

REVISTA

de la

C E P A L

NUMERO 60
DICIEMBRE 1996
SANTIAGO DE CHILE

OSCAR ALTIMIR
Director

EUGENIO LAHERA
Secretario Técnico



NACIONES UNIDAS

SUMARIO

La evolución de las ideas y las políticas para el desarrollo	7
<i>Gert Rosenthal</i>	
Políticas macroeconómicas para el crecimiento	21
<i>Ricardo Ffrench-Davis</i>	
Flujos de capitales: lecciones a partir de la experiencia chilena	39
<i>Eduardo Aninat, Christian Larrain</i>	
La transformación del desarrollo industrial de América Latina	49
<i>José Miguel Benavente, Gustavo Crespi, Jorge Katz, Giovanni Stumpo</i>	
Las reformas de las pensiones en América Latina y la posición de los organismos internacionales	73
<i>Carmelo Mesa-Lago</i>	
Aportes de la antropología aplicada al desarrollo campesino	95
<i>John Durston</i>	
Prospección de la biodiversidad: potencialidades para los países en desarrollo	111
<i>Julie M. Feinsilver</i>	
La inversión extranjera y el desarrollo competitivo en América Latina y el Caribe	129
<i>Alejandro C. Vera-Vassallo</i>	
La crisis del peso mexicano	151
<i>Stephany Griffith-Jones</i>	
Publicaciones recientes de la CEPAL	172

Políticas *macroeconómicas* para el crecimiento

Ricardo Ffrench-Davis

*Oficial Principal de
Asuntos Económicos,
Secretaría Ejecutiva
de la CEPAL*

El artículo analiza la interrelación de la macroeconomía con el crecimiento. Hace un recuento del escenario macroeconómico reciente, destacando sus progresos y deficiencias. En seguida examina las implicaciones de la existencia de brechas entre la capacidad productiva y su utilización o demanda efectiva, y analiza en qué forma una brecha persistente afecta la velocidad de desplazamiento de la frontera de producción, lo que se ilustra con acontecimientos de los años ochenta y noventa. Luego pasa revista a las políticas económicas que inciden en el grado de cercanía que se alcance entre la frontera de producción y la demanda efectiva, en particular abordando casos de políticas antiinflacionarias y de *shocks* externos. El artículo termina con algunas consideraciones y recomendaciones sobre la calidad de la política macroeconómica y el nivel adecuado o correcto de los precios macroeconómicos, en particular el tipo de cambio y la tasa de interés, y subraya la necesidad de fomentar de manera eficaz la inversión en la gente y de cautelar que el ingreso de fondos externos se dirija hacia inversiones productivas.

I

Introducción

Los equilibrios macroeconómicos no constituyen un objetivo *per se*. En cambio, sí son un insumo crucial para lograr un desarrollo más dinámico y con equidad. Por esto tiene tanta importancia cómo se logran los equilibrios macroeconómicos, cuán sostenibles e integrales resultan, y cuál es su grado de compatibilidad con los equilibrios macrosociales.

Varios países de América Latina han sido víctimas de hiperinflaciones. El fenómeno tiende a ser tan dominante que la política antiinflacionaria suele convertirse en el objetivo absoluto del programa económico. Nuestras notas se ubican más allá de esa situación u otros eventos catastróficos, ya que nos interesa en particular la interrelación de la macroeconomía con el crecimiento.

Desde el punto de vista productivo, las políticas macroeconómicas eficientes deben contribuir a: i) elevar la tasa de uso de la capacidad productiva, del trabajo y del capital, de manera sostenible; ii) estimular la formación bruta de capital, y iii) acrecentar la productividad, alentando mejoras de la calidad de los fac-

tores y de la eficiencia de su asignación. Estos son los tres ingredientes terminales que determinan la tasa de crecimiento económico. El historial de los países de América Latina y el Caribe en estas tres dimensiones ha sido deficiente en los últimos tiempos.

La adecuación entre el nivel de la demanda y el de la oferta agregada, su composición entre bienes transables y no transables, y los precios relativos macroeconómicos, como tasas de interés y tipo de cambio, son variables determinantes para alcanzar los objetivos de las políticas macroeconómicas.

Para que la contribución de estas políticas al desarrollo sea más eficaz, es preciso generar una visión de conjunto, más integral en la dimensión económica propiamente tal, que considere sistemáticamente sus efectos sobre el desarrollo productivo; que con un enfoque también integrado, concilie los equilibrios macroeconómicos con los macrosociales, y que las tendencias que produzcan resulten sostenibles en el tiempo. La formación de capital y su productividad efectiva dependen decisivamente de la calidad de esos equilibrios.

II

El escenario macroeconómico reciente

1. Los logros

América Latina ha mejorado significativamente sus políticas macroeconómicas, pues ha logrado corregir varios de los desequilibrios que más distorsiones causaron en los años ochenta.

Hacia fines de 1994, las hiperinflaciones habían desaparecido y muchos países de la región exhibían tasas de inflación de sólo un dígito. Los balances presupuestarios y el ahorro fiscal habían mejorado notablemente en muchos de ellos (CEPAL, 1995b, cuadro A.6). La expansión monetaria por emisiones en favor del sector público perdía fuerza o desaparecía. El vo-

lumen de las exportaciones se expandía aceleradamente (el promedio de la región en 1990-1994 fue de más de 7%), y muchos países acumulaban significativas reservas internacionales (equivalentes a 6.5% del PIB de la región en el trienio 1991-1993).

Asimismo, se generalizaba el reconocimiento de la importancia de lograr equilibrios macroeconómicos. Sin embargo, tres tipos de problemas se iban gestando. En primer lugar, ciertos equilibrios se habían logrado a expensas de desequilibrios en algunas otras variables macroeconómicas (como la tasa de uso de la capacidad) o mesoeconómicas (descuidando ámbitos relevantes para la competitividad y la equidad, como la inversión en infraestructura y los salarios de los profesores). Segundo, lo que tal vez fue una política apropiada en determinada coyuntura, puede dejar de serlo a medida

□ El autor agradece los comentarios de Oscar Altimir, André Hofman y Joseph Ramos, así como la colaboración de Roberto Machado.

que ésta evoluciona, de modo que la naturaleza de la política macroeconómica debe adecuarse progresiva y oportunamente a esa evolución. Tercero, al margen de la masiva adhesión ciudadana que ha conitado la derrota de las hiperinflaciones y de casos de anarquía económica, el insuficiente o inadecuado balance alcanzado entre los diversos objetivos de la sociedad hace que amplios sectores de la población se sientan muy insatisfechos con las políticas públicas vigentes y con sus resultados en términos de distribución del ingreso y participación. A nuestro juicio, esta insatisfacción tiene que ver, en parte, con las deficiencias manifestadas en los dos primeros frentes.

2. Desequilibrios rebeldes o emergentes

En los años ochenta, las devaluaciones cambiarias alimentaron los auges inflacionarios. En los años noventa, el éxito en la reducción de la inflación se conquistó, en varios casos, con el apoyo de apreciaciones cambiarias; en efecto, la gran mayoría de los países revaluó sus tipos de cambio reales entre 1990 y 1994, alcanzando un promedio ponderado de 24%. La recuperación del acceso al financiamiento externo permitió o estimuló sucesivas revaluaciones reales, que sirvieron de ancla a los precios internos de los productos

transables (cuadro 1). A comienzos de los años noventa, además, muchos países exhibían elevadas tasas de subutilización de su capacidad productiva. Este hecho, unido al recuperado financiamiento externo y a las revaluaciones cambiarias, contribuyó a que varios países incrementaran la tasa de uso de los recursos junto con reducir la inflación.

Las primeras revaluaciones partieron de niveles cambiarios muy depreciados, resultantes de la generalizada crisis de la deuda externa de los años ochenta. Sin embargo, con el transcurso del tiempo se fueron acumulando apreciaciones muy significativas, que ayudaron a frenar persistentemente la velocidad de la inflación, pero contribuyeron también a crecientes déficit en cuenta corriente en los años noventa (cuadro 2). En efecto, las apreciaciones cambiarias contribuyeron a que los déficit en cuenta corriente fuesen cada vez mayores: en 18 países de la región el promedio subió de 9 000 millones de dólares en 1983-1990 a 53 000 millones en 1994. En combinación con la liberalización comercial (CEPAL, 1995a, cap. V), ellas hicieron que la recuperación de la demanda agregada, tanto por personas naturales como por empresas, fuese crecientemente intensiva en rubros importados. Por ejemplo, entre 1990 y 1994 el PIB regional se expandió 15%, en tanto que las importaciones de bienes y servicios crecieron 69%.

De hecho, las importaciones reales se expandieron en 15%, como promedio anual, entre 1990 y 1994, en tanto que las exportaciones sólo crecieron 7%. 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 que fueron inducidos o sostenidos por corrientes financieras, los procesos de estabilización del nivel de precios tendieron a ser más rápidos. Pero también se tornaron más vulnerables, a medida que la brecha entre gasto interno y producción se acrecentaba y los pasivos externos se acumulaban aceleradamente. Como consecuencia previsible, los acreedores externos se tornaron cada vez más sensibles a las "malas noticias" políticas y económicas.

