

Desarrollo e igualdad: el pensamiento de la CEPAL en su séptimo decenio

Textos seleccionados del período 2008-2018

Ricardo Bielschowsky - Miguel Torres | compiladores



NACIONES UNIDAS





Parte 3

La dimensión macroeconómica



Capítulo VIII

Hacia una macroeconomía para el desarrollo

Desafíos de una macroeconomía para el desarrollo

- A. Política fiscal contracíclica
- B. Política monetaria
- C. Política cambiaria, desarrollo productivo y estabilidad sostenible
- D. La reforma del mercado de capitales

Desafíos de una macroeconomía para el desarrollo*

Los objetivos de estabilidad integral —incluidos el nivel de precios, los precios macroeconómicos y una demanda agregada consistente con el nivel del PIB potencial— representan un requisito para consolidar los avances, corregir las fallas y acelerar la marcha hacia el desarrollo. Como se demostró, constituyen señales eficaces y necesarias para lograr el crecimiento económico, inciden en la lucha contra la pobreza y potencian el logro de una equidad sostenible.

El deficiente grado de estabilidad integral ha estado muy ligado a los flujos de capitales y su volatilidad. Los flujos volátiles procíclicos forman parte de los fondos externos que comprenden el ahorro externo requerido como complemento del ahorro nacional para financiar un incremento sustancial de la tasa de inversión. Por lo tanto, no tiene validez una opción que apueste a todo o nada. En consecuencia, un objetivo fundamental de las políticas macroeconómicas y de las reformas del mercado financiero nacional debería apuntar a sacar provecho de los beneficios potenciales del ahorro externo para lograr el desarrollo productivo nacional. Estos beneficios deberían aprovecharse, sobre todo, como un complemento del ahorro nacional, al tiempo que se reduce la intensidad de los ciclos de la cuenta de capitales y sus consecuencias desfavorables para las variables económicas y sociales internas.

Resulta esencial formular un conjunto coherente de políticas contracíclicas —fiscales, monetarias, cambiarias, del mercado financiero interno y de la cuenta de capitales—, que deben estar acompañadas de un esfuerzo por completar los mercados de capitales mediante el establecimiento de vigorosos segmentos de largo plazo y una banca de desarrollo fortalecida.

A. Política fiscal contracíclica

La crisis financiera internacional ha puesto de manifiesto la importancia central de la política fiscal como herramienta de estabilización macroeconómica. La mayoría de los países industrializados han intentado contener la crisis por medio de una política monetaria con tasas de interés cercanas a cero y amplios paquetes de estímulo fiscal (Freedman y otros, 2009), que combinan aumentos del gasto en infraestructura y medidas específicas para combatir el desempleo y bajar los impuestos.

* Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), "Política macroeconómica para el desarrollo: de la experiencia adquirida a la inflexión necesaria", *La hora de la igualdad: brechas por cerrar, caminos por abrir* (LC/G.2432(SES.33/3)), Santiago, págs. 71 a 89.

En 2009, en la mayoría de los países han existido graves recesiones; estos intentaron combatirlas con elevados déficits fiscales —generados por estabilizadores automáticos— o mediante paquetes discrecionales¹. Los pocos países con tasas de crecimiento positivas —como China, la India, el Pakistán y Egipto— registran también elevados desequilibrios fiscales. En consecuencia, la reciente crisis global ha permitido lograr un creciente consenso sobre la importancia de los estabilizadores automáticos y el uso intensivo de los instrumentos presupuestarios. Se ha legitimado la aplicación de déficits fiscales transitorios en períodos de intensa reducción de la demanda privada como un instrumento insustituible de estabilización macroeconómica (Krugman, 2009).

Sin embargo, una vez terminada la emergencia, las estrategias de salida de la crisis deberán incluir, entre otros aspectos, la responsabilidad fiscal y metas de sostenibilidad de la deuda pública que sean consistentes con la inversión pública y las políticas sociales requeridas para acelerar la marcha hacia el desarrollo sostenido. Así entendida, la responsabilidad fiscal es vulnerable a las coyunturas económicas y sociales, las contingencias nacionales relativas a la gobernabilidad y los compromisos políticos. Para preservar la solvencia en el mediano plazo, reafirmar la credibilidad de la política fiscal y evitar una perjudicial tendencia al exceso de discrecionalidad, muchos analistas plantean diversas alternativas, como establecer reglas numéricas y crear consejos fiscales independientes.

Las experiencias recientes muestran que no es posible formular reglas rígidas e independientes del ciclo económico. En circunstancias normales, la CEPAL (1998b) ha recomendado, como principio rector de la política fiscal, usar un indicador estructural del saldo público en vez del saldo efectivo. Forma parte de un enfoque de esta naturaleza la constitución de fondos orientados a estabilizar los ingresos fiscales provenientes de las exportaciones, cuyos precios se caracterizan por su inestabilidad. En efecto, un porcentaje considerable de la recaudación fiscal procede de ingresos asociados a la exportación de recursos naturales, como el cobre, el petróleo, el gas, el azúcar, el café y la soja. Para atenuar la elevada volatilidad que esta dependencia impone sobre las finanzas públicas, varios países han creado fondos de estabilización. Cabe destacar que, bien operados, estos fondos pueden contribuir a estabilizar los gastos fiscales normales, sumar financiamiento en situaciones críticas como la actual y estabilizar el mercado cambiario regulando la oferta de divisas. Para ello es esencial una completa coordinación entre la autoridad fiscal y la autoridad cambiaria, que suelen estar en manos de instituciones diferentes. Una coordinación insuficiente puede obstaculizar la conciliación entre el entorno macroeconómico y el logro de un desarrollo sostenido, dando origen a un desequilibrio entre diversos objetivos, por ejemplo la inflación, el empleo, la calidad exportadora y el crecimiento.

¹ La importancia de los estabilizadores automáticos depende de muchos factores, como el peso del sector público en la economía, la progresividad del sistema tributario, los mecanismos de empleo público y de subsidios al desempleo, y la sensibilidad del desempleo y de la evasión tributaria a las variaciones del PIB, entre otros. Estas características estructurales presentan diferencias considerables según el país y la época.

La realidad ha mostrado que existen circunstancias excepcionales que ameritan políticas más activas y discrecionales. Cualquier regla macrofiscal debería tener el objetivo de lograr un equilibrio estructural o de deuda pública en el mediano plazo —incluidos los gobiernos subnacionales— y cláusulas de excepción y transitoriedad cuando existan fluctuaciones macroeconómicas significativas. Aunque las reglas fiscales no son una panacea que asegure la credibilidad y la solvencia fiscal, si gozan de suficiente flexibilidad podrán convertirse en una poderosa herramienta contracíclica.

Es menester señalar la importancia de desarrollar mecanismos que institucionalicen las políticas fiscales contracíclicas, que deberían ejercer un contrapeso desde el parlamento, los organismos especializados y las entidades ciudadanas organizadas, ante eventuales excesos de discrecionalidad fiscal durante los períodos de bonanzas. Los niveles óptimos de equilibrio fiscal y de deuda pública no se definen de manera invariable. La sostenibilidad fiscal —medida, por ejemplo, como la estabilidad en el tiempo del coeficiente entre deuda pública y el PIB— depende del diferencial entre la tasa de crecimiento de la economía y la tasa de interés real a la cual se endeuda el sector público. De esta manera, por ejemplo, si aumenta la tasa de interés y el crecimiento es lento, la sostenibilidad de la política fiscal sufre una alteración inmediata. Por consiguiente, el nivel óptimo de deuda pública dependerá de la dinámica del crecimiento y de las condiciones de financiamiento, sujetas, en gran medida, a la credibilidad de las políticas nacionales y a los progresos que se logren en la creación de una nueva arquitectura internacional que permita a los países de ingresos bajos y medios acceder a un financiamiento estable y sin condicionalidades recesivas.

