un ajuste estructural, con cuentas de capital abiertas (especialmente cuando el financiamiento internacional es abundante) los flujos de capital pueden incrementarse muy rápidamente y producir efectos macroeconómicos y sectoriales desestabilizadores, así como retrocesos sustanciales en la equidad social.

De hecho, las recientes experiencias críticas en varias EE certifican que es prudente desalentar, mediante regulaciones macroeconómicas prudenciales, la acumulación de pasivos externos de corto plazo o líquidos.

Se ha argumentado que la regulación sobre las entradas de capitales eleva las tasas de interés internas y afecta las condiciones de financiamiento para las PYME. Evidentemente, el primer efecto es verdadero bajo coyunturas no críticas. Más aún, aquellas regulaciones están dirigidas, precisamente, a suavizar el exceso de oferta de moneda extranjera y así evitar el empeoramiento de los equilibrios macroeconómicos que podría sembrar la próxima crisis. Sin embargo, para las PYME los costos por una mayor tasa de interés en los períodos expansivos son más que compensados por los

beneficios de operar en una economía más estable. Primero, está bien comprobado que las crisis tienen un impacto regresivo (véanse Caballero, 2000; Lustig, 2000; Rodrik, 2001a), pues castigan más duramente a las PYME y a los trabajadores de menores ingresos que a las grandes firmas locales y a las empresas transnacionales. Segundo, si las regulaciones son efectivas (como lo fueron en Chile) la economía opera más cerca del producto potencial, con una alta tasa de utilización que genera, a su vez, una mayor inversión. De hecho, Chile en 1990-97 logró un crecimiento histórico de su PIB potencial, una brecha de producto muy pequeña y una tasa de inversión notablemente elevada (10 puntos porcentuales por sobre la tasa promedio registrada durante los 16 años de la dictadura de Pinochet; véase Ffrench-Davis, 2004, capítulo I). Es difícil sostener que es mejor para las PYME una economía cíclica que una economía capaz de evitar, mediante un conjunto de políticas macroeconómicas activas, el sobrecalentamiento y posterior recesión.

El objetivo de crecimiento económico sostenido, en un entorno de flujos de capitales volátiles, requiere el uso de una batería de instrumentos, que incluye: 1) regulaciones prudenciales de la cuenta de capitales, basadas en mecanismos que afectan los precios relativos para desalentar los flujos especulativos y mejorar la estructura de vencimientos de los pasivos externos (instrumentos tales como el encaje que aplicaron Chile y Colombia); 2) una banda cambiaria reptante con intervención intramarginal o una flexibilidad administrada; 3) la esterilización de los efectos monetarios de los flujos de capitales para lograr consistencia entre la demanda efectiva y el PIB potencial; 4) una rigurosa regulación y supervisión prudencial del sistema financiero, dotada de incentivos anticíclicos; 5) regulación de los egresos de capitales por parte de agentes locales, en particular de los inversionistas institucionales; y 6) sólidas cuentas fiscales con mecanismos contracíclicos. Para conciliar las entradas de capitales con la capacidad de absorción de la economía (y lograr que complementen el ahorro nacional) es necesario, además, una administración flexible de todos estos instrumentos de política, calibrados en función de los cambios en la oferta de fondos externos; esto implica un uso efectivamente contracíclico. Como se ha expuesto antes, hay creciente evi-

dencia de que mientras mayor es la inestabilidad de los flujos (o desviación de su tendencia), menor es la proporción de ellos que se destina a la inversión productiva.

Debe destacarse que el solo uso de un mecanismo como el encaje (o cualquier otra política que incremente el costo del endeudamiento externo), aunque crucial, no es suficiente para evitar ataques especulativos cuando se prevén grandes fluctuaciones cambiarias. Por supuesto, esto implica que es necesario evitar acumular desequilibrios en el tipo de cambio, así como cambios bruscos en el entorno macroeconómico. Frecuentemente, cuando se ha acumulado una apreciación cambiaria significativa, las autoridades se sienten obligadas a esperar el advenimiento de una coyuntura recesiva (con una alta brecha de producto) para realizar la corrección cambiaria mediante una depreciación real. Los casos de la Argentina, Brasil, Chile y México en los años noventa ilustran bien esta dinámica ineficiente donde es preciso incurrir en un costo real para corregir un precio fuera de línea. La lección es que los costos pueden ser evitados si se aplican políticas contracíclicas *ex ante* para impedir una apreciación excesiva y la acumulación significativa de pasivos externos líquidos (véase VII.2.6, más adelante).

VII.2.4. EVITAR EL SÍNDROME DEL DOBLE ELECTORADO

La integración de los mercados de capitales tiene profundas implicaciones sobre la gobernabilidad, sobre el espacio para las políticas internas y sobre la conformación del “electorado” al cual los gobiernos nacionales responden. La creciente complejidad y sendero regido por la globalización económica está aumentando la distancia entre quienes toman las decisiones (autoridades y agentes financieros) y quienes sufren sus consecuencias (trabajadores, empresas, las arcas fiscales). Los gobiernos de los países en desarrollo enfrentan una creciente dualidad, preocupante para la democracia, en cuanto al electorado que ellos consideran al tomar sus decisiones.

En efecto, muchos líderes políticos de los países emergentes

están viviendo un “síndrome del doble electorado” (Pietrobelli y Zamagni, 2000):¹⁰⁸ por un lado, las autoridades políticas son elegidas por los ciudadanos de sus países y se comprometen a aplicar un programa diseñado con anterioridad a su elección, y, por otro, buscan –después de haber sido elegidas democráticamente– el apoyo de aquellos que “votan” por sus inversiones financieras (no necesariamente inversiones productivas, o incluso a expensas de éstas). Los ciclos recientes en los mercados financieros han revelado una notoria contradicción entre ambos planos, en una suerte de juego de suma negativa, con extensas brechas de producción y una formación de capital deprimida.

Con el surgimiento de instituciones nacionales independientes y “autónomas”, tales como bancos centrales, se debe tener un cuidado especial en evitar su independencia respecto de los gobiernos elegidos democráticamente y de los procesos democráticos, junto con una pobre rendición de cuentas a la sociedad a la que pertenecen. Algunas veces, esta particular “independencia” aparece emparejada con una alta “dependencia” de las opiniones e intereses particulares de los mercados financieros internacionales. Como resultado, una tendencia general ha sido el dominio de la macroeconomía financierista a expensas de los equilibrios macroeconómicos reales.