Así, algunos países enfrentaron retrocesos traumáticos en la lucha antiinflacionaria (México, por ejemplo), o situaciones recesivas (el mismo México y Argentina). No obstante, cuando las correcciones se hicieron oportunamente, los ajustes pudieron llevarse a cabo sin grandes trastornos (en cierto grado, como en Brasil en 1995).

CUADRO 1

Argentina y México: Evolución de los precios relativos^a (1986 = 100)

	Argentina		México
	Mayoristas/ minoristas	Industria/ servicios privados	Bienes transables/ bienes no transables
1980	87.1	90.2	67.7
1981	88.3	90.5	66.4
1982	116.9	139.4	69.9
1983	126.1	143.6	81.5
1984	119.0	131.7	89.8
1985	114.6	120.0	90.1
1986	100.0	100.0	100.0
1987	94.9	99.7	116.5
1988	109.6	126.7	95.4
1989	124.3	155.1	73.2
1990	94.6	85.9	58.6
1991	67.6	61.0	55.8
1992	79.1	54.3	52.7
1993	50.6	47.8	50.3
1994	51.4	45.4	...

Fuente: Para Argentina: elaboración con datos del Banco Central de Argentina, Instituto Nacional de Estadística y Censos (INDEC) y *Situación Latinoamericana* (1996). Para México: con datos de la Secretaría de Hacienda y Crédito Público de México.

^a Cocientes entre índices de precios.

CUADRO 2

América Latina (19 países): Déficit externo, inversión y tipos de cambio

Países	Déficit en cuenta corriente (Millones de dólares de cada año)					
	1983-1990	1991	1992	1993	1994	1995
Argentina	1 413	647	6 546	7 031	9 311	2 277
Brasil	1 554	1 443	(6 140)	592	1 689	17 784
Chile	1 101	287	1 065	2 421	1 045	270
Colombia	668	(2 363)	(925)	2 130	3 033	4 055
México	592	14 995	24 919	23 496	29 514	736
Perú	932	1 649	2 143	2 092	2 605	4 197
América Latina	7 956	18 901	36 915	45 656	50 730	33 314
América Latina-Venezuela	9 653	20 670	20 670	43 663	53 180	34 864
	Formación bruta de capital fijo (% del PIB a precios de 1980)					
Argentina	16.5	15.4	18.6	19.9	22.0	19.4
Brasil	16.5	14.2	13.2	13.7	14.6	15.7
Chile	15.3	17.2	19.6	21.7	21.6	22.3
Colombia	15.7	12.6	13.7	17.7	19.1	21.1
México	17.1	19.6	21.1	20.7	21.7	16.3
Perú	17.6	17.3	18.0	18.8	22.4	...
América Latina ^a	16.8	16.3	17.4	18.0	18.6	17.5
	Índices de tipo de cambio real ^b (1987-1990 = 100)					
	1983-1986	1991	1992	1993	1994	1995
Argentina	78.5	67.3	62.6	60.1	63.3	70.3
Brasil	117.2	93.2	100.5	90.8	73.1	55.5
Chile	68.8	100.1	96.6	97.9	97.8	93.6
Colombia	65.1	112.1	99.3	96.6	83.0	83.1
México	96.0	81.3	74.8	71.2	73.1	108.0
Perú	136.4	54.0	53.2	54.8	55.7	56.3
América Latina ^a	97.4	87.1	86.0	81.1	74.8	76.4
Promedio simple de América Latina	85.8	96.4	95.0	93.7	92.1	94.7

^a El tipo de cambio real promedio de América Latina fue calculado considerando la participación relativa del PIB de los diferentes países, excluido Panamá. Para 1995, además de Panamá, se excluyó a Haití y Nicaragua.

^b Corresponde al promedio anual de los índices de tipo de cambio real (oficial principal) de la moneda de cada país respecto de las monedas de los principales socios comerciales, ponderado por la importancia relativa de las exportaciones hacia esos países. Las ponderaciones corresponden al promedio del período 1989-1992. Los índices, contruidos con índices de precios al consumidor, se obtuvieron de CEPAL, *Estudio Económico de América Latina y el Caribe, 1981* y posteriores datos actualizados de la CEPAL.

Durante las situaciones de emergencia causadas por la crisis de la deuda, en muchos países los gastos públicos se redujeron de manera generalizada. Se recortaron gastos redundantes y burocráticos, pero también rubros en los que los desembolsos eran insuficientes, lo que mermó gastos esenciales para una transformación productiva con equidad. En infraestructura, educación y capacitación laboral, la inversión —pública o bien privada, a falta de la primera— suele ser muy inferior a los montos adecuados a economías que sufren importantes procesos de reforma y transformación.

Acumular por muchos años una excesiva repre-

sión de esos gastos esenciales debilita los esfuerzos por mejorar la calidad de los factores y dificulta la utilización de la capacidad instalada, haciendo así menos eficientes las transformaciones productivas que experimenta la región. Las economías operan, entonces, con fronteras productivas menos dinámicas y en posiciones que de hecho están marcadamente por debajo de esa frontera, y la capacidad de producción se subutiliza y tiende a expandirse más lentamente debido a la menor inversión, con el consiguiente impacto negativo sobre la productividad efectiva, el empleo y la rentabilidad.

3. La evolución de la coyuntura y el necesario ajuste en las políticas macroeconómicas

El resurgimiento de la afluencia de capitales a la región en los inicios de los años noventa proporcionó el financiamiento necesario para aprovechar con mayor intensidad las capacidades productivas disponibles en cada país, y alivió la presión vinculada a las frecuentes negociaciones de la deuda externa, que distraían la atención y las energías de la tarea de resolver problemas más estructurales. Sin embargo, también planteó el desafío de garantizar la estabilidad y sustentabilidad de los equilibrios macroeconómicos.

La afluencia neta de capital externo repuntó a partir de 1990 y alcanzó un promedio anual de alrededor de 62 000 millones de dólares en 1992-1994, principalmente de fuentes privadas. Para la región en su conjunto, la reactivación de la entrada de capitales tuvo efectos positivos de tipo keynesiano: eliminó la restricción externa dominante, permitiendo que se utilizara de manera cada vez más plena la capacidad productiva, y con ello que se recuperara la producción, los ingresos y el empleo (e incluso la inversión, como se anota más adelante). La supresión de la restricción externa entre 1990 y 1994 contribuyó a la reanudación del crecimiento económico, cuya tasa anual aumentó de 1.6% en 1983-1990 a 3.6% en 1991-1994 (cuadro 3, línea 15).

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. El efecto expansivo se generalizó en toda la región y fue especialmente vigoroso en algunos países (como Argentina, Chile, Perú y Venezuela). Sin embargo, hubo excepciones. Así, México, si bien experimentó una afluencia especialmente cuantiosa de capital privado, no mostró una recuperación importante del crecimiento durante el período. Hacia fines de los años ochenta, este país estaba operando cerca de su frontera productiva; la inversión fue moderada en 1990 y 1994 y el atraso cambiario llevó a cierta subutilización de la capacidad de producción de bienes transables, de modo que éstos pudieron responder prestamente ante la recesión con maxidevaluación de 1995.

El grado en que la afluencia de fondos externos se traduce en aumentos del PIB está fuertemente determinado por i) la brecha inicial entre el PIB efectivo y la frontera productiva; ii) la naturaleza de las políticas económicas internas, particularmente las macroeconómicas; iii) las expectativas de los agentes económicos;

iv) los acontecimientos políticos, y v) factores externos como el comportamiento de la relación de precios del intercambio.

La celeridad con que la afluencia de capital eliminó la restricción externa y generó un superávit de fondos 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, 1995a, cap. XI): el gasto interno se elevó más 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 estado reprimidos por la restricción externa durante el período precedente. Sin embargo, la continua abundancia de capital las prolongó a lo largo del tiempo y tendió a generar desequilibrios insostenibles, pues el ahorro nacional resultó desplazado por el ahorro externo, como se refleja en el hecho de que el incremento de la inversión total fue inferior al de este ahorro externo (cuadro 3, líneas 3 y 12).

En efecto, la tasa de inversión subió recién en 1992 a un nivel superior al promedio de 1983-1990. Debe añadirse que sólo en algunos de los países de la región que han recibido cuantiosas entradas de capital (Chile, por ejemplo), dicha afluencia ha estado acompañada de un aumento apreciable de la tasa de inversión. Con todo, si se compara 1983-1990 con 1993-1994, el ahorro externo utilizado (la afluencia neta de capitales menos la acumulación de reservas) se elevó en más de tres puntos porcentuales del PIB, en tanto que el coeficiente de inversión creció en menos de dos puntos.¹ El resto se utilizó en consumo y en compensar el deterioro de la relación de precios del intercambio, con una merma del coeficiente de ahorro interno (cuadro 3, líneas 11 y 14). Este "desequilibrio" fue muy marcado en casos como los de Argentina y México.