Tampoco resulta trivial definir una meta de equilibrio de deuda pública en el mediano plazo, sobre todo en los países de América Latina, que tienen enormes brechas de infraestructura y necesidades urgentes de mayor capital físico y humano. En las últimas décadas, los ajustes fiscales han perjudicado sobremanera la inversión pública, por lo que resultará fundamental establecer mecanismos para estimular la formación bruta de capital en bienes públicos. Una alternativa es llevar presupuestos separados de los desembolsos corrientes y la inversión, puesto que en la contabilidad patrimonial esta no es un gasto sino un activo. Sin duda, el impulso a una economía basada en la inversión en infraestructura y el desarrollo productivo requiere evitar el tradicional sesgo contra la inversión pública en los presupuestos generales del Estado².

En cualquier caso, en América Latina y el Caribe es necesario perfeccionar la evaluación social de los proyectos y fortalecer institucionalmente los sistemas nacionales de inversión pública, lo que representa una variable esencial para impulsar una mayor inversión pública, acentuar su complementación con el sector privado, elevar su productividad y contribuir a mejorar la calidad del entorno laboral.

² Véase el caso de América Latina en Blanchard y Giavazzi (2004); Easterly y Servén (2003); Martner y Tromben (2004) y Lucioni (2004).

En un contexto de profundas restricciones de endeudamiento resulta ineludible mantener o reforzar la capacidad de gasto del sector público en asuntos sociales. En América Latina y el Caribe la lógica contracíclica debería centrarse en las inversiones orientadas a sostener el empleo y en la mitigación de los costos sociales de las crisis. Desde la perspectiva de un crecimiento equitativo, al diseñar los programas es necesario analizar su contribución a la aceleración del desarrollo productivo y a la empleabilidad de la fuerza laboral en trabajos decentes³. Los episodios ocurridos en la región a todas luces muestran que se recuperan con mayor rapidez las cifras correspondientes a la actividad económica que los indicadores de pobreza y desigualdad.

La reducción de la pobreza y la distribución del ingreso en América Latina y el Caribe no experimentarán una mejora significativa y sostenida sin políticas fiscales activas que incidan en la calidad y el potencial distributivo de los mercados. Por otro lado, la convivencia transitoria entre los desequilibrios presupuestarios y la estabilización macroeconómica es parte de una estrategia de mediano plazo que tiene en la mira el desempeño de los indicadores sociales y del desarrollo productivo y que en sus decisiones les otorga más peso a las metas relacionadas con el balance estructural que al saldo público efectivo presente.

Por último, no se trata solo de la composición del gasto sino también de su nivel y financiamiento, que constituye un factor determinante de la distribución de los ingresos y las oportunidades en toda la sociedad. En este sentido, es impostergable promover pactos fiscales donde se defina la magnitud y la manera en que se recaudará la contribución de la sociedad al financiamiento de las políticas públicas, ya sea que se trate de inversión o de gasto social. En la mayoría de los países de América Latina es evidente que la actual carga impositiva resulta insuficiente y que la estructura tributaria es deficiente como para lograr modernizar las estructuras productivas y alcanzar una mayor igualdad social. Al respecto, no hay fórmulas únicas para todos los países: en varios tal vez se deba elevar la carga tributaria, ya sea mediante nuevos impuestos o con una mayor eficiencia recaudatoria y una lucha más decisiva contra la evasión fiscal. En otros, podrá ser prioritario apuntar a una mayor calidad del gasto, tanto en su asignación como en su eficacia, en aras de una merma sostenida de la desigualdad de las estructuras sociales y económicas.

Fortalecer el papel contracíclico de la política fiscal es una condición necesaria —pero insuficiente—, pues en los países de la región el gasto fiscal representa una fracción mínima de la demanda agregada. Por ende, poco se logra si las otras políticas dependen de

³ Este concepto fue acuñado originalmente en la Memoria del Director General: Trabajo decente de la octogésima séptima Conferencia Internacional del Trabajo, celebrada por la Organización Internacional del Trabajo (OIT) en 1999, donde se define el trabajo decente como trabajo productivo en condiciones de libertad, equidad, seguridad y dignidad humana, en el cual los derechos son protegidos y que cuenta con una remuneración adecuada y protección social. A esta definición luego se le agregaría el fomento del diálogo social, y más tarde empezó a hablarse también de empleo de calidad.

flujos volátiles y opiniones de agentes procíclicos. Así, resulta imprescindible asegurar la coordinación entre las diversas políticas de alcance macroeconómico —las políticas fiscales, monetarias, cambiarias y de cuenta de capital—, que se abordarán en los acápite siguientes.

B. Política monetaria

Las políticas macroeconómicas internas deben procurar un entorno de acotada volatilidad real, cuentas externas y fiscales sostenibles y precios estables. La tarea es compleja, pues las autoridades nacionales perdieron amplios márgenes de libertad como resultado de las reformas liberalizadoras de las últimas décadas. Así, aunque el origen fiscal de los desequilibrios experimentó una reducción significativa, se ha exacerbado la transmisión a los mercados nacionales de los ciclos generados en el exterior, sobre todo de aquellos provocados por los mercados financieros internacionales.

A fin de ampliar el espacio para la política monetaria y llevarla adelante en armonía con la política cambiaria, se debe regular la cuenta de capitales. Las variables principales de la política monetaria son la tasa de interés y la regulación de la liquidez. Las experiencias de liberalización financiera han demostrado que las tasas de interés liberalizadas suelen resultar inestables y muy superiores a las internacionales, con márgenes de intermediación financiera (*spreads*) mucho mayores durante largos períodos (CEPAL, 1998a, cap. IX; Ffrench-Davis, 2008, cap. IV; Stallings y Studart, 2005). Además, desde la perspectiva de la sostenibilidad macroeconómica, resulta relevante que los márgenes de intermediación financiera hayan sido procíclicos. El hecho concreto es que los inversionistas productivos han estado sujetos a una gran inestabilidad macroeconómica, con amplias brechas recesivas en un mercado financiero muy incompleto, donde han enfrentado tasas de interés con promedios elevados e inestables, en particular en el caso de las empresas de menor tamaño⁴. Con ello contribuyeron a deprimir la inversión y a debilitar el empleo y la equidad.

En América Latina, la política monetaria ha ido adoptando con mayor frecuencia las metas de inflación, es decir, un enfoque de anclaje único donde el anuncio explícito de un objetivo inflacionario constituye el ancla monetaria de la economía. En general, esta tendencia se ha visto acompañada por regímenes cambiarios de libre flotación y la desregulación de la cuenta de capital. Esta nueva combinación de políticas impone significativas limitaciones u obstáculos a las políticas contracíclicas de las autoridades económicas.

En pequeñas economías abiertas, como las de la mayoría de los países de América Latina y el Caribe, el sistema de metas de inflación presenta rasgos muy procíclicos para la economía real, sobre todo en comparación con los mercados financieros internacionales.

⁴ Algunos antecedentes provenientes de los bancos centrales indican que los promedios elevados ocultan, a su vez, marcadas diferencias entre los costos pagados al sector financiero formal por las grandes empresas y por las de menor tamaño, la gran mayoría de las cuales ni siquiera tienen acceso a ese mercado formal.

Dada la importancia de los flujos de capitales en la generación de los ciclos económicos de las economías emergentes, los puntos de quiebre de los períodos de bonanza suelen caracterizarse por fuertes expectativas de depreciación y una tendencia declinante de la demanda agregada y el producto, seguidas por expectativas de apreciación y recuperación tras tocar fondo en la parte baja del ciclo.

Puesto que en las economías más abiertas es mayor la incidencia del tipo de cambio en el índice de precios al consumidor (IPC), las coyunturas con expectativas de depreciación o apreciación cambiaria se caracterizan, a su vez, por las expectativas de presiones deflacionarias o inflacionarias. Como resultado, los incentivos de un banco central abocado a una política exclusiva o demasiado focalizada en la inflación estarán sesgados hacia la puesta en marcha de políticas monetarias demasiado contractivas justo cuando la economía comienza a sufrir la parte baja del ciclo, una vez eliminado el exceso de demanda agregada, pero con presiones inflacionarias originadas en devaluaciones cambiarias. Esto impulsó a las autoridades monetarias a intervenir en el mercado cambiario para alcanzar el objetivo antiinflacionario, como se expone en la subsección siguiente. Por el contrario, en el polo opuesto del ciclo y desde el punto de vista de las metas de inflación, el sesgo suele apuntar a las políticas monetarias expansivas para que la recuperación sea liderada por los ingresos de capitales. La consiguiente tendencia a la apreciación cambiaria, impulsada por ingresos de capitales, representa un freno artificial al alza del índice de precios al consumidor. Los antecedentes, que muestran que las economías han funcionado sobre todo por debajo de la frontera productiva, parecen indicar que el sesgo recesivo ha sido mayor que el expansivo, en tanto que predomina una tendencia apreciadora del tipo de cambio real.