VII.2.5. REFORMA DEL ENTORNO INTERNACIONAL PARA UNA GLOBALIZACIÓN MÁS EFICIENTE Y BALANCEADA

La “governabilidad” de los mercados financieros –nacionales e internacionales– es un elemento clave para el futuro de la economía mundial. Un factor común en las crisis recientes ha sido la gran volatilidad del segmento de más rápido crecimiento en los mercados de capitales internacionales: los flujos especulativos y de corto plazo. Las sucesivas ondas de sobreexpansión, seguidas por

¹⁰⁸ La economía política de la dimensión financiera internacional en mercados emergentes se examina en Santiso (2003).

pánico financiero, indican que el mercado tiende, primero, a crecer y, luego, a contraerse, más de lo que es explicado por los fundamentos macroeconómicos. Estos rasgos son inconsistentes con una globalización eficiente y balanceada. Hay más energía gastada en resolver crisis que en evitarlas (Martin, 1997). En este sentido, debe enfatizarse que si bien ha habido evidentes deficiencias en la regulación prudencial de los mercados financieros nacionales de la mayoría de los países afectados por las crisis, es todavía más notoria la falta de instituciones internacionales adecuadas para monitorear un mercado financiero tan sofisticado e inestable (CEPAL, 2001; Naciones Unidas, 1999; Griffith-Jones, 2001; Ocampo, 2002).

VII.2.6. EL FOCO CENTRAL DE UNA POLÍTICA CONTRACÍCLICA CONSISTE EN UN MANEJO PRUDENCIAL DE LOS AUGES

Al finalizar esta Tercera Parte, queremos enfatizar que el foco de atención de las instituciones nacionales e internacionales debería ser, principalmente, el manejo del *boom* económico, más que el manejo de las crisis. Es un hecho que, generalmente, las crisis son la consecuencia inevitable de situaciones de auges económicos mal administrados. Las instituciones y los instrumentos existentes no han sido efectivos en advertir sobre turbulencias inminentes y más bien han tendido a alentar *booms* insostenibles. Consecuentemente, resulta particularmente relevante el diseño de un marco regulatorio coherente y la adopción de políticas macroeconómicas preventivas, que tienen por objeto controlar los *booms* antes de que éstos se vuelvan insostenibles.

Las externalidades, la naturaleza de los principales agentes financieros (*cortoplacistas* por entrenamiento e incentivos) y otras imperfecciones de los mercados de capitales internacionales, dan lugar a ciclos frecuentes de abundancia y escasez de recursos y a crisis sistémicas. En consecuencia, es siempre aconsejable que los gobiernos ejerzan con prudencia su política respecto de los flujos de capitales, con el fin de promover una coyuntura en la que su monto total y los principales componentes sean compatibles con la estabi-

lidad macroeconómica, se asocien a la inversión productiva y a una creciente competitividad sistémica. Si el tamaño y composición de los flujos no son consistentes con esos requisitos, tarde o temprano su sustentabilidad se verá amenazada, haciendo inevitable recurrir a ajustes nacionales socialmente costosos. Los riesgos asociados al nivel y calidad de la capacidad de absorción interna son característicos de una economía en desarrollo, con diversos mercados incompletos, y se agravan ante shocks externos abruptos provenientes de los mercados financieros internacionales.

Con frecuencia se ha registrado esa inconsistencia entre los flujos de capital y los objetivos de estabilidad macroeconómica real, con un crecimiento económico sostenido y la equidad social; por lo tanto, se justifica un sistema de regulación pública, directo o indirecto, para influir en el volumen y composición de esos flujos. Se trata de lograr que el funcionamiento del mercado resulte efectivamente amigable para el crecimiento económico y la equidad. Ha habido numerosas experiencias pasadas, con éxito y sin éxito, en la aplicación de este enfoque. En todo caso, los costos derivados del control de los flujos de capital deben compararse con los beneficios sociales generales desde el punto de vista de la estabilidad macroeconómica, la inversión y el crecimiento, así como con la factibilidad y confiabilidad de otras formas posibles de alcanzar el mismo objetivo.

La preocupación con respecto a los riesgos asociados con los mercados financieros, como la generación de "burbujas" especulativas y el desplazamiento del ahorro nacional, implica la necesidad de adoptar mecanismos reguladores y de supervisión para asegurar la estabilidad de las instituciones que operan en los mercados de capitales. Esos mecanismos son particularmente fundamentales en las economías abiertas, de libre mercado. El fortalecimiento de la supervisión y regulación puede aminorar los riesgos mencionados y contribuir a que el proceso de atracción de inversiones de cartera del exterior sea más estable y, así, pueda ser utilizado más eficientemente para el desarrollo (CEPAL, 1998, capítulo XII; 2001). Naturalmente, una regulación eficaz debe considerar no sólo el plano microeconómico, sino también el macroeconómico, para asegurar que el nivel y la composición de los flujos

de capitales sean compatibles con una estabilidad macroeconómica para el desarrollo.

La volatilidad también tiene cierta asociación con las burbujas generadas en el interior de los países desarrollados, con las insuficiencias en la coordinación macroeconómica entre las naciones más influyentes en los mercados mundiales y con las limitaciones y fallas de las instituciones internacionales encargadas de empujar –a escala global– la regulación, la coordinación de políticas y la estabilidad macroeconómica real. Las políticas actuales no están a tono con la necesidad de un proceso de globalización más funcional para la convergencia del crecimiento económico y la equidad entre los países en desarrollo, las economías emergentes y el primer mundo.