En un proceso de esta naturaleza no es sorprendente que el ahorro interno resulte perjudicado, como aconteció en esta ocasión, en particular en los países con mayores revaluaciones, como Argentina y Méxi-

¹ Estas cifras están expresadas en moneda de 1980. En las nuevas series de cuentas nacionales preparadas por la CEPAL en moneda de 1990, los coeficientes de inversión de la mayoría de los países de la región resultan más elevados, aunque sus inflexiones son similares. Por lo tanto, en ellos la tasa de inversión en los años ochenta y noventa sigue siendo muy inferior a la de los años setenta.

América Latina (19 países): Indicadores macroeconómicos
(En miles de millones de dólares y como porcentaje del PIB)

	Miles de millones de dólares de 1980								Porcentajes del PIB							
	1976- 1981	1983- 1990	1991- 1992	1993- 1994	1991	1992	1993	1994	1976- 1981	1983- 1990	1991- 1992	1993- 1994	1991	1992	1993	1994
1. Afluencia neta de capitales	32.7	9.0	41.6	45.9	31.8	51.4	56.4	35.4	4.9	1.2	4.8	4.9	3.7	5.8	6.2	3.7
2. Cambios en las reservas	6.6	1.3	19.4	7.8	16.2	22.5	18.6	-3.0	1.0	0.2	2.2	0.8	1.9	2.6	2.0	-0.3
3. Ahorro externo (1-2)=8	26.1	7.7	22.2	38.1	15.6	28.9	37.8	38.4	3.9	1.0	2.6	4.1	1.8	3.3	4.1	4.0
4. Efecto en la relación de precios del intercambio ^a	5.5	30.0	48.0	54.2	46.9	49.1	54.3	54.0	0.8	3.8	5.5	5.8	5.5	5.6	6.0	5.7
5. Déficit comercial	4.3	-53.7	-46.8	-38.1	-53.4	-40.1	-39.4	-36.8	0.6	-6.9	-5.4	-4.1	-6.2	-4.5	-4.3	-3.9
6. Servicios de factores	16.9	34.6	28.1	29.3	28.7	27.6	29.4	29.2	2.5	4.4	3.2	3.1	3.4	3.1	3.2	3.1
7. Trans. unilaterales ^b	0.6	3.2	7.1	7.3	6.6	7.7	65.0	8.2	0.1	0.4	0.8	0.8	0.8	0.9	0.7	0.9
8. Déficit en cuenta corriente (4+5+6-7)=3	26.1	7.7	22.2	38.1	15.6	28.9	37.8	38.4	3.9	1.0	2.6	4.1	1.8	3.3	4.1	4.0
9. PIB	671.3	782.6	869.1	931.8	855.9	882.2	911.0	952.4	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
10. INB (Y=9-4-6+7) ^c	649.5	721.2	800.1	855.6	786.9	813.2	833.8	877.4	96.8	92.2	92.1	91.8	91.9	92.2	91.5	92.1
11. Consumo	514.4	598.5	673.1	721.5	662.0	684.4	706.4	736.9	76.6	76.5	77.4	77.4	77.3	77.6	77.5	77.4
12. Inversión	161.2	130.4	149.2	172.2	140.5	157.7	165.2	178.7	24.0	16.7	17.2	18.5	16.4	17.9	18.1	18.8
13. Exceso de gasto con respecto al PIB (11+12-9)=5	4.3	-53.7	-46.8	-38.1	-53.4	-40.1	-39.4	-36.8	0.6	-6.9	-5.4	-4.1	-6.2	-4.5	-4.3	-3.9
14. Exceso de gasto con respecto al ingreso (11+12-10)=3	26.1	7.7	22.2	38.1	15.6	28.9	37.8	38.4	3.9	1.0	2.6	4.1	1.8	3.3	4.1	4.0
15. Tasa de crecimiento del PIB (%)	4.6	1.6	3.3	3.9	3.6	3.0	3.3	4.5								
16. Tasa de crecimiento de las exportaciones de bienes y % del PIB	4.2 ^d	5.5	6.3	7.4	5.2	7.4	6.5	8.3	12.2	15.9	18.6	20.0	18.2	19.0	19.6	20.3
17. Tasa de crecimiento de las importaciones de bienes y % del PIB	5.1 ^d	2.3	18.8	10.8	17.4	20.4	9.2	12.4	11.8	9.6	13.6	16.0	12.5	14.6	15.4	16.6

Fuente: CEPAL, sobre la base de cifras de la balanza de pagos y las cuentas nacionales de 19 países.

^a Recursos necesarios para cubrir la pérdida resultante del aumento del precio de los bienes importados en comparación con los bienes exportados por la región, medidos a precios de 1980.

^b Corresponde a los flujos privados en forma de donaciones y otras operaciones no oficiales registradas.

^c INB = Ingreso nacional bruto.

^d Corresponde a las tasas de crecimiento anual entre 1981 y los promedios de 1973-1975.

co. En ellos el ahorro externo tendió a desplazar al ahorro interno, al estimular fuertemente el gasto de consumo en todo tipo de productos, pero sobre todo en los importados cuyos precios habían bajado por las apreciaciones cambiarias y las liberalizaciones comerciales. Como es sabido, en general las liberalizaciones arancelarias y paraarancelarias fueron mucho más intensas en rubros de consumo elaborados, los que antes habían estado fuertemente protegidos.

El mencionado exceso de gasto por sobre la producción o los ingresos se concentró en el sector privado, ya que de hecho, los sectores públicos de muchos países mejoraron ostensiblemente en este sentido: entre 1983-1990 y 1990-1994, los balances fiscales progresaron marcadamente (Held y Uthoff, 1995). En cambio, los excedentes privados se redujeron o sus déficits se agrandaron. Una muestra de ocho países indica que el déficit público se redujo de 4.2% a 2.2% del PIB, en tanto que el excedente del sector privado pasó de 1.2% del PIB a una cifra cercana a cero (-0.1%).

Frente a esa realidad había opciones de política (CEPAL, 1995a, cap. XI; Devlin, Ffrench-Davis y Griffith-Jones, 1995). No obstante, la mayoría de los países optó por una política permisiva ante el abultado ingreso de capitales del exterior. Ello tendió a generar desequilibrios insostenibles, pues el tipo de cambio se apreció en exceso y los déficits externos se acrecentaron en demasía: con el transcurso del tiempo, además, el total de pasivos externos de corto plazo se elevó notoriamente. Cabe señalar que estas variables deberían regularse de manera que reflejasen las condiciones de equilibrio a mediano plazo en los mercados internos de bienes y monetarios, así como la disponibilidad de ahorro externo sostenible.

En la etapa de reactivación que se registró entre 1990 y 1994, liderada entonces principalmente por la desaparición de la restricción externa, el manejo de la política macroeconómica enfrentaba menores exigencias que cuando se llega a la frontera productiva. En efecto, una política pasiva puede dar un resultado neto positivo en una coyuntura como esa. El ingreso de capitales externos² eleva la capacidad de gasto interno, ya sea directamente en economías dolarizadas, o a través de su monetización en economías con patrón dólar o "cajas de conversión", o bien mediante la apreciación cambiaria. La demanda agregada de bienes

nacionales e importados se expande en un contexto probable de mejora de las expectativas empujada por el acceso a fondos externos. La oferta de bienes y servicios nacionales es capaz de responder a la mayor demanda gracias a la capacidad instalada disponible, y las mayores importaciones resultantes son cubiertas por la entrada de capitales.

Al completarse la reactivación, alcanzándose la frontera productiva, cualquier demanda agregada adicional precisa nueva producción para satisfacerla, y por consiguiente nueva inversión que la respalde. Por lo tanto, aun para sostener las tasas moderadas de crecimiento de América Latina en la primera mitad de los años noventa (3.6% en 1991-1994), se necesita una inversión superior a la actual.³ Y para retomar el crecimiento medio de 5.3% logrado por la región entre 1950 y 1981, se requieren varias decenas de miles de millones de dólares de inversión adicional por año, por sobre los algo más de 300 mil millones de dólares correspondientes a formación interna bruta de capital en 1994. Nótese que el creciente flujo de inversión extranjera directa hacia la región alcanzó sólo a unos 17 mil millones de dólares anuales en 1993-1994 (aproximadamente un cuarto de la corriente neta total de capitales), lo que subraya la dimensión del desafío de elevar la formación de capital en América Latina.