En un contexto de asimetrías en la utilización de la capacidad, la tendencia procíclica supone la existencia de un PIB real medio muy inferior al PIB potencial medio. De este modo, un primer desafío en la implementación de la política monetaria de metas de inflación debe ser eliminar este sesgo procíclico. Existen varias soluciones posibles para afrontar este problema. Una de ellas es usar 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) y tomar en cuenta la evolución de los precios de los activos y las eventuales burbujas en sus mercados. Otra opción consiste en fijar la meta en función de un horizonte de largo plazo para filtrar los efectos transitorios del tipo de cambio y su impacto en el índice general de precios.

Pero más relevante es la consideración de los demás objetivos de toda política macroeconómica orientada al crecimiento económico y la equidad. Al respecto, otras soluciones propuestas incluyen fijar metas en los déficits externos como una forma de mitigar la transmisión de la volatilidad desde los flujos de capitales hacia la producción interna (Marfán, 2005). Otra alternativa consiste en implementar o fortalecer objetivos en el sector real, como apuntar a bajar los niveles de desempleo o lograr la consistencia entre el PIB real y el PIB potencial.

Un punto determinante es la ponderación o importancia relativa de cada variable en la capacidad de reacción del banco central y su coordinación con el resto de las autoridades económicas. Aquí cabe recordar que los años recientes constituyen una época de inflación baja o moderada tanto en los países desarrollados como en las economías emergentes. En este contexto, el esfuerzo adicional por reducir una inflación que ya es baja suele reportar beneficios decrecientes y costos crecientes. Un banco central muy independiente de las autoridades nacionales políticas y económicas y con claras preferencias antiinflacionarias torna más creíble la meta en las etapas preliminares de la lucha contra la inflación tras haber registrado niveles de precios altos. Sin embargo, en una región donde por lo general se han logrado tasas anuales de un dígito y, sobre todo, en países que han logrado converger en un nivel de inflación baja y estacionaria, la excesiva independencia de los bancos centrales y la falta de atención a otros objetivos macroeconómicos han perdido la validez adquirida en contextos de irresponsabilidad fiscal y elevadas tasas de inflación. Los excesos suelen ser ineficientes, incluido el hecho de reemplazar un exceso por otro. El resultado mediocre registrado en el crecimiento y la equidad tiene su correlato en los desequilibrios entre los objetivos y las fallas de coordinación.

Ante niveles de inflación moderada es necesario diseñar mecanismos más complejos que les permitan reaccionar a los bancos centrales, para que logren compatibilizar una tasa de inflación moderada y relativamente estable y, en forma simultánea, una tasa de crecimiento del producto sostenible y congruente con la expansión de la capacidad potencial y la demanda agregada. El objetivo de una inflación baja y estable es mejorar la información de los mercados, incentivar la innovación y el agregado de valor, y estimular las inversiones y su grado de eficiencia, lo cual redundaría en un crecimiento más dinámico que ejerce un impacto positivo en la equidad. En cambio, el desequilibrio entre los objetivos resulta perjudicial para el desarrollo.

No obstante, incluso si se retoma el enfoque más modal y se trata de eliminar el sesgo procíclico de las metas de inflación adoptando una serie de objetivos —es decir, un enfoque de multianclaje—, puede subsistir un segundo problema: una política monetaria poco eficaz, ya sea por sus efectos rezagados sobre la demanda interna, por sus resultados insuficientes o por producir efectos contrapuestos en otras variables macroeconómicas, como por ejemplo el tipo de cambio.

Durante el período de auge económico, si la política monetaria se maneja para regular la demanda agregada mediante un aumento de la tasa de interés, los agentes locales recurrirán a más créditos externos y los fondos externos de corto plazo serán atraídos por un diferencial mayor entre la tasa de interés internacional y la interna, incentivo que puede acentuarse aún más si existen expectativas de apreciación cambiaria. En este contexto, las altas tasas de interés suelen convivir con un sector transable perjudicado por la apreciación cambiaria y con un incremento de la demanda agregada y la producción de bienes no

comercializables financiado por el ahorro externo —que suele desplazar al ahorro interno. La falla de la política se torna evidente y costosa una vez que se logra converger hacia la frontera productiva y esta crece a un ritmo lento.

A su vez, la capacidad de la política monetaria para enfrentar choques durante la contracción es más restringida, sobre todo si la economía había ingresado en zonas de vulnerabilidad. Según un modelo de manual, dada una cierta tasa externa, una caída de la tasa de interés interna causará salidas de capitales que depreciarán el tipo de cambio. Por su parte, la depreciación tenderá a favorecer la recuperación de la producción de bienes transables, estimulando así el crecimiento del PIB. Sin embargo, en la práctica, los efectos negativos de la depreciación sobre el consumo y los balances en el corto plazo suelen ser mayores que el impulso positivo sobre la producción de estos bienes. Por el contrario, si la política monetaria se usa para intentar detener la fuga de capitales, la tasa de interés puede servir para restringir la demanda agregada —y agravar así una recesión—, pero quizá resulte inútil respecto de los egresos de capitales si existen elevadas expectativas de depreciación y contagio de pesimismo.

En síntesis, la eficacia de la política monetaria contracíclica en un contexto de cuenta de capitales abierta y un tipo de cambio libre es mucho más limitada que lo supuesto por las teorías estándares. Como consecuencia, la principal implicancia para la política que se desprende de nuestro análisis es que resulta crucial regular los flujos de capitales para abrirles un espacio, en forma simultánea, tanto a políticas cambiarias como monetarias coherentes y contracíclicas. Resulta peligroso y muy ingenuo pensar que nunca más llegará un flujo excesivo de capitales solo orientados a obtener rentas, sobre todo teniendo presente la naturaleza financiera de la actual crisis global.

C. Política cambiaria, desarrollo productivo y estabilidad sostenible

El tipo de cambio es una variable macroeconómica esencial para la sostenibilidad de los equilibrios macroeconómicos y la asignación de recursos. Naturalmente, el precio macroeconómico relevante se refiere a la canasta de tipos de cambio e inflaciones de los socios comerciales, que varía según las estructuras comerciales de los diferentes países⁵. El enfoque convencional que sostiene que la única opción cambiaria es una tasa nominal fija o una tasa totalmente flexible presupone que el mercado determinará de manera benigna un tipo de cambio real de equilibrio sostenible. De modo implícito, se considera que ello

⁵ La CEPAL calcula en forma periódica el tipo de cambio real de cada país de la región, que toma en cuenta matrices de las relaciones cambiarias nominales y de los niveles de precios, ponderados por el peso relativo de los diversos socios comerciales. En contraste con el tipo de cambio real comercial —relevante para el mundo de la producción—, el tipo de cambio real relevante para los flujos financieros suele ser el que se refiere exclusiva o predominantemente al dólar.

implica niveles y una evolución que involucran un precio correcto para asignar recursos entre bienes transables y no transables y para atraer recursos adicionales de capital físico y mano de obra. Más allá de una asignación eficaz de los recursos existentes, el crecimiento económico pasa sobre todo por una expansión vigorosa del acervo de factores y de su productividad.