Referencias bibliográficas

- Agosin, M. (1998), "Entrada de capitales y desempeño de la inversión: Chile en los años noventa", en Ffrench-Davis y Reisen (1998).
- (2001), "Corea y Taiwán ante la crisis financiera asiática", en Ffrench-Davis (2001).
- y R. Ffrench-Davis (2001), "Managing Capital Inflows in Chile", en Griffith-Jones, S., M. Montes y A. Nasution (eds.), *Short-Term Capital Flows and Economic Crises*, Nueva York, Oxford University Press y United Nations University, World Institute for Development Economics Research (UNU/WIDER).
- Akyüz, Y (1998), "The East Asian financial crisis: Back to the future?", en Jomo (1998).
- Altimir, O. (2004), "Distributive tensions under the new economic order", en G. Indart (ed.), *Economic Reforms, Growth and Inequality in Latin America: Essays in Honor of Albert Berry*, Aldershot, Ashgate.
- Amsden, A. H. (2001), *The rise of "the rest": challenges to the West from late-industrializing economies*, Nueva York, Oxford University Press.
- Arrow, K. (1974), "Limited Knowledge and Economic Analysis", *The American Economic Review*, vol. LXIV, n° 1, marzo; y en Ffrench-Davis (1981, vol. I).
- Bacha, E. y C. Díaz-Alejandro (1983), "Los mercados financieros: una visión desde la semiperiferia", en Ffrench-Davis (1983).
- Baig, I. y T. Goldfajn (2000), "The Russian default and the contagion to Brazil", *IMF Working Paper* n° 00/160, Washington, Fondo Monetario Internacional.
- Balassa, B. (1981a), *Newly Industrializing Countries in the World Economy*, Nueva York, Pergamon Press.
- (1981b), "Tipo de cambio y paridad del poder adquisitivo: una reevaluación", en Ffrench-Davis (1981, vol. II).
- Ball, L. (1999), "Policy Rules for Open Economies," en J. Taylor (ed.), *Monetary Policy Rules*, Chicago, University of Chicago Press.
- Banco Mundial (1997), *The Long March: a Reform Agenda for Latin America and the Caribbean in the Next Decade*, Washington.

- (2003), *Inequality in Latin America & the Caribbean: Breaking with History?*, Washington.
- Baumann, R. (2002), ed., *Brazil in the 1990s*, Londres, Palgrave Macmillan.
- Berry, A. y C. Ruiz (2003), "Firm Size and the Impacts of Financial Liberalization and Integration", en A. Berry y G. Indart (eds.), *Critical Issues in International Financial Reform*, New Brunswick, Transaction Publishers.
- Barro, R. y X. Sala-i-Martin (2004), *Economic growth*, Segunda edición, Cambridge, The MIT Press.
- Bhagwati, J. (1981), "Teoría y práctica de la política comercial", en Ffrench-Davis (1981, vol. I).
- (1998), "The capital myth: The difference between trade in widgets and dollars", *Foreign Affairs*, mayo-junio.
- (2004), *In Defense of Globalization*, Nueva York, Oxford University Press.
- Bielschowsky, R. (1998), "Evolución de las ideas de la CEPAL", *Revista de la CEPAL*, Número extraordinario: CEPAL cincuenta años, octubre.
- BID (1997), *América Latina tras una década de reformas*, *Progreso económico y social*, Informe 1997, Washington.
- (2004), *Se buscan buenos empleos: los mercados laborales en América Latina*. *Progreso económico y social*, Informe 2004, Washington.
- Bordo, M., A. Taylor y J. Williamson (2003), eds., *Globalization in Historical Perspective*, Chicago, The University of Chicago Press.
- Bourguignon, F. y Ch. Morrison (2002), "Inequality Among World Citizens: 1820-1992", *American Economic Review*, septiembre.
- Bouzas, R. (2005), "El nuevo regionalismo: una mirada menos benevolente", *Revista de la CEPAL*, Núm 85, Santiago de Chile.
- Bouzas, R. y S. Keifman (2003), "Making trade liberalization work", en Kuczynski y Williamson (2003).
- Bouzas, R. y R. Ffrench-Davis (2005), "Globalización y políticas nacionales: ¿cerrando el círculo?", *Desarrollo Económico*, Buenos Aires, julio-septiembre.
- Bradford, C. (1992), "The East Asian Development Experience", en E. Grilli y D. Salvatore (eds.), *Handbook of Economic Development*, North Holland Press, Amsterdam.
- Budnevich, C. (2003), "Countercyclical fiscal policy: a review of the literature, empirical evidence and some policy proposals", en Ffrench-Davis y Griffith-Jones (2003).
- Buitelaar, R., R. Padilla, y R. Urrutia (1999), "Industria maquiladora y cambio técnico", *Revista de la CEPAL*, n^o 67, abril.
- Caballero, R. (2000), "Macroeconomic volatility in Latin America: a conceptual framework and three case studies", *Economía*, vol. 1, n^o 1, otoño.
- y V. Corbo (1990), "The Effect of Real Exchange Rate Uncertainty on Exports: Empirical Evidence", *The World Bank Economic Review*, 3, Washington.

- Calvo, G. (1998), *Contagion and Sudden Stops*, mimeo, UNDP, Nueva York, noviembre.
- y E. Mendoza (2000), “Rational contagion and the globalization of securities markets”, *Journal of International Economics*, 51.
- , E. Leiderman y C. Reinhart (1993), “Capital Inflows and Real Exchange Rate Appreciation in Latin America: The Role of External Factors”, *IMF Staff Papers*, vol. 40, n° 1, Washington, FMI, marzo.
- Camdessus (1997), “Toward a New Generation of Structural Reforms in Latin America”, FMI, junio.
- Cárdenas, E., J. A. Ocampo, y R. Thorp (2000), *An Economic History of the Twentieth-Century Latin America*, vol. 3, Londres, Palgrave.
- Cardoso, F. H. (1977), “La CEPAL, la idea de desarrollo y el comercio internacional”, *Revista de la CEPAL*, n° 4, primavera; y en Ffrench-Davis (1981, vol. II).
- CEPAL (1992), *Equidad y transformación productiva: un enfoque integrado*, Santiago, Naciones Unidas, abril.
- (1998), *Políticas para mejorar la inserción en la economía mundial*, segunda edición, Santiago, CEPAL/Fondo de Cultura Económica.
- (2001), *Crecer con estabilidad. El financiamiento del desarrollo en el nuevo contexto internacional*, Bogotá y México, Alfaomega/CEPAL.
- (2002), *Globalización y desarrollo*, Santiago, Naciones Unidas. Una versión abreviada fue publicada como J. A. Ocampo y J. Martín (eds.), *Globalización y desarrollo: una reflexión desde América Latina y el Caribe*, Bogotá, CEPAL/Banco Mundial/Alfaomega, 2003.
- (2004a), *Desarrollo productivo en economías abiertas*, Santiago, Naciones Unidas.
- (2004b), *Estudio económico de América Latina y el Caribe 2003-2004*, Santiago, Naciones Unidas.
- (2004c), *Panorama social de América Latina 2004*, Santiago, Naciones Unidas.
- (2004d), *Balance preliminar de las economías de América Latina y el Caribe 2004*, Santiago, Naciones Unidas.
- Corbo, V., O. Landerretche y K. Schmidt-Hebbel (2002), “Does inflation targeting make a difference?”, en Loayza y Soto (2002).
- Corden, M. (1972), “Economies of Scale and Customs Union Theory”, *Journal of Political Economy*, vol. 80, n° 3, Chicago, mayo-junio.
- Culpeper, R. (1995), “La reanudación de las corrientes privadas de capital hacia América Latina: el papel de los inversionistas norteamericanos”, en Ffrench-Davis y Griffith-Jones (1995).
- Damill, M., R. Frenkel y M. Rapetti (2005), “La deuda argentina: historia, default y reestructuración”, Buenos Aires, CEDES, abril.
- Dean, J. (1998), “Why Left-Wing Moralists and Right-Wing Academics Are Wrong about Asia”, *Challenge*, marzo-abril.