El otro punto sobresaliente es que al llegarse a la frontera productiva se precisan políticas más activas de regulación de la demanda agregada. Resulta entonces imprescindible graduar la velocidad de expansión de la demanda según el aumento de la capacidad productiva (más el financiamiento externo sostenible). De lo contrario, con políticas macroeconómicas pasivas ante *shocks* positivos de origen externo (bajas de tasas de interés, mejora de la relación de precios del intercambio y aumento de la disponibilidad de capital) o de origen interno (auge de la construcción o del consumo de bienes durables o bursátiles en algunos países), la economía se verá sometida a presiones inflacionarias, a una brecha creciente entre gasto y producto o a ambas cosas; en cualquier caso, se estaría generando la necesidad de un ajuste futuro en el sentido opuesto.

La región debiera poder dejar atrás los años de recesión generalizada. Por consiguiente, al encontrarse cerca de la frontera productiva, enfrentaría mayores exigencias de calidad y actividad de las políticas

² Véase Calvo, Lederman y Reinhart (1995) sobre el origen del aumento de la oferta de fondos hacia América Latina. En Ffrench-Davis y Griffith-Jones (eds.) (1995) se presenta un examen desagregado por mercados: estadounidense, europeo y japonés.

³ Luego de las fuertes caídas del PIB de Argentina y México en 1995 y el primer trimestre de 1996, se agrandó la brecha entre uso y capacidad. En consecuencia, en el próximo futuro es viable un mayor aumento del PIB efectivo hasta que se agote la subutilización.

macroeconómicas. En efecto, esa resultó ser la situación en 1994 ó 1995 en un número creciente de naciones, sin que muchas de ellas adaptasen oportunamente sus políticas a la nueva coyuntura.

Los efectos sobre la productividad y el volumen de inversión implican generar un menor bienestar social y menor empleo productivo (y/o salarios inferiores). Desde una perspectiva histórica, equivale al contraste, en el mundo industrializado, por ejemplo, entre los ajustes automáticos del siglo XIX y de los años veinte de este siglo, y el de los años 1950-1980. En este último lapso, la tasa de uso de la capacidad (o

cercanía a la frontera productiva) fue muy superior, así como lo fue también el coeficiente de inversión (Ffrench-Davis, Muñoz y Palma, 1994). Como consecuencia, el crecimiento del PIB per cápita fue dos a tres veces superior en 1950-1980 que en los otros periodos (y hubo asimismo una expansión notablemente mayor del bienestar social).

En las nuevas circunstancias de la región, se precisa perfeccionar la capacidad de hacer política macroeconómica, para conciliar la proximidad de la economía a la frontera productiva con sustentabilidad y con estabilidad de precios.

III

Operando en la frontera productiva

La magnitud de la brecha entre demanda efectiva y capacidad productiva tiene importantes efectos estáticos y dinámicos.

El mayor uso de la capacidad instalada incrementa la productividad efectiva o *ex post* de los recursos. La tasa de utilización está estrechamente asociada a variables macroeconómicas: los precios "correctos" de la moneda extranjera (tipo de cambio) y del capital (tasas de interés) y la predictibilidad de la demanda agregada y efectiva. Con ello se acrecienta la rentabilidad del capital, el ingreso del trabajo o ambos.

En su dimensión dinámica, la mayor tasa de uso y el consiguiente aumento de la productividad efectiva tienden a estimular la inversión en nueva capacidad (Serven y Solimano, 1993b; Schmidt-Hebbel, Serven 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 esa mejora será sostenible en el futuro. El efecto dinámico será más significativo si se logra generar en los actores económicos una sólida expectativa de que se aplicarán políticas públicas con las que la demanda efectiva se mantendrá cerca de la frontera de producción.

1. Efectos analíticos de una mayor tasa de uso de la capacidad

La adecuación entre el nivel de la demanda y la oferta agregada y su composición entre bienes transables y no transables —ambos asociados a los precios relati-

vos macroeconómicos, como tasas de interés y tipo de cambio, y a la predictibilidad de la demanda efectiva—, son variables que determinan la obtención de los objetivos de las políticas macroeconómicas.

Uno de los equilibrios macroeconómicos fundamentales se refiere a la tasa de uso de la capacidad productiva. En economías con inflexibilidades de precios e inmovilidades y con mercados de factores incompletos, tanto los *shocks* positivos como los negativos provocan sucesivos ajustes. Consecuencias de esto son una mayor desadecuación entre la oferta y la demanda agregada, y la brecha consiguiente entre la capacidad productiva potencial y el uso de ella; también la tendencia a resultados negativos para la equidad, porque los sectores de bajos ingresos, con menos capital humano, y las pequeñas y medianas empresas tienen menor capacidad de reacción frente a cambios continuos e inestables; en efecto, avanzan más lento en los casos de auge y enfrentan menores oportunidades de reconversión en los casos de contracción. La inestabilidad es una significativa fuente de inequidad y de premios a la especulación más que al productivismo.

Una demanda inestable, en un escenario de aceleradas y frenadas, ineludiblemente implica un menor uso neto medio de la capacidad productiva y una productividad efectiva en promedio inferior que en un escenario de demanda establemente cercana a la frontera de producción. Todas estas variables inciden en la calidad de la evaluación de los proyectos y en la productividad y rentabilidad *ex post* de ellos.

La mayor tasa de uso del capital hace que el nivel medio de empleo sea más alto y que la masa laboral se combine con un acervo superior de capital físico utilizado. La distribución entre trabajo y capital de los frutos de la mayor productividad depende de diversos elementos. No obstante, la mayor productividad efectiva implica que el bienestar potencial (las remuneraciones, rentabilidad o calidad de vida) de ambas partes puede mejorar en el presente, y que su crecimiento futuro puede incrementarse.

Como la inversión privada también estaría asociada positivamente a las expectativas sobre estabilidad dinámica de la demanda agregada y de los precios macroeconómicos, su cercanía a niveles de equilibrio sostenible acrecentaría la capacidad productiva, y se facilitaría la entrada en un círculo virtuoso que puede conducir a la competitividad sistémica.

2. Desempeño en los años ochenta y noventa

La región enfrentó en los años ochenta una profunda crisis causada por la considerable deuda que se acumuló en la década de 1970, y por el deterioro de los mercados internacionales, comerciales y financieros en los cuales operaba. En conjunto, estos problemas llevaron a una aguda escasez de divisas que provocó una intensa recesión en las economías latinoamericanas. La tasa de utilización de los recursos productivos disponibles declinó en forma también pronunciada.

Al mismo tiempo, la escasez de financiación externa, el marco recesivo de los mercados externos y las políticas de ajuste interno que se adoptaron (basadas principalmente en la restricción de la demanda agregada y en débiles políticas reasignadoras), desalentaron la inversión. Como resultado, la formación de capital disminuyó generalizadamente a través de la región en los años ochenta (cuadro 3).

El retroceso productivo de América Latina significó la subutilización de su capacidad instalada. El trabajo, la tierra y las industrias se ocuparon a una escala menor. El ajuste registrado en las principales variables macroeconómicas se puede cuantificar utilizando como base el bienio 1980-1981, que marcó el punto máximo de producción por habitante, y uso de capacidad e inversión en la mayoría de los países de la región.

El promedio del período recesivo que le siguió, el de 1983-1990, muestra la desaparición del crecimiento vigoroso que, con algunas excepciones, exhibía América Latina, así como la baja sistemática de la inversión (cuadro 3). En la dimensión interna se consi-

ató una fuerte baja de la actividad económica. Se estimaba que la inversión bruta registrada durante el ajuste permitiría mantener aproximadamente constante el nivel de la capacidad de producción por habitante. Sin embargo, en 1983-1990 esa producción efectiva, en promedio, fue 6% menor que en 1980-1981. Este efecto "reductor de la producción", equivalente en promedio a unos 40 mil millones anuales de dólares de esa época, fue consecuencia de políticas excesivamente restrictivas de la demanda y de políticas reasignadoras débiles. Ello confirma la importancia que tienen en la economía real las inflexibilidades de los precios, las inmovilidades de los factores, los mercados incompletos y las fallas de información durante los procesos de ajuste.

En un proceso de ajuste "ideal" dentro de una economía perfectamente flexible y bien informada, el exceso de demanda agregada se elimina sin que caiga la producción (o más precisamente, en la tasa de crecimiento). En una economía que subutiliza la capacidad de producción de bienes transables, un ajuste con una dosis conveniente de políticas reasignadoras del gasto y de la producción puede elevar esta última. Por último, 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 puede originar una caída significativa de la producción, porque disminuye la demanda tanto de bienes transables como de no transables, generando entonces desocupación en los sectores que producen estos últimos.

En el mundo real, con procesos de ajuste reductores de la demanda usualmente tiende a haber una baja de la producción, que da lugar a una menor tasa de utilización de la capacidad instalada y reduce la tasa de formación de nueva capacidad. 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. Las políticas reasignadoras son selectivas de por sí, pero pueden ser globales —como el tipo de cambio— o profundizar la selectividad. Los países de Asia oriental ofrecen ejemplos de muy diversos niveles de éxito con políticas selectivas, y de ajustes notablemente eficaces (Amsden, 1993; Bradford, 1992; Reisen, 1993). Una buena combinación de políticas reductoras del gasto y políticas reasignadoras debería tender a permitir un resultado más cercano a una tasa constante de utilización del PIB potencial (Ffrench-Davis y Marfán, 1989; Ffrench-Davis, 1994).