La actual política cambiaria modal defiende un tipo de cambio libre. En efecto, varios países de América Latina y el Caribe adoptaron regímenes cambiarios de flotación libre tras el contagio de la crisis asiática en 1998. El problema que provocó el nuevo régimen fue que el tipo de cambio se tornó en extremo sensible a las modificaciones transitorias en la oferta de fondos externos, que trajo aparejada una ineficiente asignación de recursos. En coyunturas de escasez de fondos, el tipo de cambio real sufre una fuerte devaluación, pero en el contexto imperante de recesión y liquidez restringida, los productores tienen dificultades para aprovechar al máximo el incentivo cambiario. En la etapa siguiente, cuando desaparece la restricción externa dominante gracias a una mayor oferta de fondos externos, enseguida se registran nuevas revaluaciones. Entonces cabe destacar otra asimetría: durante los períodos de auge los mercados financieros están dispuestos a financiar mayores inversiones, pero la apreciación cambiaria desalienta la formación de capital en la producción de bienes transables. Como consecuencia de este comportamiento procíclico del tipo de cambio real, el ciclo económico muestra un sesgo contra los bienes transables. Paradójicamente, las reformas liberalizadoras de las importaciones procuraban lograr un rol protagónico para los rubros transables, lo que suponía que el tipo de cambio adquiriera un papel determinante en la competitividad internacional. No obstante, las dos opciones cambiarias ofrecidas por el consenso de Washington —que resultan extremas— se contraponen a ese objetivo.

La literatura que se ocupa del nexo entre la política cambiaria y el desarrollo ha ganado fuerza en años recientes. Además de los valiosos trabajos de John Williamson, en particular el publicado en 2000 sobre los regímenes intermedios y la cuenta de capitales, Rodrik (2008) aborda el impacto del tipo de cambio real en los impulsos productivos sostenidos por un tipo de cambio real depreciado. Eichengreen (2008) examina también el tema, pero hace hincapié en la necesidad de acotar la extensión de los plazos de vigencia de los incentivos cambiarios. A su vez, Agosin (2007) analiza el tema de la calidad, el valor agregado y las externalidades de las exportaciones y compara las experiencias de los países de América Latina y el Caribe con las de las economías asiáticas.

Las mencionadas fallas de los regímenes cambiarios modales en cuanto al rol distributivo del tipo de cambio real también tienen implicancias para los equilibrios macroeconómicos, como se expuso en el examen de la política monetaria. Los ciclos de auge y caída de los mercados financieros internacionales generan una demanda de variables macroeconómicas flexibles que puedan compensar o absorber en el corto plazo los impactos positivos y

negativos. Dada la reducida eficacia de algunos instrumentos de política tradicionales, sobre todo la política monetaria implementada ante los choques financieros, el tipo de cambio puede desempeñar un papel esencial para amortiguar las consecuencias. De hecho, la opción de tipo de cambio libre, que elimina los efectos monetarios de las operaciones cambiarias y equilibra la balanza de pagos de manera permanente, resulta determinante para brindarle espacio a la política monetaria. Sin embargo, este objetivo suele ser contradictorio con los objetivos comerciales de la política cambiaria, dado que tiende a desequilibrar la cuenta corriente.

Los regímenes intermedios con un tipo de cambio de flexibilidad administrada —como las paridades y diversas variantes de bandas móviles o flotación sucia— representan un serio intento pragmático por reconciliar estas demandas en conflicto (Williamson, 2000). Las posturas neoliberales suelen afirmar que cualquier intervención cambiaria equivale a ir contra el mercado y que está destinada al fracaso. Por el contrario, se trata de lograr que las fuerzas reales del mercado —importadores y productores de bienes exportables e importables—, que guardan relevancia para el desarrollo productivo y la equidad, sean las que predominen en la determinación del tipo de cambio. Este es el mercado que debe imponerse, no el de los operadores de corto plazo.

Por cierto, los regímenes de caja de conversión suponen sistemas institucionales automáticos encargados de impartir la disciplina fiscal y monetaria, pero minimizan el espacio de maniobra para las políticas de estabilización monetaria y cambiaria, necesarias tanto para prevenir las crisis como para promover la recuperación posterior. Facilitan la transmisión interna de los choques desestabilizadores originados en los mercados internacionales de capitales y producen movimientos pendulares de la actividad económica y de los precios de los activos, que provocan una gravosa vulnerabilidad financiera interna.

Asimismo, la característica volatilidad de los regímenes de tipo de cambio libre no constituye un problema grave cuando la fluctuación de los mercados financieros y de recursos naturales tiene una vida breve, pues se resuelve con los mercados de derivados —si existen en el mercado local— o se autocompensan en un plazo fugaz dada la continua reversibilidad de las fluctuaciones. En cambio, supone un problema importante para la asignación de los recursos cuando las ondas abarcan varios años, como las que han caracterizado el acceso de las economías emergentes a los mercados de capitales en las últimas décadas. En este caso, las intensas fluctuaciones del tipo de cambio real tienden a generar desinformación respecto del tipo de cambio de equilibrio, lo que causa efectos perversos en la asignación de los recursos.

Los altibajos cambiarios provocados por los movimientos cíclicos de los capitales financieros se agravan al adoptarse políticas monetarias o crediticias contracíclicas en regímenes cambiarios de libre flotación y cuentas de capital abiertas. Como se expuso en el examen de la política monetaria, surge entonces el clásico problema de que una política monetaria contracíclica provoca fluctuaciones procíclicas del tipo de cambio. Por ejemplo,

esto se da cuando la política monetaria procura restringir la demanda interna elevando la tasa de interés, lo que atrae capitales financieros y aprecia el tipo de cambio real. Los ingresos de capitales incrementan la demanda, pero la apreciación cambiaria frena la inflación y sesga la composición del gasto hacia las importaciones.

De este modo, la capacidad de un régimen de tipo de cambio flexible para suavizar los efectos de los ciclos de auge y caída inducidos desde el exterior depende de la capacidad de implementar con eficacia una política monetaria contracíclica sin promover movimientos cambiarios procíclicos. Esto es posible de manera sistemática solo con regímenes cambiarios de tipo intermedio, con una administración activa y combinados con alguna de las diversas formas de regulación contracíclica prudencial, que se pueden aplicar a la cuenta de capital. Estos regímenes intermedios de flexibilidad administrada proporcionan la mejor posibilidad de responder a las dos exigencias que debe satisfacer la política cambiaria.

Los regímenes intermedios con una activa flexibilidad administrada pueden entrañar costos y limitaciones. Primero, estos regímenes estarán sujetos a presiones especulativas si no logran la confianza del mercado respectivo, por lo que el costo de defender el tipo de cambio resulta muy alto. En coyunturas críticas, como las de pérdida de confianza, puede ser conveniente pasar, por algún tiempo, a una flexibilidad completa. En segundo lugar, la acumulación de reservas esterilizadas durante los períodos de auge suele implicar costos financieros; por ello, las regulaciones contracíclicas de los flujos reducen este costo al acotar el exceso de ingresos. Por último, la regulación de la cuenta de capital —necesaria para una administración eficaz de los regímenes cambiarios intermedios— suele sufrir filtraciones crecientes que deben enfrentarse con un monitoreo permanente de sus fuentes. Sin embargo, si no se adopta un enfoque contracíclico y prudencial, la consecuencia será una grave volatilidad con elevados costos sociales y económicos.

En síntesis, se requiere una corrección profunda de la política cambiaria para que sea consistente con una estrategia de desarrollo que otorgue un rol central a las exportaciones. Ello contribuiría también a lograr una competitividad sistémica, esto es, a desarrollar una capacidad productiva no solo para los mercados externos sino también para el mercado interno, donde se localiza la gran mayoría de los trabajadores y de las empresas. Esta mayor competitividad sistémica ayuda a disminuir las brechas productivas con los países más desarrollados y a reducir la heterogeneidad estructural interna, lo que da origen a condiciones más igualitarias en el mercado laboral y empresarial.

D. La reforma del mercado de capitales

Como se ha destacado en este capítulo, el mercado de capitales tiene fuertes repercusiones en los equilibrios macroeconómicos y ejerce una influencia significativa en otras variables que resultan determinantes para la formación de capital y la distribución de oportunidades

e ingresos entre los diversos actores económicos. Ello se asocia con dos rasgos de las economías en desarrollo, como las de la región. El primero es que los mercados de capitales son incompletos, dado que tienen segmentos débiles o ausentes, falla de la que no escapa, en mayor o menor grado, ningún país de América Latina y el Caribe. Por otra parte, la incidencia de la falla en la región se ve agravada por la fuerte heterogeneidad estructural entre los diversos agentes económicos. El vínculo estrecho con los mercados financieros internacionales más volátiles registrado en decenios recientes contribuye a explicar la escasa inversión productiva y la precariedad exhibida por los mercados laborales.

