

# Ensayos Económicos

---

## **Del “financierismo” a la macroeconomía real**

Ricardo Ffrench-Davis

## **Correlación entre importaciones y exportaciones:**

### **¿Un nuevo enigma?**

Ricardo Bebczuk

## **Respuesta a precios del área sembrada de soja en la Argentina**

Luis Lanteri

## **Régimen y dinámica inflacionaria subyacente: ¿Comovimiento generalizado o ajuste de precios relativos?**

Tomás Castagnino y Laura D’Amato

# 52

Octubre - Diciembre 2008



*ie* | BCRA  
INVESTIGACIONES ECONÓMICAS

# Del “financierismo” a la macroeconomía real\*

**Ricardo Ffrench-Davis**

Universidad de Chile

## Resumen

El control exitoso de la inflación y la reducción de los déficits presupuestarios ha sido una tendencia generalizada en los países latinoamericanos en las últimas dos décadas. Sin embargo, el desempeño económico y social de muchas de estas economías ha sido desalentador en el mismo lapso. Una de las principales causas de ello ha sido la falta de un enfoque macroeconómico integral, que vaya más allá del control de la inflación y del déficit presupuestario, y que también se concentre explícitamente en la economía real. Los equilibrios macroeconómicos reales, que básicamente implican compatibilizar la producción potencial o frontera productiva con la demanda efectiva, y mantener tipos de cambio en niveles consistentes con un balance sostenible de las cuentas externas, son cruciales para alcanzar un desarrollo más dinámico y con equidad social.

*Códigos JEL:* O10, E61, E22, F32, G01.

*Palabras clave:* desarrollo divergente, financierismo y productivismo, economía real, macro-precios sostenibles, inversión productiva, flujos volátiles, crisis financieras.

---

\* Versión resumida de un documento preparado para la Comisión sobre Crecimiento y Desarrollo; la mayoría de los pie de página y referencias han sido eliminados. Estos temas se tratan en profundidad en *Reformas para América Latina después del Fundamentalismo Neo-liberal*, Siglo XXI Editores, Buenos Aires, 2005 y *Reforming Latin America's Economies after Market Fundamentalism*, Palgrave Macmillan, Nueva York, 2006. Las opiniones expresadas en este trabajo son del autor y no reflejan necesariamente las del BCRA o las de sus autoridades.

# From “Financieristic” to Real Macroeconomics

**Ricardo Ffrench-Davis**

University of Chile

## Summary

The successful control of inflation and budget deficits has been a generalized trend among Latin America Countries (LAC) in the last two decades. However, this achievement has not mirrored in comparable advances in other economic and social areas in that period. Growth rates in these countries has been diverging from developed economies, worsening its already-unsatisfactory social indicators.

One of the main causes of this poor performance is the absence of a comprehensive approach to macroeconomics, beyond the emphasis in inflation and government deficits. The consideration of the real side of the economy has been underscored in LAC.

This paper stresses that macroeconomic policies must go beyond the “financieristic approach” by incorporating a productive point of view. Thus, efficient macroeconomic policies should contribute to: i) raise the use of the available productive capacity; ii) foster capital formation; and iii) increase productivity by improvements in factors quality and allocation efficiency. These policies will make a more efficient contribution to economic development when: i) the impact over productive development is taken into account; ii) macroeconomic as well as social balances are integrated at the same level; and iii) the implied trends resulting from policies are sustainable in time.

All over the paper, the experience of Latin American countries is taken as a paradigmatic case representative of a “financieristic approach” to macroeconomic policy-making.

In the first part of the study, the mainstream view is reviewed. Its emphasis in inflation and fiscal balances, though historically justified in LAC, tends to omit

the overall macroeconomic environment for producers. This includes other decisive variables such as aggregate demand, interest rates and exchange rates.

An alternative approximation towards macroeconomic balances should embrace a third pillar named the productive side of the economy. Efforts must be oriented to reach a high rate of utilization of productive capacity, avoiding sharp stop-and-go settings that inevitably means lower average use of factors and lower average productivity. Volatility characterizing LAC adds extra complications, since there is an asymmetry in the business cycle: while the production frontier poses a limit to recovery of actual GDP, only temporarily actual GDP can exceed potential GDP by small margins, in recessive situations actual GDP can exhibit huge gaps with the frontier.

This connects with the second part of the paper in which the causes of real volatility are studied. In emerging economies external shocks have tended to be a primary source of macroeconomic fluctuations. Main transmission channels include: export prices fluctuations, international interest rates shocks, and swings in financial flows. While these variables can be characterized as exogenous, the exposure of each country to these shocks and the amplitude of their effects are largely determined by domestic factors.

The final section analyzes the role played by short-term segments of financial markets. The contrast between Latin America and developed countries plus newly industrialized economies is evident. The first group of countries has experienced the predominance of financial investment oriented to speculation over productive activity, and the crowding-out of domestic savings by external savings. Policy-makers should ensure that the volume of inflows is consistent with the absorptive capacity of the host country. The failure to address this point is at the core of recent macro-instability in LAC. Absorption capacity must refer to both the use of existing productive capacity and to the creation of new one.