El consumo por habitante disminuyó fuertemen-

te en los años ochenta. Pero el impacto mayor fue absorbido por la formación de capital. En este proceso de ajuste, la inversión y las importaciones de bienes de capital cayeron a niveles sustancialmente inferiores a los de antes de la crisis. La formación de capital fijo por habitante se redujo en un tercio entre 1980-1981 y 1983-1990, con el consiguiente efecto negativo sobre la expansión de la capacidad productiva y la generación de empleos.

La entrada de capitales foráneos bajó a un cuarto de lo que había sido en el bienio base, en tanto que los pagos de intereses y utilidades se elevaron en cerca de 40%. La caída de la transferencia de fondos neta originó alrededor del 60% de la disminución de recursos provocada por los *shocks* externos (8 puntos) en 1983-1990, en comparación con los años anteriores a la crisis, y reflejó la magnitud de la conmoción financiera y su prolongada vigencia. El restante 40% se debió a un marcado deterioro de la relación de precios del intercambio (Devlin y French-Davis, 1995).⁴

La combinación de estos *shocks* externos hizo que un determinado volumen de producción nacional se tradujera en un nivel menor de gasto interno: el PIB por habitante disminuyó 6% entre ambos períodos; el gasto interno descendió 14 puntos, y dentro de éste la inversión se redujo en un tercio. Ambos coeficientes indican, además, un quiebre notable respecto a las tenden-

cias de los años setenta en materia de aumento anual de la producción (5.6%), del consumo (6.1%) y de la inversión (7.3%).

En síntesis, tanto el marco interno recesivo como la notable incertidumbre y las restricciones que obstaculizaban la capacidad de gestión e inversión pública y privada, contribuyeron a que descendiera la demanda de fondos de inversión. La represión de la demanda efectiva llevó a una subutilización sustancial de la capacidad instalada, lo que naturalmente reforzó la baja de las inversiones.

Ya en los años noventa, liderada por la afluencia de capitales, la demanda agregada se reactivó e indujo un aumento de la actividad económica, mientras que la brecha entre uso y capacidad se redujo sistemáticamente. Puede estimarse que aproximadamente un tercio del aumento del PIB correspondió a mayor uso de la capacidad disponible, y la creación de nueva capacidad tendió a ser utilizada plenamente. En particular, el fenómeno fue muy intenso en países como Argentina y Perú. Así se revirtió la generalizada situación opuesta del decenio precedente.

El progresivo acercamiento a la frontera productiva fue una de las variables que estimuló la recuperación paulatina de la tasa de inversión. Tuvo un efecto muy fuerte en Chile, aunque ésta fue más marcada a partir de 1993.

IV

Políticas económicas que inciden en el grado de cercanía a la frontera productiva

Como se ha reiterado, uno de los equilibrios macroeconómicos fundamentales es el de la tasa de uso de la capacidad productiva. América Latina se caracterizó por estar situada muy por debajo de la frontera productiva internacional durante los años ochenta, debido a la restricción externa dominante, que llevó a privilegiar el objetivo de generar una transferencia neta

al exterior. La forma como se aborden los programas antiinflacionarios también puede afectar significativamente aquel equilibrio macroeconómico. Las políticas antiinflacionarias y de ajuste frente a *shocks* externos inciden en el marco macroeconómico y en la tasa de utilización de los recursos disponibles. A su vez, esta última afecta la rentabilidad y la tasa de formación de nueva capacidad productiva (Schmidt-Hebbel, Servén y Solimano, 1996).

Los mercados cíclicos, en contraste con los más estables, tienden a provocar resultados negativos en las variables mencionadas. Los enfoques tradicionales antiinflacionarios y de ajuste suelen causar comportamientos procíclicos (Ramos, 1991). Las características

⁴ El deterioro de la relación de precios del intercambio está asociado al aumento de las exportaciones tradicionales de la región que se colocan en mercados externos, las que exhibieron un dinamismo débil (véase un examen detallado del tema en CEPAL, 1995a, cap. III). Desde 1994 se ha registrado una recuperación importante, aunque parcial, de los precios de exportación.

esenciales de estos enfoques son i) el uso de una o pocas variables para enfrentar cada problema; ii) su aplicación de manera universal (en cualquier país por igual); iii) el ser uniformes antes que selectivos, y iv) el ser lineales (siempre más de lo mismo, al margen de la coyuntura que se enfrente).

En presencia de prolongados *shocks* externos recesivos —como la crisis de la deuda—, el enfoque del ajuste automático se ha caracterizado por multiplicar internamente los efectos de la recesión externa. En otros términos, a la baja del ingreso nacional gestada en el exterior por el deterioro de la relación de precios del intercambio y el menor acceso a los mercados reales y financieros, el ajuste automático agrega una baja de la producción interna; este ajuste resulta sin duda muy efectivo para reducir la brecha externa, pero provoca una grave ineficiencia macroeconómica: baja tasa de uso de la capacidad productiva y reducida formación de nuevo capital.

Para evitar esa multiplicación destructiva causada por el ajuste automático se requieren políticas monetarias, crediticias, fiscales y comerciales activas, así como una política específica de desarrollo productivo. Se trata básicamente de coordinar el programa de desarrollo y las políticas de corto plazo, con el propósito de modificar la estructura del gasto y de la producción a fin de mantener una mayor tasa de utilización de la capacidad productiva local y de fortalecer en vez de debilitar la formación de capital.

Para lograr esos objetivos cabe utilizar políticas públicas directas e indirectas que regulen el nivel global de la demanda agregada, y que afecten la composición del gasto y de la producción con instrumentos selectivos reasignadores y desarrolladores de mercados incompletos o inexistentes (CEPAL, 1992 y 1995a, caps. VII y VIII).

1. Políticas antiinflacionarias

La dosis de políticas que se utilice puede involucrar la remoción de trabas al desarrollo sostenible, pero también puede agregarlas. Esto último no es inusual, en particular cuando se prioriza la estabilidad del nivel de precios *per se*, o se la asume como el principal ingrediente para el crecimiento económico espontáneo. Enfoques de esta naturaleza, que buscan la estabilización a “cualquier costo”, pueden llevar a una estabilización con estagnación, o a una estabilización breve seguida de inestabilidad.

Las políticas convencionales de estabilización del nivel de precios descansan en la restricción deliberada

de la demanda global (en su variante de monetarismo de economía cerrada, a la Friedman), o en la congelación del tipo de cambio y una política monetaria pasiva (ligada a la disponibilidad de reservas internacionales, en el llamado enfoque monetario de la balanza de pagos, o “de cajas de conversión”). Como es sabido, este último enfoque equivale al ajuste automático del patrón oro, y apunta a que la evolución de la demanda agregada interna, o el precio externo de los productos transables internacionalmente, o ambos, determinen el comportamiento interno del nivel de precios. Efectivamente pueden hacerlo, pero con significativos rezagos y perdiéndose la política cambiaria como instrumento activo de ajuste de los precios relativos. Por ello, de procesos de ajuste automático suelen resultar en promedio tasas sustanciales de subutilización de los recursos disponibles.

Para que los programas de estabilización tengan efectos duraderos y contribuyan al desarrollo (que sin duda lo hacen de manera muy significativa cuando se diseñan bien), deben tener permanentemente en cuenta la histéresis del proceso de ajuste: cómo van evolucionando y cómo se manejan los componentes básicos del crecimiento (inversión, capacitación, innovación tecnológica, etc.) y cómo se afectan la capacidad y las oportunidades de los diferentes sectores sociales. Los programas de estabilización pueden dejar huellas progresivas o huellas regresivas, según cual sea su calidad.

a) *Uni-anclaje*

Los programas que descansan en una variable única (uni-anclaje) para que lidere el proceso de estabilización suelen generar resultados procíclicos: de corta vida o con poco crecimiento de la capacidad productiva. Los dos uni-anclajes más típicos son la fijación del tipo de cambio y el control aislado de la cantidad de dinero.

La fijación del tipo de cambio nominal evidentemente contribuye a frenar la inflación en el corto plazo. En determinadas circunstancias puede ser insustituible como regulador de expectativas desestabilizadoras o anárquicas. No obstante esa función tan positiva, su efecto estabilizador se concreta con más fuerza y rapidez en los productos transables, mientras que los precios de los no transables reaccionan con rezagos (cuadro 1). El resultado típico es una apreciación cambiaria significativa, como la observada en Argentina y Chile en 1978-1981 y en Argentina en 1991-1994. Ambos países lograron reducir la inflación, incluso llegando a tasas negativas (Argentina en algunos me-

ses de 1995 y Chile en algunos meses de 1982), pero con una distorsión insostenible en el sector externo.