En esta sección se reflexiona acerca de la dirección que deben seguir las reformas de los mercados de capitales nacionales para que realicen un aporte eficaz al desarrollo productivo; luego, se abordan las reformas para el manejo de la cuenta de capitales con el exterior a fin de aprovechar mejor su potencial aporte al desarrollo nacional y minimizar sus costos económicos y sociales.

1. Los mercados internos y el financiamiento del desarrollo

Durante los años ochenta y noventa hubo una explosión de reformas del mercado interno de capitales, estimuladas por la insatisfactoria experiencia previa con políticas de creciente intervencionismo y tasas reales de interés muy distorsionadas en décadas anteriores —que en los países con inflación elevada a menudo consistieron en tasas reales negativas. Muchas veces la reforma implicó la liberalización abrupta de las tasas de interés, los plazos de las operaciones y la asignación del crédito, y la relajación de las regulaciones y la supervisión prudencial de las instituciones financieras.

Los reformadores esperaban un aumento notorio del ahorro nacional y tasas de interés de mercado de equilibrio que estimularan una asignación más eficiente de los fondos a inversiones en los sectores más productivos. En cuanto al volumen del ahorro, el resultado global fue un aumento significativo de ahorro financiero en el segmento de corto plazo del mercado de capitales. Sin embargo, este aumento ha tendido a estar acompañado por el debilitamiento de la banca de desarrollo y del segmento de largo plazo, sin un incremento del ahorro nacional y la inversión productiva⁶. Evidentemente, el contraste entre un mayor ahorro financiero y un ahorro nacional estancado significa que la reforma canalizó el ahorro hacia el consumo y la compra de activos existentes en vez de privilegiar la formación de capital⁷.

⁶ En general, prevalecen los mercados de capitales poco desarrollados, donde cerca del 70% de los recursos financieros se canalizan por medio del sistema bancario. A su vez, el resto se caracteriza por sus acotados niveles de capitalización, bajos montos de acciones comercializadas, escasas emisiones de acciones nuevas en la bolsa y una elevada concentración de transacciones con pocas acciones.

⁷ Durante las dos últimas décadas, el nivel de ahorro interno bruto de América Latina se situó en torno al 20% del PIB, cifra bastante inferior a la registrada en otras regiones en desarrollo, como por ejemplo Asia meridional y el Pacífico (40%) u Oriente Medio y África septentrional (30%).

En cuanto a la tasa de interés, los resultados también han sido deficientes para el crecimiento y la equidad. Esta tasa es una variable significativa tanto en la asignación de recursos como en el nivel macroeconómico. Una vez liberalizadas las tasas internas en los países de la región, con frecuencia resultaron inestables y muy superiores a las internacionales, con márgenes de intermediación financiera mucho mayores durante largos períodos. Prevalen así sistemas con elevados costos financieros y mercados segmentados⁸. El hecho concreto es que los inversionistas productivos han estado sujetos a una macroeconomía real con una pronunciada inestabilidad en un mercado financiero muy incompleto, donde han debido enfrentar tasas de interés con promedios muy elevados, sobre todo en el caso de los deudores no preferentes⁹.

El desempeño de las instituciones financieras ante la actual crisis global exhibe un marcado progreso en la medida que han logrado evitar las crisis bancarias. Su posición es más sólida, con menor exposición al riesgo y una vigilancia fortalecida, pero muestran claras falencias en lo que hace a brindarle un financiamiento más amplio a la actividad económica actual. A su vez, el examen de las reformas del sistema financiero demuestra que no han logrado el desarrollo adecuado para enfrentar la heterogeneidad estructural y facilitar el financiamiento del sector productivo. En este sentido falta forjar una relación proactiva entre las instituciones financieras, reducir la heterogeneidad y, por ende, lograr un efecto social más inclusivo. Sigue pendiente poner en marcha el Consenso de Monterrey de la Conferencia Internacional sobre la Financiación para el Desarrollo o, en otras palabras, incrementar los recursos destinados a financiar el desarrollo económico, social y ambiental de la región e imprimirles un carácter contracíclico.

En consecuencia, la reorganización del sistema financiero debe apuntar a canalizar los recursos hacia el ahorro y la inversión, objetivo que requiere un mercado de capitales más completo en comparación con las reformas sesgadas hacia el corto plazo. Se necesitan instituciones que abarquen un vigoroso segmento de largo plazo para canalizar el ahorro hacia la financiación de la inversión productiva, así como normas prudenciales y contracíclicas. Asimismo, la institucionalidad debe brindar un rol activo a las bancas pública y privada abocadas al desarrollo, pues es la manera de garantizar la vitalidad del segmento de largo plazo.

⁸ Por ejemplo, el valor contable de los gastos generales bancarios de 2007, expresados como proporción de los activos totales, excede el 5% en América Latina, valor superior al registrado en Asia sudoriental, Oriente Medio y África septentrional y Asia y el Pacífico (2%, 2,3% y 3%, respectivamente). Por otra parte, es ilustrativo que durante los años setenta Chile haya aplicado reformas similares y obtenido resultados similares: un crecimiento anual promedio del PIB de apenas un 2,9% entre 1973 y el máximo alcanzado en 1981 —antes de la depresión de 1982—, tasas activas reales de interés demasiado elevadas —un promedio anual del 38% real entre 1975 y 1982—, una reducida tasa de formación de capital, un deterioro de la situación laboral y la distribución del ingreso, y, por último, una terrible crisis bancaria y cambiaria en 1982 y 1983 (Ffrench-Davis, 2008a, caps. IV y V).

⁹ En los países de la región el financiamiento bancario del sector productivo se orienta, sobre todo, a las grandes empresas y su costo es bastante más alto para las pymes que para las empresas de mayor tamaño.

El tratamiento del ahorro institucional, como los fondos de capitalización previsional, amerita un análisis prioritario para que se canalicen hacia el desarrollo productivo de la economía nacional, dado que se trata de fondos de largo plazo. Esto es esencial para el bienestar sostenible de los ahorristas por su doble calidad de trabajadores y futuros pensionados.

2. Hacia una mayor igualdad en el acceso al financiamiento

Un acceso heterogéneo al financiamiento refuerza las desigualdades de las capacidades productivas y la inserción en los grandes mercados, y crea un círculo vicioso que condena a los sectores y unidades productivos de menor capital a una vulnerabilidad permanente y a un crecimiento deficiente. La desigualdad en el acceso al financiamiento y en las condiciones de dicho acceso constituye un eje de la reproducción de la desigualdad social.

Sobre todo, se requiere que las pequeñas y medianas empresas y los sectores de bajos y medianos ingresos gocen de un mayor acceso, pues suelen sufrir la segmentación social del mercado de capitales. Esto no se debe a que las pymes lideren los saltos productivos en la frontera tecnológica, sino a su enorme impacto en la inclusión social, la reducción de la heterogeneidad estructural y, con ello, los avances en la igualdad social. El acceso de las pymes requiere de recursos e instrumentos adecuados desde el punto de vista de la oferta y la demanda para que estas empresas puedan obtener préstamos, pues no basta con mecanismos de garantías. Necesitan de este mercado para enfrentar emergencias, para invertir en educación y capacitación, para llevar a cabo actividades productivas y para modernizarse.

Por ende, es preciso crear entidades especializadas de crédito y mecanismos de garantía para lograr lo que el mercado suele ser incapaz de hacer de manera espontánea. 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 esos sectores discriminados: tecnología, ciertos insumos y servicios conexos, y canales de comercialización e infraestructura. De forma complementaria, es esencial para la proyección de unidades de menores recursos que el proceso productivo se lleve adelante en el contexto de una macroeconomía real que goce de una relativa estabilidad.