- De Long, J. B. y L. Summers (1991), "Equipment investment and economic growth", *Quarterly Journal of Economics*, vol. 106, n° 2, Cambridge.
- Devlin, R. (1989), *Debt and Crisis in Latin America: The Supply Side of the Story*, Princeton, Princeton University Press.
- y R. Ffrench-Davis (1999), "Hacia una evaluación de la integración regional en América Latina", *Comercio Exterior (México, DF)*, vol. 49, n° 11, noviembre.
- y P. Giordano (2004), "The old and new regionalism: benefits, costs, and implications for the FTAA", en Estevadeordal *et al.* (2004).
- Díaz-Alejandro C. (1981), "Las políticas de comercio exterior y el desarrollo económico", en Ffrench-Davis (1981, vol. I).
- (1985), "Good-bye Financial Repression, Hello Financial Crash", *Journal of Development Economics*, vol. 19, n° 1/2, Amsterdam, december; y en A. Velasco (ed.), *Trade, Development and the World Economy: Selected Essays of Carlos F Díaz-Alejandro*, Oxford, Basil Blackwell, 1988.
- Dodd, R. (2003), "Derivatives, the shape of international capital flows and the virtues of prudential regulation", en Ffrench-Davis y Griffith-Jones (2003).
- Dornbusch, R. (1983), "Apertura financiera y sus efectos en el desarrollo nacional", en Ffrench-Davis (1983).
- Easterly, W. (2001), "The lost decades: developing countries stagnation in spite of policy reform", Banco Mundial, febrero.
- y R. Levine (2002), "It's not factor accumulation: stylized facts and growth models", en N. Loayza y R. Soto (eds.), *Economic growth: sources, trends and cycles*, Santiago, Banco Central de Chile.
- y L. Servén (2003), *The limits of stabilization: infrastructure, public deficits and growth in Latin America*, California, Stanford University Press.
- , R. Islam y J. Stiglitz (2001), "Volatility and Macroeconomic Paradigms for Rich and Poor Countries", en J. Drèze (ed.), *Advances in Macroeconomic Theory*, Londres, IEA/Palgrave.
- , N. Loayza y P. Montiel (1997), "Has Latin America's Post-Reform Growth been Dissappointing?", *Policy Research Working Papers* n° 1708, Washington, Banco Mundial.
- Eatwell, J. (1997), "International Capital Liberalization: The Impact on World Development", en *Estudios de Economía*, vol. 24, n° 2, Santiago.
- Edwards, S. (1989), "The Order of Liberalization of the Current and Capital Accounts of the Balance of Payments", *Essays in International Finance*, n° 156, Nueva Jersey, Princeton University.
- (1995), *Crisis and Reform in Latin America: From Despair to Hope*, Nueva York, World Bank/Oxford University Press.
- Eichengreen, B. (2003), *Capital Flows and Crises*, Cambridge, The MIT Press.
- Estevadeordal, A., D. Rodrik, A. Taylor, y A. Velasco (2004), eds., *Integrating the Americas: FTAA and Beyond*, Cambridge, Harvard University, Rockefeller Center for Latin American Studies.

- Fajnzylber, R. (1990), "La industria en América Latina: de la caja negra al casillero vacío", *Cuadernos de la CEPAL*, n° 60, Santiago.
- Fanelli, J. M. (2003), "Micro-macro interactions, competitiveness and sustainability", en A. Dutt y J. Ros (eds.), *Development Economics and Structuralist Macroeconomics*, Aldershot, Edward Elgar.
- y R. Frenkel (1994), "Macroeconomic Policies for the Transition from Stabilization to Growth", en C. Bradford (ed.), *The New Paradigm of Systemic Competitiveness: Toward More Integrated Policies in Latin America*, París, Centro de Desarrollo de la OCDE.
- y J. L. Machinea (1995), "El movimiento de capitales en la Argentina", en Ffrench-Davis y Griffith-Jones (1995).
- Feldstein, M. y C. Horioka (1980), "Domestic Saving and International Capital Flows", *Economic Journal* 9.
- Ffrench-Davis, R. (1979), *Economía internacional: teorías y políticas para el desarrollo*, México, Fondo de Cultura Económica; segunda edición, 1985.
- (1980), "Distorsiones del mercado y teoría de las uniones aduaneras", *Integración Latinoamericana*, n° 44, Buenos Aires, marzo.
- (1981), ed., *Intercambio y Desarrollo*, vols. I y II, Lecturas de *El Trimestre Económico*, n° 38, México, Fondo de Cultura Económica.
- (1982), "Deuda externa y balanza de pagos de América Latina: tendencias recientes y perspectivas", en *Progreso económico y social en América Latina*, Washington, Banco Interamericano de Desarrollo.
- (1983), ed., *Relaciones financieras externas. Su efecto en la economía latinoamericana*, Lecturas de *El Trimestre Económico*, n° 47, México, Fondo de Cultura Económica-CIEPLAN.
- (2001), ed., *Crisis financieras en países exitosos*, Santiago, CEPAL/McGraw-Hill Interamericana.
- (2003), "Financial crises and national policy issues: An overview", en Ffrench-Davis y Griffith-Jones (2003).
- (2004), *Entre el neoliberalismo y el crecimiento con equidad: tres décadas de política económica en Chile*, tercera edición, Buenos Aires, Siglo XXI editores Argentina. También publicado por J. C. Sáez Editor, Santiago, 2003.
- (2005a), ed., *Crecimiento esquivo y volatilidad financiera*, Bogotá, Mayol.
- (2005b), "Macroeconomía para el crecimiento y globalización financiera: cuatro temas estratégicos", en Ffrench-Davis (2005a).
- (2005c), *Macroeconomía, comercio y finanzas: para reformar las reformas en América Latina*, segunda edición, Bogotá, Mayol.
- y S. Griffith-Jones (1995), eds., *Las nuevas corrientes de capitales hacia la América Latina: fuentes, efectos y políticas*, México y Santiago, Fondo de Cultura Económica.
- y S. Griffith-Jones (2003), eds., *From Capital Surges to Drought*, Londres, Palgrave Macmillan.