Por razones coyunturales o políticas, a veces puede resultar inevitable la generación de desequilibrios como los mencionados. La clave entonces es estar consciente de ellos, y abrir camino a una salida eficiente antes de que la corrección resulte tardía y traumática.

Algo similar acontece con el uni-anclaje en la cantidad de dinero. Salvo en casos de inflaciones incipientes y en economías sin un historial de indización, el descanso exclusivo en la restricción monetaria como medio para reducir la tendencia de la inflación suele generar una prolongada subutilización de la capacidad productiva, aun cuando la tasa de uso sea baja inicialmente.⁵ Fue en parte lo que sucedió en Chile entre 1974 y 1976, cuando una gran recesión convivió con la persistencia de una elevada inflación. En estos casos, el componente de inflación inercial, comprendido en la oferta agregada, continúa empujando el nivel de precios hacia arriba por algún tiempo, al margen de que surja una creciente desocupación y subutilización de la capacidad productiva interna (Fanelli y Frenkel, 1994).

Descansar exclusivamente o en demasía en una sola variable monetaria suele conducir a tasas de interés real demasiado altas. Esto premia en exceso la dimensión financiera a expensas de la productiva, y tiende a situar a la economía por debajo de la frontera de producción. Por ambas razones, desalienta la formación de capital y la generación de empleos productivos.

b) *Multi-anclaje*

Para lograr éxito —esto es, una estabilidad sostenible con alta tasa de utilización, y crecimiento con equidad— es preciso coordinar un conjunto de variables o precios; así se torna más viable evitar que algunas variables importantes se queden atrás o se adelanten en exceso: los salarios públicos y privados, el tipo de cambio, las tarifas de los servicios públicos, la oferta monetaria, las tasas de interés, el balance fiscal y las expectativas de los que fijan los precios privados. Los esfuerzos de concertación social entre los principales actores económicos,⁶ aunque sean de alcance limita-

do, pueden resultar funcionales para alcanzar, con un conjunto coherente de políticas, equilibrios más sostenibles y una productividad efectiva superior, que se asocia a la posibilidad de operar más cerca de la frontera productiva.

Naturalmente, no es necesario que todas las variables importantes estén coordinadas. Si se logra una masa crítica concertada y armónica, el resto tenderá a seguir la evolución media de ella oportunamente. Lo esencial es romper el componente inercial. Esto difícilmente se logra con el uni-anclaje o algo cercano a él, con lo cual la variable o variables utilizadas en esa función (ya sea el tipo de cambio, los salarios públicos o privados, o la demanda efectiva), tenderán a rezagarse más allá de los ajustes equilibradores que puedan requerirse.

El uso coordinado de un conjunto de políticas ayuda a reducir la incertidumbre de los inversionistas y a evitar la aparición de precios significativamente fuera de "equilibrio" (*outliers*).⁷

2. Los *shocks* externos

En economías con inflexibilidades en los precios e inmovilidades en los recursos, y con mercados de factores incompletos, los *shocks* tanto positivos como negativos crean problemas de ajuste. Como resultado hay una mayor desadecuación entre la oferta y la demanda agregada, y se acentúa la brecha entre la frontera productiva potencial y la tasa de uso de ella.

Las fluctuaciones de la relación de precios del intercambio, pese a la diversificación experimentada por el comercio de los países de la región, continúan desempeñando un papel significativo. Como se indicó más arriba, el deterioro de los precios de exportación de los años ochenta representó el equivalente a 40% de la suma de los tres *shocks* negativos que afectaron a América Latina en ese decenio.⁸

Frente a políticas económicas pasivas, los *shocks* positivos se traducen en aumento de los ingresos y, por consiguiente, del gasto interno. La actividad económica puede responder en la medida en que haya capacidad instalada. Es lo que sucedió en Chile entre 1986 y 1989, tras una mejora espectacular del precio del co-

⁵ Incluso en esos casos de inflación "nueva" es posible que se necesiten más instrumentos que la cantidad de dinero como medio de modificar las expectativas. (Véase un análisis del rol de la tasa de interés nominal en Costa Rica a comienzos de los años ochenta en Castillo, 1986).

⁶ Como los de Israel en 1985 (Bruno y Piterman, 1988), de México desde 1987 y de Chile a partir de 1990 (con los acuerdos para llevar a cabo reajustes de salarios mínimos y reformas tributarias).

⁷ Nótese que esta propuesta de multi-anclaje es consistente, en vez de contrapuesta, con la opción de reformas estructurales secuenciales. Sobre éstas véase, por ejemplo, Dewatripont y Roland, 1995.

⁸ Afortunadamente para la región, el *shock* financiero negativo de 1994-1995 coincidió con un importante *shock* positivo de la relación de precios del intercambio.

bre. Sin embargo, una vez alcanzada la frontera productiva, la persistencia del *shock* lleva a presiones de demanda que generan alzas de precios internos, o aumentos del déficit externo, o ambas cosas. Como las variaciones de los precios externos son en gran parte transitorias, el acostumbramiento a la abundancia hace que los ajustes posteriores resulten traumáticos. Las lecciones de sus respectivas economías llevaron a Colombia y a Chile a establecer fondos de estabilización —del café y el cobre, respectivamente— que esterilizan las alzas de precios juzgadas como transitorias y que se liberan posteriormente cuando el precio descende (Ffrench-Davis, Agosin y Uthoff, 1995). Así se procura reducir los efectos desestabilizadores causados por los *shocks* transitorios de la relación de precios del intercambio sobre la demanda agregada.

Otra fuente de *shocks* externos son las variaciones de las tasas de interés internacionales. Esas variaciones inciden de alguna manera en las tasas internas, y así sus efectos se transmiten a través de los precios relativos a la demanda agregada; influyen en el volumen de los flujos netos de capital internacional hacia el mercado interno, afectan el ingreso nacional —un alza (baja) de las tasas de interés externas reduce (aumenta) el ingreso nacional de un país deudor neto—, e inciden en la disponibilidad de moneda extranjera y, por ende, en el mercado cambiario.

Por último, una tercera fuente de *shocks* externos, que ha tenido gran influencia en la inestabilidad macroeconómica de América Latina desde los años setenta, son las fuertes fluctuaciones de los movimientos de capitales, los que hemos examinado a fondo en otras publicaciones (por ejemplo, en Ffrench-Davis y Griffith-Jones, comps., 1995). En particular, destacan por su volatilidad los capitales de fuentes privadas distintos de la inversión extranjera directa.

Como lo demuestra la experiencia de los países que superaron eficazmente la crisis financiera desatada a fines de 1994 en México, aquí se requieren esfuerzos sistemáticos para que los fondos recibidos puedan ser absorbidos con eficiencia, para que estén compuestos de recursos asociados al proceso de inversión productiva, y para que la correspondiente inversión se dirija en proporción apropiada a la producción de bienes transables. Todo esto involucra políticas cambiarias activas, un estricto régimen de supervisión prudencial del sistema financiero, y regulaciones sobre los movimientos de capitales, en particular de los de corto plazo (CEPAL, 1995a, caps. IX a XIII).

La gran afluencia de capitales externos, muchos de ellos de corto plazo, registrada por un gran número

de países latinoamericanos en los últimos años, impedía ver las debilidades que persistían en la economía real: poca inversión productiva, baja tasa de ahorro, baja calidad de la educación, amplios sectores en extrema pobreza y déficit externos crecientes.

Así como la crisis mexicana se fue generando por largo tiempo, la fortaleza de Chile también se construyó en varios años. Esta fortaleza se debe, fundamentalmente a que, frente a la abundancia de fondos externos, Chile tuvo una política cauta en los años recientes. En vez de recibir y gastar todos los recursos externos que le ofrecían y dejar que se apreciara más el peso, optó por restringir los ingresos de capitales de corto plazo. A la vez mantuvo una supervisión prudencial estricta, una activa esterilización de los efectos monetarios del sector externo y una también activa política cambiaria, y logró un balance fiscal superavitario, guardando cierta similitud en este aspecto con México. En lo que se refiere a los ingresos de capitales, en 1991 Chile estableció un impuesto y un fuerte encaje o reserva sin intereses tanto sobre los créditos externos como sobre los depósitos en moneda extranjera. Así se desalentó efectivamente el ingreso de capitales especulativos (Agosin, 1996).⁹

La política fiscal también podría contribuir más a la regulación de la demanda agregada. En particular, podría incorporar tributos compensadores. Estos tributos se elevarían en los períodos de auge o de buenos precios de exportación, y lo que produjeran se esterilizaría temporalmente; en los períodos recesivos se reducirían para estimular al sector privado, y el sector público podría recurrir a los fondos acumulados en el lapso expansivo.¹⁰

⁹ Esta es la principal razón de por qué hacia fines de 1994 Chile tenía un déficit externo moderado y una deuda de corto plazo también moderada, la inversión interna ya era la más alta de su historia y el tipo de cambio estaba en 1994 mejor situado que en la mayoría de los países del continente (cuadro 2). Véase un examen comparativo de Chile y México y el alcance de los efectos contagiosos de la crisis mexicana, en Ffrench-Davis, 1996.