El desarrollo de la pequeña y microempresa es vital para combatir la enorme desigualdad entre grandes empresarios y la mayoría de los de menor tamaño, y para avanzar hacia mercados laborales que puedan crear cada vez más empleo de calidad. En este sentido, mejorar su acceso al financiamiento causa un impacto directo, pues genera más y mejor empleo, lo que contribuye de manera sustancial a cerrar las amplias brechas de productividad laboral. Ello constituye un pilar para avanzar hacia una mayor igualdad social.

El diseño y la construcción de un sistema financiero inclusivo y dedicado al financiamiento productivo requiere expandir y desarrollar el instrumental disponible a fin de controlar los riesgos, diversificar el acceso y alargar los plazos de financiamiento, objetivos que

entrañan un fuerte impulso del financiamiento de las pymes y potenciar el papel de las microfinanzas en diferentes escalas y marcos institucionales.

Las microfinanzas desempeñan un papel relevante en lo que hace a mejorar el acceso de los hogares de ingresos bajos y las microempresas a los servicios financieros y el empleo. Su ámbito de acción es muy heterogéneo: el objetivo es, por ejemplo, financiar la compra de equipos sencillos a microempresas o incorporar a miembros inactivos de la fuerza de trabajo —sobre todo mujeres— a la actividad productiva. De este modo, contribuyen a generar PIB, a aumentar el bienestar de los hogares y a consolidar su dignidad¹⁰. Además, dada la importancia que han adquirido los recursos movilizados mediante las remesas de migrantes, las instituciones microfinancieras de algunos países han tratado de ofrecer financiamiento para el desarrollo productivo a los beneficiarios de estos recursos procedentes del exterior. Asimismo, una actividad fundamental de las instituciones microfinancieras de varios países de la región ha sido prestar soporte técnico y estratégico a algunos de los receptores de los créditos, que en ciertos casos apunta a crear complejos productivos (*clusters*) integrados por los clientes para abaratar los costos de producción y distribución, como en el Ecuador, o a asistir a los destinatarios de microcréditos para que identifiquen nuevos mercados donde colocar sus productos, como en el caso del Estado Plurinacional de Bolivia, Honduras y Nicaragua. Es necesario fortalecer y aplicar estas experiencias en otros países.

Para impulsar el desarrollo de las microfinanzas en la región, es preciso formular políticas públicas que permitan alcanzar los siguientes objetivos: i) mejorar la capacidad de las instituciones pertinentes para canalizar los recursos del mercado y desarrollar nuevos productos; ii) enfrentar desafíos relacionados con la gestión y la regulación para facilitar el monitoreo y el manejo de los riesgos; iii) aplicar tecnologías de bajo costo que sean asequibles para este tipo de instituciones, y iv) avanzar hacia la formulación de instrumentos que permitan evaluar mejor los efectos de las microfinanzas.

Es preciso diseñar un sistema financiero que contribuya a reducir la gran heterogeneidad estructural de las economías de la región; este debe apuntarse al incremento sostenido de la productividad de las pequeñas y medianas empresas. Los actuales mercados incompletos de capitales han sido una barrera infranqueable que impidió a muchas pymes dar un salto hacia adelante en su desarrollo. Este es un ingrediente esencial para lograr un crecimiento con igualdad. En ese sentido, la reforma del mercado de capitales implica fortalecer la banca pública y, en particular, la banca de desarrollo, como un instrumento que permita potenciar y democratizar el acceso al crédito, sobre todo a largo plazo y orientado al financiamiento de las inversiones.

¹⁰ En la actualidad, en países como Colombia, el Estado Plurinacional de Bolivia, Guatemala, Nicaragua y la República Bolivariana de Venezuela, las instituciones microfinancieras también ofrecen ciertos tipos de seguros a sus clientes, que en una primera etapa se concentraron en servicios médicos básicos y funerarios, pero que en años recientes se han ampliado y llegan a sus cosechas y bienes de capital financiados mediante microcréditos, como en el caso del Estado Plurinacional de Bolivia.

Los problemas de información que caracterizan el funcionamiento de los mercados financieros dificultan el acceso al crédito de las pequeñas y medianas empresas, así como el de las actividades innovadoras en general. Estos problemas tienden a sumarse a los derivados del descalce de los plazos entre las obligaciones que los intermediarios financieros asumen para obtener los recursos y las necesidades de los eventuales tomadores de préstamos, en particular cuando se destinan a la inversión. Estas dificultades suelen agravarse en economías volátiles e inestables, como las latinoamericanas, donde los depositantes tienen una alta preferencia por la liquidez.

Los bancos privados, sujetos a estrictas regulaciones y supervisiones, operan con horizontes más cortos en materia de beneficios y con un manejo de los riesgos con criterios de mercado. De este modo tienden a favorecer a las empresas de mayor tamaño relativo ya consolidadas o capaces de ofrecer garantías reales de gran valor, o bien se vuelcan al crédito de corto plazo —en desmedro del financiamiento a largo plazo—, a las empresas de menor tamaño o a empresas nuevas o proyectos de rentabilidad más incierta. Son estas empresas o proyectos nuevos, que carecen de un acceso oportuno a la banca privada, los que tienden a introducir nuevos productos o nuevas formas de producirlos, o bien buscan nuevos mercados. Las consecuencias de estos sesgos de la banca privada para la inversión y el crecimiento no son positivas, dado que no alientan la innovación, la productividad de largo plazo ni la reducción de brechas productivas y sociales.

La introducción y el fomento de instrumentos como el arrendamiento con opción a compra, el factoraje, los sistemas de garantías o el capital de riesgo apuntan en la dirección correcta, pero no son suficientes para eliminar el problema del racionamiento del crédito. Para alcanzar esta meta, es necesario fortalecer la banca pública de desarrollo que, por manejar criterios distintos a los de la banca privada en materia de rentabilidad, gestión de riesgos y fondeo de los recursos, podría orientarse a financiar la inversión y el capital de trabajo de las empresas que no gozan de un acceso fluido al crédito. Esto no solo tendría un positivo impacto distributivo, sino que también aumentaría el potencial de crecimiento de la economía al permitir que más unidades productivas se sumen al proceso.

Asimismo, la banca de desarrollo puede jugar un papel esencial en la provisión de financiamiento contracíclico. En respuesta a la crisis global, por ejemplo, el gobierno del Brasil aumentó el capital del Banco Nacional de Desarrollo Económico y Social (BNDES) en un 3,5% de su PIB para incrementar su potencial crediticio y compensar, en parte, la caída del crédito privado: en 2009 el crédito público llegó al 41% del crédito total. Esta institución desempeñó un rol protagónico en la reactivación de la economía brasileña.

Un desarrollo financiero que enfrente la pronunciada heterogeneidad actual debe potenciar el acceso financiero de las micro, pequeñas y medianas empresas. Ello se enmarca en los compromisos contraídos en el marco del Consenso de Monterrey (Naciones Unidas, 2002 y 2007). Para lograr un desarrollo que genere mercados más equitativos y una economía dinámica, es esencial contar con una infraestructura financiera que facilite el acceso a una

diversidad de productos y servicios sostenibles para las mipymes, que fortalezca los débiles segmentos de largo plazo, así como contar con un instrumental financiero diversificado y apropiado para adoptar medidas contracíclicas.

En síntesis, una reforma de las reformas del Consenso de Washington debe priorizar el vínculo del sistema financiero con el proceso de inversión interna y la economía interna más que con los mercados financieros externos, además de contribuir a una mayor estabilidad económica, lo que significa evitar tipos de cambio desalineados y regular las tasas de interés, a fin de reducir la frecuencia y virulencia de las oscilaciones cíclicas y evitar tasas reales de interés negativas o demasiado elevadas. Por último, debe procurar desconcentrar el poder económico mediante mecanismos de financiamiento inclusivos que privilegien el acceso de las pymes (Ffrench-Davis, 2005).