- y G. Larraín (2003), “How optimal are the extremes? Latin American exchange rate policies during the Asian Crisis”, en Ffrench-Davis y Griffith-Jones (2003).
- y J. A. Ocampo (2001), “Globalización de la volatilidad financiera: desafíos para las economías emergentes”, en Ffrench-Davis (2001).
- y H. Reisen (1998), eds., *Flujos de capital e inversión productiva: lecciones para América Latina*, segunda edición, Santiago, McGraw-Hill.
- y H. Tapia (2001), “Tres variedades de políticas en Chile frente a la abundancia de capitales”, en Ffrench-Davis (2001).
- y H. Tapia (2004), “Macroeconomic policies for emerging economies in an era of globalization”, en J. Stiglitz, R. Ffrench-Davis y D. Nayar (eds.), *Macroeconomic Policies*, Oxford University Press, IPD, Londres y Nueva York, en prensa.
- y H. Tapia (2005), “The Chilean-style of capital controls: An empirical assessment”, *Documento de Trabajo*, CEPAL, junio.
- y L. Villar (2005), “Estabilidad macroeconómica real y la cuenta de capitales en Chile y Colombia”, en Ffrench-Davis (2005a).
- O. Muñoz y G. Palma (1997), “Las economías latinoamericanas, 1950-1990”, en L. Bethell (ed.), *Historia de América Latina. II. Economía y sociedad desde 1930*, Barcelona, Crítica/Grijalbo (*Cambridge History of Latin America*).
- Fischer, S. (1993), “The role of macroeconomic factors in growth”, *Journal of Monetary Economics*, vol. 32, n° 3.
- Financial Stability Forum (2000), “Report of the Working Group”, Basilea, BIS (Banco de Pagos Internacionales).
- FMI (1998), *International Capital Markets*, Washington, septiembre.
- Forbes, K. (2003), “One cost of the Chilean capital controls: increased financial constraints for smaller traded firms”, *NBER Working Paper* n° 9777, junio.
- Frenkel, R. (2003), “Globalización y crisis financieras en América Latina”, *Revista de la CEPAL*, n° 80, agosto.
- (2004), “From the boom in capital inflows to financial traps”, *Documento de Trabajo*, IPD, Nueva York, Universidad de Columbia.
- Fritsch, W. y G. Franco (1993), “The Political Economy of Trade and Industrial Policy Reform in Brazil in the 1990s”, *Reformas de Políticas Públicas*, n° 6, Santiago, CEPAL, junio.
- Furman, J. y J. Stiglitz (1998), “Economic Crises: Evidence and Insights from East Asia”, *Brookings Papers on Economic Activity*, n° 2, Washington, Brookings Institution Press.
- Ganuzza, E., R. Paes de Barros, L. Taylor, y R. Vos (2001), *Liberalización, desigualdad y pobreza: América Latina en los noventa*, Buenos Aires, Editorial Universitaria.

- Gelb, S. (2005) "Macroeconomics in post-apartheid South Africa: Real growth versus financial stability", en R. Ffrench-Davis (ed.), *Seeking Growth Under Financial Volatility*, Londres, Palgrave Macmillan.
- Griffith-Jones, S. (1998), *Global Capital Flows, Should They Be Regulated?*, Londres, Macmillan.
- (2001), "Una arquitectura financiera internacional para prevenir las crisis", en Ffrench-Davis (2001).
- (2003), "Capital flows to emerging economies: does the Emperor have clothes", en Ffrench-Davis y Griffith-Jones (2003).
- y A. Persaud, con S. Spratt y M. Segoviano (2005), "Basilea II: su impacto en los mercados emergentes y su economía política", en Ffrench-Davis (2005a).
- Griliches, Z. y D. Jorgenson (1967), "The explanation of productivity change", *Review of Economic Studies*, 34, julio.
- Gurría, A. (1995), "Corrientes de capital: el caso de México", en Ffrench-Davis y Griffith-Jones (1995).
- Hausmann, R. y M. Gavin (1996), "Securing Stability and Growth in a Shock-Prone Region: The Policy Challenge for Latin America", en R. Hausmann y H. Reisen (eds.), *Securing Stability and Growth in Latin America*, París, OCDE.
- Harberger, A. (1985), "Observations on the Chilean economy, 1973-83", *Economic Development and Cultural Change* 33, abril.
- Hawkins, J. (2003), "International Bank Lending: Water Flowing Uphill?", en Ffrench-Davis y Griffith-Jones (2003).
- Held, G. (1994), "¿Liberalización o desarrollo financiero?", *Revista de la CEPAL*, nº 54, Santiago, diciembre.
- Helleiner, G. (1997), "Capital Account Regimes and the Developing Countries", en *International Monetary and Financial Issues for the 1990s*, vol. VIII, Ginebra, UNCTAD.
- Herrera, C. (1992), "La apertura gradual en Costa Rica a partir de 1983", *Pensamiento Iberoamericano*, nº 21, Madrid, enero-junio.
- Hnatkovska, V. y N. Loayza (2003), "Volatility and growth", Banco Mundial, agosto.
- Heymann, D. (2000), "Grandes perturbaciones macroeconómicas, expectativas y respuestas de políticas", *Revista de la CEPAL*, nº 70, abril.
- Hofman, A. (2000), *The economic development of Latin America in the twentieth century*, Cheltenham, Edward Elgar.
- Hofman, A. y H. Tapia (2004), "Potential output in Latin America: a standard approach for 1950-2002", CEPAL, julio.
- IEO/FMI (2005), "Appraisal of capital account opening", Washington, Independent Evaluation Office.
- Jomo, K. S. (1998) (ed.), *Tigers in Trouble: Financial Governance, Liberalisation and Crises in East Asia*, Londres, Zed Books.