¹⁰ Chile estableció recientemente que una fracción del impuesto al valor agregado puede ser modificada por las autoridades económicas según la evolución de la coyuntura interna.

V

Conclusiones y enseñanzas

Las reformas dirigidas a aumentar el crecimiento económico han sido intensas en la mayoría de los países de la región. Sin embargo, es un hecho que en ellos el crecimiento del PIB se ha visto en general muy limitado en los años noventa. Aunque algunos países han exhibido un crecimiento alto en uno o en varios años, al inicio del decenio —con sólo pocas excepciones— la brecha entre el PIB efectivo y el potencial tendía a ser amplia.

Del crecimiento medio de la región de 3.6% entre 1990 y 1994, cerca de un tercio correspondió a un mayor uso de la capacidad productiva. Esta mayor utilización estuvo muy ligada al ingreso de capitales, que se recuperó y aceleró en ese lapso. El crecimiento de la capacidad se situaría entonces en sólo cerca de 2.5% anual.

¿A qué se debió este resultado insatisfactorio? En primer lugar, la tasa de inversión ha sido muy baja. La formación bruta de capital se ha estado recuperando, pero lentamente, desde niveles muy deprimidos; el coeficiente para 1983-1990, medido en dólares de 1980, fue de apenas 17%, notablemente bajo si se lo compara con el 24% de 1976-1981.¹¹

No es viable alcanzar un alto crecimiento económico con una tasa de inversión baja. Lo que se requiere es tanto inversión alta como mejoras de productividad, pues ambas se refuerzan mutuamente.

Puede concluirse, dada la disparidad entre objetivos y logros, que los efectos de las reformas son por lo menos lentos en lo que se refiere a la recuperación de la formación bruta de capital y del crecimiento. ¿Por qué? Ésta es una interrogante que no debe evadirse. Una respuesta posible es que el proceso toma tiempo. Pero no puede olvidarse que el tiempo tiene un alto valor en economía. El valor presente de los efectos de cualquier política económica es el relevante, y no sólo su flujo al final del proceso de ajuste.

Otra respuesta es que las reformas han sido muy simplistas, en un contexto de mercados segmentados e incompletos. Nuestra lectura es que estas dos inter-

pretaciones son correctas, y que la simpleza señalada contribuyó a que el rezago de los efectos fuera mayor. Un ejemplo decidor fue el largo proceso de ajuste de Chile, con bajas tasas de inversión media entre 1974 y 1989, con un crecimiento medio inferior al 3% (entre 2.5% y 2.9%, según las fuentes que se usen), y un salario medio real que recién en 1992 recuperó el nivel de 1970.

Una serie de variables explican el débil desempeño de la inversión en América Latina. Durante los años ochenta hubo una elevada tasa de subutilización de los recursos productivos disponibles. Los países de la región operaron, en su mayoría, muy por debajo de su frontera productiva, lo que desalentó la formación bruta de capital en los sectores no exportadores, esto es, en cuatro quintos de la producción.

La recuperación de la actividad entre 1990 y 1994 significó una aproximación a esa frontera (unos 6 puntos, que representaron un incremento de unos 90 mil millones de dólares en la producción anual de 1994, comparada con la de 1990). Pero, en general, el acercamiento ha sido muy reciente, luego de muchos años de una amplia brecha. La reacción de la formación bruta de capital se produce entonces con rezago, y condicionada a expectativas de que esa cercanía sea sostenible. Si esta fuese la única variable pertinente podría explicar esa insuficiente recuperación, pero también la recuperación progresiva observada hasta 1994. Los acontecimientos de Argentina y México muestran que el fenómeno puede ser transitorio, lo que prolonga los rezagos y deteriora las expectativas.

La excepción principal, Chile, ha logrado mantenerse en las cercanías de la frontera productiva en los años noventa. Su tasa de formación bruta de capital fue recuperándose a partir de 1988, con ciertos altibajos; se aceleró en 1993, y en 1993-1996 ha sido significativamente más alta que en cualquier año desde 1971, ya que ha superado el promedio de los años sesenta (aunque sigue siendo claramente inferior al nivel de Asia oriental). Este progreso ostensible de Chile, además de estar asociado a su capacidad de concertar acuerdos sociales y políticos, parece deberse a un cambio sustancial en sus políticas macroeconómicas, las que se han tomado deliberadamente activas en materia de política monetaria, intervención esterilizadora,

¹¹ Recuérdese las diferencias de niveles entre cifras en valores corrientes y constantes en moneda de 1980 y 1990 (véase la nota de pie de página N° 1).

manejo cambiario y regulación de los movimientos de capitales.

De este conjunto de reflexiones podemos derivar las conclusiones que se reseñan a continuación.

La débil recuperación de la formación bruta de capital en la mayoría de los países de la región obedece, ante todo, a la distancia que aún persiste entre el PIB efectivo y la frontera productiva, o a la expectativa de que si se ha logrado cierta cercanía ésta no se percibe en el mercado como sostenible. Esto es función de la calidad de la política macroeconómica.

En segundo lugar, obedece a precios macroeconómicos incorrectos, que son función también de la calidad de la política pertinente y del tipo de desarrollo del mercado interno de capitales y cambiario. El tipo de cambio, estimulante eficaz de la producción exportable, empezó a apreciarse notoriamente en los años noventa. Entre 1990-1994 lo hizo en países de la región que representan el 93% del PIB regional, en tanto que los déficit en cuenta corriente se elevaban de manera acelerada. Evidentemente, la evolución del tipo de cambio no respondía a la de la economía real. Así, el inversor veía que a medida que la economía se acercaba a la frontera productiva, el tipo de cambio se rezagaba; en varios de esos países, además, se daba una inoportuna inconsistencia: contra toda receta pragmática, una acelerada liberalización de las importaciones debía convivir con esa apreciación cambiaria. En general, la apreciación desalienta la producción de bienes transables, y en la mencionada coyuntura en particular, desalienta la de bienes que puedan importarse, lo que debilita los impulsos positivos para la formación bruta de capital (Agosin y Ffrench-Davis, 1993). La lección que esto deja es que no se debe renunciar a la posibilidad de hacer política cambiaria, amarrándose las manos con un tipo de cambio nominal fijo.

El otro precio macroeconómico, la tasa de interés, también ha tenido un desempeño que desestimula la formación bruta de capital. Aunque en muchos casos esta tasa no ha sido tan elevada como durante la crisis de la deuda de los años ochenta, predominan tasas reales muy altas (CEPAL, 1995a, cuadro IX.14). Esto no es un resultado intrínseco del mercado, sino más bien de la manera de efectuar las reformas financieras; el contraste con las reformas financieras en Asia oriental es notable (Bradford, 1992), ya que en estas últimas predomina la creación de mercados a partir del segmento de largo plazo y de tasas de interés moderadas.

Las altas tasas de interés real, un mercado cortoplacista y el acceso limitado a él que tienen las peque-

ñas y medianas empresas, e incluso las empresas grandes, constituyen una valla real contra una transformación productiva de carácter constructivo. Esto nos enseña que las reformas financieras han sido muy deficientes, propensas a carteras riesgosas¹² y a tasas de interés desalineadas. Hay que hacer un esfuerzo importante por modificar las reformas para crear o "replicar/simular" los mercados de largo plazo, de la pequeña y mediana empresa, de tecnología y de capital humano.

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.

Que las exportaciones crezcan rápido no es garantía de sustentabilidad. Un aumento persistente de las importaciones a mayor velocidad que las exportaciones debe ser causa de preocupación, y corregirse oportunamente; así se evitará una acumulación insostenible de deuda y de otros pasivos externos.

La apertura indiscriminada de la cuenta de capitales 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 el mundo de la producción y para la equidad. Hemos visto que una regulación eficaz y eficiente es posible, como lo han demostrado Chile y Colombia en los años recientes (Devlin, Ffrench-Davis y Griffith-Jones, 1995; Folkers-Landau y otros, 1995). Aplicar políticas cambiarias y monetarias adecuadas es un paso esencial, pero insuficiente. Para lograr un manejo macroeconómico eficaz es preciso acompañarlo de una regulación eficiente del movimiento de capitales y un manejo estabilizador de la demanda agregada. En estos ámbitos ha habido avances interesantes en varios países de la región (CEPAL, 1995a, cap. XI).