3. La cuenta de capitales y el financiamiento del desarrollo

Las reformas del mercado interno de capitales estuvieron acompañadas de la liberalización de la cuenta de capitales. La apertura financiera total al exterior, como la llevada a cabo durante los años noventa y la década actual, suele traducirse en una integración a los segmentos más especulativos del mundo desarrollado. En consecuencia, el segmento de mayor dinamismo del mercado de capitales ha sido la gran actividad financiera, con flujos de corto plazo desde y hacia el exterior, caracterizados por su volatilidad procíclica y su escasa conexión con las inversiones productivas. Sin embargo y como se ha constatado, no se logró el objetivo original de la liberalización de financiar una inversión mayor y de alta productividad para aumentar el crecimiento económico. En cambio, sí se abrió camino a intensas inestabilidades cíclicas importadas mediante la cuenta de capitales. Una regulación eficaz de la cuenta de capitales surge como una condición imprescindible para avanzar hacia una macroeconomía para el desarrollo con independencia monetaria y sostenibilidad cambiaria.

Las regulaciones de la cuenta de capitales pueden funcionar como un instrumento macroeconómico prudencial al estar dirigidas a los flujos volátiles, que son la fuente directa de los ciclos de auge y contracción. Si resultan eficaces, atenúan las presiones orientadas a apreciar el tipo de cambio y permiten adoptar políticas monetarias contractivas durante los períodos de euforia financiera. Asimismo, estas regulaciones tenderán a reducir los costos cuasifiscales de la acumulación esterilizada de reservas internacionales. Cabe recordar que en la etapa baja del ciclo —el período de restricción externa activa—, la aplicación previa de estas regulaciones abre un espacio para las políticas monetarias y fiscales expansivas durante la recesión, que resultan de enorme utilidad en situaciones como la crisis global actual.

En general, la experiencia muestra que es beneficioso recurrir a restricciones cuantitativas o de precio sobre las entradas de capitales líquidos o de corto plazo, lo que contribuye a adoptar políticas macroeconómicas contracíclicas y a mejorar los perfiles de madurez de los

pasivos externos (Ocampo, 2007; Williamson, 2003). Estas regulaciones tienen por objeto crear un entorno macroeconómico más estable durante el auge y minimizar los costosos ajustes recesivos durante las caídas desde posiciones de desequilibrio causadas por un recalentamiento económico. Es decir que producen un entorno más adaptado al mercado para alcanzar las siguientes metas: i) tomar decisiones de inversión irreversibles; ii) evitar brechas significativas entre el PIB real y el PIB potencial; iii) evitar precios macroeconómicos —tipos de cambio y tasas de interés— demasiado desalineados, y iv) evitar desequilibrios de otras relaciones macroeconómicas fundamentales asociados al surgimiento de zonas de vulnerabilidad, con niveles insostenibles de déficit en la cuenta corriente, coeficientes entre precio y utilidad en las bolsas, relación entre pasivos líquidos y de corto plazo y reservas internacionales.

El debate acerca de los controles sobre los capitales se intensificó a raíz de las difundidas medidas adoptadas por Malasia en 1998, cuando impuso duras restricciones cuantitativas a las salidas de capitales (Kaplan y Rodrik, 2001), que resultaron determinantes para permitir la aplicación de activas políticas monetarias y fiscales que dieron lugar a la reactivación de 1999.

Pero no es suficiente saber cómo dejar atrás una crisis luego de sufrirla. Tanto o más importante es evitar caer en una crisis o morigerar drásticamente sus costos: esta es una meta de la regulación de los flujos de capitales orientada a lograr equilibrios sostenibles en la macroeconomía real. En años recientes, los países de la región han hecho interesantes intentos de regulación para alcanzar esos equilibrios, sobre todo para evitar apreciaciones excesivas del tipo de cambio (CEPAL, 2009a), entre los que cabe mencionar a la Argentina, el Brasil, Colombia y el Perú (véase el recuadro VIII.1).

Recuadro VIII.1

Control de capitales: más vale prevenir que curar

La falta de regulación macroeconómica prudencial de las entradas de capital deja lecciones importantes para la política económica. El predominio de posturas pasivas ha vuelto a las economías nacionales vulnerables a los choques externos, lo que dotó de una enorme volatilidad a los precios macroeconómicos internos clave —tipos de cambio y tasas de interés— y a los agregados macroeconómicos: la brecha entre la demanda efectiva y el PIB potencial y el balance externo. Al deprimir la inversión, estas fluctuaciones ejercen efectos adversos en el crecimiento a largo plazo, el empleo productivo y la equidad. En años más recientes, varios países de la región han llevado a cabo intervenciones en la cuenta de capitales con el fin de evitar la excesiva volatilidad de los flujos o las cotizaciones cambiarias.

En los años noventa, en Chile y Colombia se recurrió a la aplicación sistemática de un encaje no remunerado a los ingresos de capitales financieros que, entre otros objetivos, procuró mantener los tipos de cambio en niveles competitivos para la producción de bienes transables, hacer espacio para la política monetaria y regular la demanda interna y el balance externo.

A partir de junio de 2005, en la Argentina se exige a quienes ingresen moneda extranjera que constituyan un depósito en dólares equivalente al 30% del total de la operación. Este

Recuadro VIII.1 (conclusión)

depósito obligatorio se aplica con algunas excepciones a distintos tipos de flujos de capital, como deudas del sector financiero y privado no financiero, emisiones primarias de acciones de empresas residentes que no cuentan con oferta pública y cotización en mercados autorregulados, inversiones de cartera de no residentes destinadas a tenencias de moneda local, e ingresos de divisas en el mercado local de cambios por ventas de activos externos de residentes por montos mayores a los dos millones de dólares por mes calendario, entre otras operaciones dirigidas a evitar filtraciones y elusiones. Existe un plazo mínimo de 365 días para los endeudamientos y renovaciones de deudas con el exterior de residentes, que no pueden cancelarse antes del vencimiento de ese plazo.

De mayo de 2007 a octubre de 2008, en Colombia se exigió a los inversionistas internacionales la colocación de un depósito no remunerado para la inversión de cartera del exterior en acciones y requirió la permanencia mínima de dos años para la inversión extranjera directa. En un principio, el depósito requerido era del 40% del monto, pero a partir de mayo de 2008 este porcentaje aumentó al 50%. Estos requisitos fueron eliminados a causa de la crisis internacional, específicamente para las nuevas inversiones del exterior en acciones o en bonos obligatoriamente convertibles en acciones y para la adquisición de partes de carteras colectivas compuestas solo por acciones. Sin embargo, se mantuvo el requisito del depósito para otras inversiones de cartera provenientes del extranjero, sobre todo los activos de renta fija.

En el Perú, además de la intervención directa en el mercado cambiario, el banco central utiliza la modificación de los encajes en dólares como herramienta para manejar la liquidez interna en moneda extranjera. A principios de 2008, a raíz de las cuantiosas entradas de capitales, se acentuó la intervención en el mercado cambiario y se aumentaron los encajes en nuevos soles y en dólares a fin de reducir la necesidad de esterilización. Para limitar más la entrada de capitales, el banco central dejó de emitir certificados de depósito en forma transitoria y los reemplazó por subastas de depósitos no transferibles y certificados de depósito de negociación restringida, que solo podían ser adquiridos por entidades financieras nacionales a fin de limitar su rol como instrumentos de control de la liquidez más que como activos de inversión atractivos para los inversionistas internacionales. Se introdujo una comisión a la transferencia de titularidad de los certificados del Banco Central de Reserva del Perú (BCRP) para no residentes. Cabe señalar que a partir de la firma del tratado de libre comercio con los Estados Unidos, el Perú enfrenta restricciones para imponer medidas que discriminen a los inversionistas de dicho país.

En octubre de 2009, el Brasil aplicó un impuesto del 2% a los flujos de capital destinados a la adquisición de acciones y bonos, excluida la inversión extranjera directa. Poco después, se estableció un impuesto del 1,5% sobre los títulos de depósito en el mercado estadounidense (ADR) de las empresas brasileñas que cotizan en la bolsa de Nueva York. Cabe recordar que durante el anterior período de significativa apreciación nominal del real, el Brasil había aplicado un impuesto del 1,5% sobre las inversiones extranjeras en activos de renta fija, que fue eliminado en octubre de 2008 tras la eclosión de la crisis financiera internacional.

Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), *Balance preliminar de las economías de América Latina y el Caribe, 2009* (LC/G-2424-P), Santiago de Chile, 2009. Publicación de las Naciones Unidas, N° de venta: S.09.II.G.149.