- Kaplan, E. y D. Rodrik (2001), "Did the Malaysian capital controls work?", *NBER Working Paper* n° 8142, Cambridge.
- Katz, J. (2000), *Reformas estructurales, productividad y conducta tecnológica*, Santiago, CEPAL/Fondo de Cultura Económica.
- Kindleberger, C. (1978), *Manias, Panics and Crashes*, Nueva York, Basic Books.
- Kochhar, K., L. Dicks-Mireaux, B. Horvath, M. Mecagni, E. Offerdal y J. Zhou (1996), "Thailand – The Road to Sustained Growth", *Occasional Paper*, 146, Washington, FMI, diciembre.
- Krugman, P. (1988), "La nueva teoría del comercio internacional y los países menos desarrollados", *El Trimestre Económico*, n° 217, enero-marzo.
- (1990a), *The Age of Diminished Expectations*, Cambridge, The MIT Press.
- (1990b), *Rethinking international trade*, Cambridge, The MIT Press.
- (1999), "Balance sheets, the transfer problem, and financial crises", en P. Izard, A. Razin y A. Rose (eds.), *International Finance and Financial Crises*, Dordrecht, Países Bajos, Kluwer.
- (2000), "Crises: The price of globalization?", en Federal Reserve Bank of Kansas City, *Symposium on Global Economic Integration: Opportunities and Challenges*, Wyoming, Jackson Hole.
- Kuczynski, P-P. y J. Williamson (2003), eds., *After the Washington Consensus: Restarting Growth and Reform in Latin America*, Washington, Institute for International Economics.
- Kuwayama, M. y J. Durán, (2003), "La calidad de la inserción internacional de América Latina y el Caribe en el comercio mundial", *Serie Comercio Internacional*, n° 26, Santiago, mayo.
- Le Fort, G. y S. Lehmann (2003), "El encaje y la entrada neta de capitales: Chile en el decenio de 1990", *Revista de la CEPAL*, n° 81, diciembre, Santiago.
- Leiva, P. (2004), *The Strategic Association Chile-European Union*, Santiago, CELARE.
- Lessard, D. y J. Williamson (1987), *Capital Flight*, Washington, Institute for International Economics.
- Loayza, N. y R. Soto (2002), eds., *Inflation targeting: design performance, challenges*, Santiago, Banco Central de Chile.
- P. Fajnzylber, y C. Calderón (2004), "Economic growth in Latin America and the Caribbean: stylized facts, explanations and forecasts", *Documento de Trabajo* n° 265, Santiago, Banco Central de Chile, junio.
- Lustig, N. (1997), "Los Estados Unidos al rescate: la asistencia financiera a México en 1982 y 1995", *Revista de la CEPAL*, n° 61, abril.
- (2000), "Crises and the Poor: Socially Responsible Macroeconomics", en *Economía*, vol. 1, n°1, LACEA/Brookings Institution, diciembre.

- Macario, C. (2000), ed., *Export Growth in Latin America*, Colorado, Lynne Rienner.
- Maddison, A. (2001), *The world economy: a millennial perspective*, París, OCDE.
- Mahani, Z., K. Shin y Y. Wang (2005), "Macroeconomic adjustment and the real economy in Korea and Malaysia since 1997", en R. Ffrench-Davis (ed.), *Seeking Growth under Financial Volatility*, Palgrave Macmillan, Londres. Publicado también como "Ajustes macroeconómicos y la economía real en Corea y Malasia: la respuesta a la crisis asiática", en *Investigación Económica* No 254, México, octubre-diciembre 2005.
- Marfán, M. (2005), "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.
- Martin, P. (1997), "Conferencia de prensa", Reunión de Ministros de Finanzas de las Américas, Santiago, reproducido en *El Mercurio*, 4 de diciembre.
- Martner, R. y V. Tromben (2004), "Tax reforms and fiscal stabilization in Latin American countries", *Serie Gestión Pública* n° 45, CEPAL, junio.
- McKinnon, R. (1991), *The Order of Economic Liberalization: Financial Control in the Transition to a Market Economy*, Baltimore, Johns Hopkins University Press.
- Medina, J. P. y R. Valdés (2002), "Optimal monetary policy rules when the current account matters", en N. Loayza y K. Schmidt-Hebbel (eds.), *Monetary policy: rules and transmission mechanisms*, Santiago, Banco Central de Chile.
- Meller, P. (1994), "The Chilean Trade Liberalization and Export Expansion Process 1974-90", en G. K. Helleiner (ed.), *Trade Policy and Industrialization in Turbulent Times*, Londres, Routledge.
- Mishkin, F. (1999), "International Capital Movements, Financial Volatility and Financial Instability", *NBER Working Paper* n° 6390, agosto.
- y K. Schmidt-Hebbel (2002), "A decade of inflation targeting in the world: what do we know and what we do not know", en Loayza y Soto (2002).
- Morley, S. (1995), *Poverty and Inequality in Latin America*, Baltimore, The Johns Hopkins University Press.
- (2000), *La distribución del ingreso en América Latina y el Caribe*, Santiago, CEPAL/Fondo de Cultura Económica.
- , R. Machado y S. Pettinato (1999), "Indexes of structural reform in Latin America", *Serie Reformas Económicas*, n° 12, CEPAL, enero.
- Mussa, M. (2002), *Argentina and the Fund: From Triumph to Tragedy*, Washington, Institute for International Economics.
- Naciones Unidas (1999), *Hacia una nueva arquitectura financiera interna-*