Por último, para generar un desarrollo económico y social sostenible es preciso además fomentar con eficacia la inversión en la gente. Un manejo pragmático de la macroeconomía y de los flujos de capital facilita esa tarea. La educación, la salud y la capacitación laboral son ingredientes ineludibles, como lo señalan los planteamientos de la CEPAL sobre transforma-

¹² Paradójicamente, la cartera ha resultado riesgosa a pesar del bajo acceso a ella de la pequeña y mediana empresa. El origen del problema reside en la abundancia de créditos relacionados, tasas de interés "excesivas" y "selección adversa", e inestabilidad de la demanda agregada (CEPAL, 1995a, cap. XII; Held, 1994).

ción productiva con equidad. Los procesos de ajuste deben hacer lo posible por no sacrificar tal inversión, porque es crucial para construir un mejor futuro de crecimiento equitativo. Sin embargo, han continuado pesando las deficiencias mesoeconómicas que obstaculizan las acciones microeconómicas. La inversión en infraestructura se ha debilitado y permanece relativamente deprimida. Los segmentos de largo plazo del mercado de capitales son menguados. Los esfuerzos de

calificación laboral son escasos y muchas veces anticuados. En fin, con frecuencia los ajustes macroeconómicos, por su calidad deficiente y escaso pragmatismo, han sacrificado equilibrios que cuentan a más largo plazo, como el de la cuenta corriente y un tipo de cambio competitivo, y han reprimido la acción mesoeconómica. El resultado tiende a ser una combinación de equilibrios insostenibles y de crecimiento limitado.

Bibliografía

- Agosin, M. (1996): Capital inflows and investment performance: The case of Chile, trabajo presentado para el OECD/Development Centre/ECLAC Project, Capital Flows and Investment Performance, Santiago de Chile, OCDE, Centro de Desarrollo/Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), agosto, mimeo.
- Agosin, M. y R. Ffrench-Davis (1993): La liberalización comercial en América Latina, *Revista de la CEPAL*, N° 50, LC/G.1792-P, Santiago de Chile, CEPAL.
- Amsden, A.H. (1993): Trade policy and economic performance in South Korea, M. Agosin y D. Tussie (eds.), *Trade and Growth: New Dilemmas in Trade Policy*, Londres, Macmillan.
- Bradford, C. (1992): The East-Asian development experience, E. Grilli y D. Salvatore (eds.), *Handbook of Economic Development*, Amsterdam, North Holland Press.
- Bruno, M. y S. Piterman (1988): Israel's stabilization: A two-year review, M. Bruno y otros (eds.), *Inflación y estabilización: la experiencia de Israel, Argentina, Brasil, Bolivia y México*, México, D.F., Fondo de Cultura Económica (FCE).
- Calvo, G., E. Leiderman y C. Reinhart (1995): Afluencias de capital y apreciación del tipo de cambio real de América Latina, en A. Banda y otros (comps.) *Lecciones de la crisis: los programas de ajuste en América Latina*, México, D.F., Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos (CEMLA).
- _____ (1996): Inflows of capital to developing countries in the 1990s, *The Journal of Economic Perspectives*, vol. 10, N° 2, Nashville, Tennessee, American Economic Association.
- Castillo, C.M. (1986): La crisis internacional de la deuda. La experiencia de Costa Rica, en R. Ffrench-Davis y R. Feinberg (eds.), *Más allá de la crisis de la deuda: Bases para un nuevo enfoque*, Santiago de Chile, Corporación de Investigaciones Económicas para Latinoamérica (CIEPLAN).
- CEPAL (Comisión Económica para América Latina y el Caribe) (1992): *Equidad y transformación productiva: un enfoque integrado*, LC/G.1701/Rev. 1-P, Santiago de Chile, Publicación de las Naciones Unidas, N° de venta: S.92.II.G.5.
- _____ (1995a): *América Latina y el Caribe: políticas para mejorar la inserción en la economía mundial*, LC/G.1800/Rev.1-P, Santiago de Chile, Publicación de las Naciones Unidas, N° de venta S.95.II.G.6.
- _____ (1995b): *Balance preliminar de la economía de América Latina y el Caribe 1995*, LC/G.1892-P, Santiago de Chile, diciembre.
- Devlin, R. y R. Ffrench-Davis (1995): The great Latin American debt crisis: A decade of asymmetric adjustment, en G. Helleiner (ed.), *Poverty, Prosperity and the World Economy*, Londres, MacMillan.
- Devlin, R., R. Ffrench-Davis y S. Griffith-Jones (1995): Repunte de las corrientes de capital y el desarrollo: implicaciones para las políticas económicas, en Ffrench-Davis y Griffith-Jones (eds.), *Las nuevas corrientes financieras hacia la América Latina*, Santiago de Chile, FCE.
- Dewatripont, M. y G. Roland (1995): The design of reform packages under uncertainty, *The American Economic Review*, vol. 85, N° 6, Nashville, Tennessee, American Economic Association, diciembre.
- Díaz-Alejandro, C. (1985): Good-bye financial repression, hello financial crash, A. Velasco (ed.), *Trade, Development and the World Economy: Selected Essays of Carlos F. Díaz-Alejandro*, Oxford, Reino Unido, Basil Blackwell.
- Fajnzylber, F. (1990): *Industrialización en América Latina: de la "caja negra" al "casillero vacío"*, Cuadernos de la CEPAL, N° 60, LC/G.1534-P, Santiago de Chile, CEPAL.
- Fanelli, J.M. y R. Frenkel (1994): Macroeconomic policies for the transition from stabilization to growth, C. Bradford, (ed.), *The New Paradigm of Systemic Competitiveness: Toward More Integrated Policies in Latin America*, París, OCDE, Centro de Desarrollo.
- Ffrench-Davis, R. (1994): The macroeconomic framework for investment and development: the links between financial and trade reforms, C. Bradford (ed.), *The New Paradigm of Systemic Competitiveness: Toward More Integrated Policies in Latin America*, París, OCDE, Centro de Desarrollo.
- _____ (1996): El efecto tequila, sus orígenes y su alcance contagioso, Santiago de Chile, CEPAL, agosto, mimeo.
- Ffrench-Davis, R. y S. Griffith-Jones (comps.) (1995): *Las nuevas corrientes financieras hacia América Latina*, Santiago de Chile, FCE.
- Ffrench-Davis, R. y M. Marfán (1989): *Selective policies under a structural foreign exchange shortage*, Notas Técnicas, N 126, Santiago de Chile, Corporación de Investigaciones Económicas para Latinoamérica (CIEPLAN).
- Ffrench-Davis, R., O. Muñoz y G. Palma (1994): The Latin American economies 1950-1990, L. Bethell (ed.), *The Cambridge History of Latin America*, vol. VI, Cambridge, Mass., Cambridge University Press.
- Ffrench-Davis, R., M. Agosin y A. Uthoff (1995): Movimientos de capitales, estrategia exportadora y estabilidad macroeconómica en Chile, en R. Ffrench-Davis y S. Griffith-Jones (comps.) *Las nuevas corrientes financieras hacia la América Latina. Fuentes, efectos y políticas*, Santiago de Chile, FCE.
- Fischer, S. (1992): Macroeconomic stability and growth, *Cuadernos de Economía*, año 29, N° 87, Santiago de Chile, Pontificia Universidad Católica de Chile, Instituto de Economía, agosto.
- Folkers-Landau, D. y otros (1995): Effect of capital flows on the domestic financial sectors in APEC developing countries, M. Khan and C. Reinhart (eds.), *Capital Flows in the APEC Region*, Occasional Paper, N° 122, Washington, D.C., Fondo Monetario Internacional (FMI).

- Frenkel, R. (1995): *Macroeconomic sustainability and development prospects: The Latin American performance in the nineties*, Documento CEDES, N° 111, Buenos Aires, Centro de Estudios de Estado y Sociedad (CEDES).
- Held, G. (1994): *¿Liberalización o desarrollo financiero?*, *Revista de la CEPAL*, N° 54, LC/G.1845-P, Santiago de Chile, CEPAL.
- Held, G., y A. Uthoff (1995): *Indicators and Determinants of Savings for Latin America and the Caribbean*, Working Paper, N° 25, Santiago de Chile, CEPAL, abril.
- Krugman, P. (1990): *The Age of Diminishing Expectations*, Cambridge, Mass., The MIT Press.
- Ramos, J. (1991): Equilibrios macroeconómicos y desarrollo, en O. Sunkel (comp.), *El desarrollo desde dentro: un enfoque neoestructuralista para la América Latina*, México, D.F., FCE.
- Reisen, H. (1993): Efectos de las corrientes de capital sobre la base monetaria, *Revista de la CEPAL*, N° 51, LC/G.1792-P, Santiago de Chile, CEPAL.
- 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, D.C., Banco Mundial.
- Situación Latinoamericana (1996): Publicación trimestral, varios números, Madrid, CEDEAL.
- Servén, L. y A. Solimano (1993a): *Striving for Growth after Adjustment. The Role of Capital Formation*, Washington, D.C., Banco Mundial.
- _____ (1993b): Economic adjustment and investment performance in developing countries: The experience of the 1980's, *Striving for Growth after Adjustment, The role of Capital Formation*, Washington, D.C., Banco Mundial.
- Williamson, J. (1996): *The Crawling Band as an Exchange-Rate Regime: Lessons from Israel, Chile and Colombia*, Washington, D.C., Institute for International Economics (IIE).