En los años noventa cabe destacar la experiencia de regulación contracíclica de los ingresos de capitales que Chile implementó a inicios de la década. De cara a una gran oferta de financiamiento externo —en relación con su PIB—, que podía tener un efecto desequilibrante, estableció un encaje sobre los ingresos de capitales que no constituyeran una inversión extranjera directa. Durante el quinquenio 1991-1995, la apreciación del tipo de cambio y el déficit de la cuenta corriente —como proporción del PIB— resultaron inferiores al promedio de la región en general y de otros países de América Latina que recibieron enormes capitales en este período¹¹. Los desincentivos a las entradas de corto plazo hicieron espacio para políticas cambiaria y monetaria activas. Chile logró controlar la composición de los ingresos mediante una merma significativa de los flujos líquidos y de corto plazo.

Diversas pruebas econométricas confirman que la inversión extranjera directa es mucho menos volátil que el endeudamiento de corto plazo y los flujos de cartera, y que es acertado focalizar las políticas prudenciales de regulación macroeconómica —como el encaje— en los flujos de corto plazo o volátiles (Agosin y Ffrench-Davis, 2001, cuadro 4). A su vez, como se ha reiterado en este capítulo, los flujos persistentes tienden a dirigirse a la inversión productiva y no al consumo, mientras que la probabilidad de crisis y la gravedad de sus consecuencias parecen tener un estrecho vínculo con una mayor liquidez de los pasivos externos netos (Rodrik y Velasco, 1999). En el caso de Chile, junto con la intervención esterilizadora en los mercados de divisas y monetario, se impidió la apreciación excesiva del tipo de cambio y el auge del consumo, manteniendo así el déficit en la cuenta corriente dentro de límites razonables hasta mediados de la década de 1990 (Le Fort y Lehmann, 2003; Williamson, 2003). Así, la economía chilena funcionó de manera persistente alrededor de su frontera productiva, lo que durante ese lapso generó un círculo virtuoso de elevada inversión productiva, alto crecimiento del PIB —con un promedio superior al 7%— e inflación decreciente.

Las experiencias positivas mencionadas se refieren a la regulación de los ingresos de capitales. Otro aspecto guarda relación con los egresos de capitales nacionales. Algunas economías, como la República de Corea, impusieron estrictos controles sobre los capitales durante varias décadas. Tras las liberalizaciones de los ingresos de capitales, que culminaron con la crisis de 1998 (Agosin y Ffrench-Davis, 2001), la República de Corea mantuvo controles sobre los egresos de fondos por parte de los residentes (Mahani, Shin y Wang, 2005). En algunos países de la región, a causa de las reformas y transformaciones de los sistemas previsionales en fondos de capitalización privados, se han creado fuentes de largo plazo con volúmenes crecientes y muy significativos que dieron origen a ahorros institucionales cada vez mayores. El enfoque neoliberal ha presionado a favor de liberalizar

¹¹ Véanse los antecedentes cuantitativos en Ffrench-Davis (2005, cap. VI y 2008, cap. VIII). En Agosin y Ffrench-Davis (2001) y Le Fort y Lehmann (2003) se examinan diversos aspectos del encaje, su aplicación y efectos, y se analiza la literatura crítica.

el manejo de estos fondos y permitir su libre movimiento con el exterior. Naturalmente, si los márgenes de acción son muy amplios, se pueden convertir en fuentes de inestabilidad macroeconómica¹². La importancia del volumen de estos fondos y su naturaleza de muy largo plazo hacen que una reforma de las reformas les otorgue un papel crucial como factor de estabilidad macroeconómica real (Zahler, 2005) y como factor primordial para una reestructuración gradual del mercado de capitales orientada a lograr la formación de capital y el desarrollo productivo.

Asimismo, los controles más tradicionales, como los aplicados en China y la India —como las prohibiciones al endeudamiento financiero de corto plazo, las cuotas sobre inversiones bursátiles y los controles sobre las salidas de capitales, han resultado muy efectivos para alcanzar el objetivo de la política macroeconómica, a saber: una reducción más drástica del nexo entre la economía interna y la volatilidad de los mercados internacionales. Ambos países han resistido con gran éxito la actual crisis, manteniendo un freno sobre la transmisión de los choques externos recesivos que han golpeado a la mayor parte de las economías desarrolladas, emergentes y en transición. Estos controles han permitido instrumentar notables programas de reactivación ahora vigentes.

La eficaz regulación contracíclica de la cuenta de capitales, respecto de los ingresos y egresos de fondos, provee espacio para reorganizar el sistema financiero a fin de canalizar los recursos hacia el ahorro y la inversión, en conexión directa con el aparato productivo. No obstante, en la práctica, el carácter procíclico y volátil de los flujos financieros externos ha conspirado contra el logro de una mayor intermediación financiera que facilitara el desarrollo de la región. Ello implica generar una mayor capacidad para captar el ahorro externo y dirigirlo hacia el financiamiento productivo, el apoyo al crecimiento y el empleo, y para contribuir a la integración de nuestras sociedades, reduciendo la heterogeneidad estructural entre los diferentes sectores productivos.

4. Una síntesis del gran desafío macroeconómico: manejar los flujos de capitales

La baja tasa de inversión de las últimas dos décadas muestra que subsisten fallas estructurales en los mercados de capitales internos y en el vínculo con los mercados internacionales. Los efectos negativos de estas fallas se han visto agravados por las deficiencias del entorno macroeconómico nacional.

Por otra parte, hoy el mundo exhibe aprendizajes decisivos. La mitigación de la crisis financiera reciente, cuyos efectos en principio se preveían tan dramáticos como los de la crisis de los años treinta, no se debió a un acto de magia ni a la autocorrección de

¹² Por el contrario, las autoridades de Singapur han utilizado un fondo de pensiones semipúblico como eficaz instrumento de estabilización.

los mercados. Fueron vitales las acciones públicas deliberadas, orientadas a corregir el entorno macroeconómico de la economía mundial luego del desfondamiento financiero ocurrido en el segundo semestre de 2008. La corrección implicó operar contra el paradigma predominante de un Estado pasivo y la neutralidad de las políticas económicas; esto es, se logró superar la visión opuesta a utilizar los instrumentos disponibles, en particular la política fiscal, con objetivos contracíclicos. La respuesta de las principales economías del mundo consistió en una vigorosa política fiscal contracíclica. Una vez evitado el colapso corresponde fortalecer las correcciones. Esto no implica el fin de la crisis y de la coyuntura recesiva, pero sí cabe desear que sea el inicio de la recuperación de la actividad económica de la región y el resto del mundo.

Darle sostenibilidad a la recuperación de la crisis es un gran desafío, sobre todo si lo que se busca, es crear un entorno para el trabajo y el capital productivo que estimule un desarrollo dinámico. El tipo de enfoque macroeconómico ejerce una influencia decisiva en el grado de estabilidad y cómo esta afecta la trayectoria y la velocidad del crecimiento y determina el grado de equidad en los mercados nacionales. El sistema financiero debe desempeñar un papel imprescindible y fundamental en lo que respecta a captar ahorros y encauzarlos hacia la inversión. A su vez, el capital extranjero puede jugar un valioso papel como complemento del ahorro nacional, para lo cual es crucial la composición y estabilidad de los flujos. La liberalización financiera indiscriminada resultó ineficaz para lograr el desarrollo productivo y la estabilidad macroeconómica real y fue perjudicial para los objetivos destinados a reducir la desigualdad. La crisis global —un ejemplo de los riesgos del financiamiento desregulado— ha abierto en los países de la región un espacio para las políticas más pragmáticas para la regulación contracíclica de la cuenta de capitales.

Un desarrollo sostenible exige políticas públicas congruentes con la inclusión social y la existencia de países insertos en la economía internacional con una creciente integración interna y una menor desintegración social. La manera en que se aborde la reforma de los mercados de capitales nacionales y la conexión con los mercados de capitales financieros internacionales representará un desafío crucial para lograr una macroeconomía que apunte sostenidamente al desarrollo económico y social.