- cional. Informe del Grupo de Trabajo del Comité Ejecutivo de Asuntos Económicos y Sociales de las Naciones Unidas*, Santiago, CEPAL, marzo.
- Neut, A. y A. Velasco (2003), "Tough Policies, Incredible Policies?". *NBER Working Paper*, n° 9932, septiembre.
- Obstfeld, M. (1994), "Risk-taking, global diversification and growth", *American Economic Review*, vol. 84.
- (1998), "The global capital market: Benefactor or menace?", *Journal of Economic Perspectives*, vol. 12, otoño.
- Ocampo, J. A. (1991), "Las nuevas teorías del comercio internacional y los países en vías de desarrollo", *Pensamiento Iberoamericano*, n° 20, julio-diciembre.
- (1999), "La reforma financiera internacional: una visión ampliada", *Revista de la CEPAL*, n° 69, Santiago, diciembre.
- (2002), "Rethinking the Development Agenda", *Cambridge Journal of Economics*, vol. 26, n° 3, mayo.
- (2003), "Capital account and counter-cyclical prudential regulations in developing countries", en Ffrench-Davis y Griffith-Jones (2003).
- (2004), "Latin America's growth and equity frustrations during structural reforms", *Journal of Economic Perspectives*, vol. 12, n° 2, primavera.
- y M. A. Parra (2003), "Los términos de intercambio de los productos básicos en el siglo XX", *Revista de la CEPAL*, n° 79, abril.
- y L. Villar (1992), "Trayectoria y vicisitudes de la apertura económica colombiana", *Pensamiento Iberoamericano*, n° 21, Madrid, enero-junio.
- , S. Zamagni, R. Ffrench-Davis y C. Pietrobelli (2000), eds., *Financial Globalization and the Emerging Economies*, Santiago, CEPAL/Jacques Maritain Institute.
- Palma, G. (2005), "The 1999 Brazilian financial crisis: how 'exuberant monetarism' led to banking fragility and public sector Ponzi finance", *Documento de Trabajo IPD*, Universidad de Columbia.
- Parrado, E. y A. Velasco (2002), "Alternative monetary rules in the open economy: a welfare-based approach", en Loayza y Soto (2002).
- Perry, G. y D. Lederman (1998), "Financial vulnerability, spillover effects and contagion: lessons from the Asian crises for Latin America", *World Bank Latin American and Caribbean Studies Viewpoints*, Washington, Banco Mundial.
- Persaud, A. (2003), "Liquidity black holes", en Ffrench-Davis y Griffith-Jones (2003).
- Pfaff, W. (2000), "A challenge to globalization theory", en Ocampo *et al.* (2000).
- Pietrobelli, C. y S. Zamagni (2000), "The Emerging Economies in the Global Financial Market: Some Concluding Remarks", en Ocampo *et al.* (2000).

- Pinto, A. (1970), "Naturaleza e implicaciones de la heterogeneidad estructural", *El Trimestre Económico*, n° 145, enero-marzo.
- Prasad, E., K. Rogoff, S. Wei, y M. Kose (2003), "Effects of financial globalization on developing countries: Some empirical evidence", *IMF Occasional Paper* n° 220, septiembre.
- Prebisch, R. (1981), "En torno a las ideas de la CEPAL: problemas de la industrialización en la América Latina", en Ffrench-Davis (1981).
- Radelet, S. y J. Sachs (1998), "The East Asian financial crisis: Diagnosis, remedies, prospects", *Brookings Papers on Economic Activity* 1, Washington.
- Ramos, J. (1991), "Equilibrios macroeconómicos y desarrollo", en Sun-ikel (1991).
- Reisen, H. (1994), *Debt, Deficits and Exchange Rates*, Hants, R.U, OECD Development Centre/Edward Elgar.
- (2003), "Ratings since the Asian crisis", en Ffrench-Davis y Griffith-Jones (2003).
- Robichek, W. (1981), "Some Reflections about External Public Debt Management", *Estudios Monetarios VII*, Santiago, Banco Central de Chile.
- Rodríguez, O. (1980), *La teoría del subdesarrollo de la CEPAL*, México, Siglo XXI.
- Rodrik, D. (1992), "Conceptual Issues in the Design of Trade Policy for Industrialization", *World Development*, vol. 20, n° 3, junio.
- (1998), "Who Needs Capital Account Convertibility?", en P. Kenen (ed.), *Should the IMF Pursue Capital Account Convertibility?*, *Princeton Essays in International Finance*, n° 207.
- (2001a), "¿Por qué hay tanta inseguridad económica en América Latina?", *Revista de la CEPAL*, n° 73, abril.
- (2001b), "The Global Governance of Trade as if Development Really Mattered", Nueva York, PNUD.
- (2003), "Growth Strategies", *NBER Working paper* n° 10.050, Cambridge.
- y F. Rodríguez (2001), "Trade Policy and Economic Growth: A Skeptic's Guide to the Cross-National Evidence", en B. Bernanke y K. Rogoff (eds.), *Macroeconomics Annual 2000*, Cambridge, MIT Press for NBER.
- y A. Velasco (2000), "Short-term capital flows", *Conferencia Anual del Banco Mundial sobre Desarrollo Económico 1999*, Washington, Banco Mundial.
- Rojas-Suárez, L. y S. Weisbrod (1996), "Building Stability in Latin American Financial Markets", en R. Hausmann y H. Reisen (eds.), *Securing Stability and Growth in Latin America*, París, OCDE.
- Ros, J. (1993), "La reforma del régimen comercial en México durante los años ochenta: sus efectos económicos y dimensiones políticas", en *Reformas de Política Pública*, n° 4, Santiago, CEPAL, abril.

- (2000), *Development Theory and Economics of Growth*, Ann Arbor, The University of Michigan Press.
- (2001), “Del auge de capitales a la crisis financiera y más allá: México en los noventa”, en Ffrench-Davis (2001).
- Sachs, J. (1987), “Trade and Exchange-rate Policies in Growth-oriented Adjustment Programs”, en V. Corbo, M. Goldstein y M. Khan (eds.), *Growth-oriented Adjustment Programs*, Washington, FMI y Banco Mundial.
- , A. Tornell y A. Velasco (1996), “Financial Crises in Emerging Markets: The Lessons from 1995”, *Working Paper Series*, n° 5576, Cambridge, NBER, mayo.
- Santiso, J. (2003), *The Political Economy of Emerging Markets*, Nueva York, Palgrave Macmillan.
- Santos-Paulino, A. y A. P. Thirwall (2004), “The impact of trade liberalisation on exports, imports and the balance of payments of developing countries”, *The Economic Journal*, vol. 114, febrero.
- Schmidt-Hebbel, K., L. Servén y A. Solimano (1996), “Saving and Investment: Paradigms, Puzzles, Policies”, *The World Bank Research Observer*, vol. 11, n° 1, Washington, Banco Mundial.
- Servén L. y A. Solimano (1993), “Economic Adjustment and Investment Performance in Developing Countries: The Experience of the 1980's”, en L. Servén y A. Solimano (eds.), *Striving for Growth after Adjustment. The Role of Capital Formation*, Washington, Banco Mundial.
- Shiller, R. (2000), *Irrational exuberance*, Princeton, Princeton University Press.
- Singh, A., A. Belaisch, C. Collyns, P. De Masi, R. Krieger, G. Meredith y R. Rennhack (2005), “Stabilization and Reform in Latin America: A Macroeconomic Perspective on the Experience Since the Early 1990s”, *Occasional Paper* 238, Washington, FMI, febrero.
- Solimano, A. (2002), “Institutional Challenges of Globalization and the Developing Countries”, Banco Mundial, octubre.
- Solow, R. (1957), “Technical change and aggregate production function”, *Review of Economics and Statistics*, 39, agosto.
- (2001), “From Neoclassical Growth Theory to New Classical Macroeconomics”, en J. Drèze (ed.), *Advances in Macroeconomic Theory*, Londres, IEA/Palgrave.
- Stallings, B. y W. Peres (2000), *Crecimiento, empleo y equidad: el impacto de las reformas económicas en América Latina y el Caribe*, Santiago, Fondo de Cultura Económica/CEPAL.
- y R. Studart (2005), *Finance for Development: Latin America's Banks and Capital Markets after Liberalization*, Washington, Brookings Institution, en prensa.
- Stewart, F. (1998), “John Williamson y la revisión del Consenso de Was-

- hington", en L. Emmerij (ed.), *El desarrollo económico y social en los umbrales del siglo XXI*, Washington, BID.
- Stiglitz, J. (1994), "The Role of the State in Financial Markets", *Proceedings of the World Bank Annual Conference on Development Economics*, vol. 2, Washington, Banco Mundial, mayo.
- (1998), "The Role of the Financial System in Development", *Fourth Annual Bank Conference on Development in Latin America and the Caribbean (LAC ABCDE)*, San Salvador, El Salvador, junio.
- (2000), "Capital market liberalization, economic growth and instability", *World Development*, vol. 28, n° 6, junio.
- (2002), *El malestar en la globalización*, Madrid, Taurus.
- (2005), "Responding to economic crises: policy alternatives for equitable recovery and development", *Documento de Trabajo IPD*, Nueva York, Universidad de Columbia.
- Sunkel, O. (1981), "Capitalismo transnacional y desintegración nacional en la América Latina", en Ffrench-Davis (1981, vol. II).
- (1991), ed., *El desarrollo desde dentro: un enfoque neoestructuralista para la América Latina*, México, Fondo de Cultura Económica.
- Ten Kate, A. (1998), "The Response of Manufacturing Exports to Import Liberalization in Mexico: Is There a Second Wave?", en M. J. Lord (ed.), *The Handbook of Latin American Trade in Manufactures*, Cheltenham, Edward Elgar.
- Tobin, J. (1984), "On the Efficiency of the Financial System", *Lloyds Bank Review*, n° 153, julio.
- Tokman, V. (2004), *Una voz en el camino. Empleo y equidad en América Latina: 40 años de búsqueda*, Santiago, Fondo de Cultura Económica.
- Turner, P. (2000), "Procyclicality of regulatory ratios?", en J. Eatwell y L. Taylor (eds.), *Global Finance at Risk: The Case for International Regulation*, Nueva York, The New Press.
- Tytell, I. y S-J. Wei (2004), "Does Financial Globalization Induce Better Macroeconomic Policies?", *Working Paper 04/84*, FMI, mayo.
- UNCTAD (2004), *Foreign Investment Report 2004*, Ginebra, Naciones Unidas.
- Uthoff, A. y D. Titelman (1998), "La relación entre el ahorro externo y el ahorro nacional en contextos de liberalización financiera", en Ffrench-Davis y Reisen (1998).
- Velasco, A. (2000), "Exchange rate policies for developing countries: What have we learned? What do we still not know?", UNCTAD/CID, Universidad de Harvard.
- Wade, R. (1990), *Governing the Market – Economic Theory and the Role of Government in East Asian Industrialization*, Princeton, Princeton University Press.
- Wang, Y (2000), "Getting the sequencing right: lessons from the Korean

- experience with capital market liberalization”, Seúl, Korea Institute for Economic Policy.
- Weller, J. (2000), *Reformas económicas, crecimiento y empleo: los mercados de trabajo en América Latina y el Caribe*, Santiago, CEPAL/Fondo de Cultura Económica.
- Westphal, L. E. (1992), “La política industrial en una economía impulsada por las exportaciones: lecciones de la experiencia de Corea del Sur”, *Pensamiento Iberoamericano*, n° 21, Madrid, enero-junio.
- Williamson, J. (1981), ed., “Introductory survey”, en *The Crawling-peg: Past Performance and Future Prospects*, Londres, Macmillan.
- (1992), “Acerca de la liberalización de la cuenta de capitales”, *Estudios de Economía*, vol. 19, n° 2, Santiago, Universidad de Chile.
- (2000), “Exchange rate regimes for emerging markets: reviving the intermediate option”, *Policy Analysis in International Economics* 60, Washington, Institute for International Economics.
- (2003a), “Proposals for Curbing the Boom-Bust Cycle in the Supply of Capital to Emerging Markets”, en Ffrench-Davis y Griffith-Jones (2003).
- (2003b), “Overview: An Agenda for Restarting Growth and Reform”, en Kuczynski y Williamson (2003).
- (2003c), “Appendix”, en Kuczynski y Williamson (2003).
- Winters, A. (1998), “Assessing Regional Integration Arrangements”, en S. J. Burki, G. Perry y S. Calvo (eds.), *Trade: Toward Open Regionalism*, Washington, World Bank.
- (2004), “Trade liberalisation and economic performance: an overview”, *The Economic Journal*, vol. 114, febrero.
- Zahler, R. (1998), “El Banco Central y la política macroeconómica de Chile en los años noventa”, *Revista de la CEPAL*, n° 64, abril.
- (2005), “Estabilidad macroeconómica e inversiones de los fondos de pensiones: El caso de Chile”, en Ffrench-Davis (2005a).