The composition of flows is also relevant on three dimensions. First, greenfield FDI (that excludes acquisitions) feeds directly into capital formation (usually intensive in imported capital goods). Second, volatile flows tend to impact more directly on foreign exchange and financial assets and real estate markets; they carry a weaker association to capital formation. Third, temporary capital surges tend to leak into consumption, due to the faster release of liquidity constraints and faster capacity of consumers to react as compared to the lagged response of productive investment.

In this context, capital account regulations may perform as a prudential macroeconomic tool, working at the direct source of boom-bust cycles: that is, volatile capital flows. They provide room for action during periods of financial euphoria, through the adoption of a contractionary monetary policy and reduced appreciation pressures. If effective, they will also reduce or eliminate the usual quasi-fiscal costs of sterilized foreign exchange accumulation. What is extremely relevant is that, in the other corner of the cycle, of binding external constraints, they may provide space for expansionary monetary and fiscal policies.

*JEL:* O10, E61, E22, F32, G01.

*Key words:* divergent development, financierism and productivism, real economy, sustainable macro-prices, productive investment, volatile flows, financial crises.

## Introducción

El control exitoso de la inflación y la reducción de los déficits presupuestarios ha sido una tendencia generalizada en las naciones de América Latina (LAC, por sus siglas en inglés) en los dos decenios recientes. No obstante, el desempeño económico y social de muchas de estas economías ha sido desalentador durante este período. A pesar de las teorías que predicen que su nivel de desarrollo convergería al de las naciones más avanzadas, la gran mayoría de los LACs se movió en sentido contrario y experimentó un deterioro de sus indicadores sociales, como la pobreza y la distribución del ingreso, los cuales ya eran insatisfactorios. En realidad, mientras que las economías de Asia del Este registraron tasas anuales de crecimiento del PIB *per cápita* de 3,8% en el período 1990-2007 (en comparación con el 1,7% de Estados Unidos), América Latina registró un modesto crecimiento anual promedio del orden del 1,5%.

Una de las principales causas del bajo desempeño de América Latina es la ausencia de un enfoque macroeconómico integral, que vaya más allá del necesario énfasis en el control de la inflación y del déficit presupuestario. En particular en América Latina, no se ha considerado explícitamente el lado real de la economía. Esta óptica restringida jugó un papel negativo en la implementación de reformas tendientes a la liberalización económica, enmarcadas en el enfoque del Consenso de Washington, y hasta el 2008 seguía siendo la base del diseño de las políticas macroeconómicas predominantes.<sup>1</sup>

Los equilibrios macroeconómicos reales son cruciales para alcanzar un desarrollo más dinámico y con equidad social. Por consiguiente, es relevante saber cómo se llega a estos equilibrios, si son sustentables e integrales, si son consistentes con los equilibrios macrosociales y si afectan las variables que subyacen la evolución del PIB potencial.

Desde el punto de vista productivo, las políticas macroeconómicas eficientes deben contribuir a: i) utilizar la capacidad productiva disponible, mejorando el nivel de ocupación del capital y la mano de obra de una manera sostenible; ii) alentar la formación de capital y iii) aumentar la productividad mediante mejoras

---

<sup>1</sup> Ver en Singh (2006), Director del FMI para América Latina, un ejemplo elocuente de ese enfoque en su versión más neoliberal. Los planteamientos del nuevo Director Gerente del FMI, Dominique Strauss-Kahn, muestran positivos signos de corrección hacia un enfoque pragmático.

en la calidad de los factores y la eficiencia de su asignación. Estos son los tres elementos cardinales capaces de generar un crecimiento endógeno y determinar la tasa de crecimiento económico durante la transición hacia un nuevo nivel estacionario.

Un alto índice promedio de utilización de la capacidad implica reconciliar los niveles de la demanda agregada real y la oferta potencial, alcanzando una composición adecuada de bienes transables y no transables y precios macroeconómicos (como las tasas de interés y los tipos de cambio) sostenibles. Todas estas variables son claves para cumplir con los objetivos de desarrollo. La formación de capital y la productividad total de los factores (PTF) dependen crucialmente de la calidad de estos equilibrios.

Para que las políticas macroeconómicas contribuyan de manera efectiva al desarrollo es necesario adoptar una visión general amplia que (i) tome en cuenta de manera sistemática su impacto en el desarrollo productivo, (ii) reconcilie los equilibrios macroeconómicos y macrosociales y (iii) genere tendencias que sean sustentables en el tiempo.

Este trabajo considera la experiencia de los países latinoamericanos como caso paradigmático en términos de los efectos de un enfoque “financierista” en la formulación de políticas macroeconómicas. El desempeño de estos países ha sido impulsado por un entorno macroeconómico en el cual los principales actores – gobierno, empresarios, trabajadores, inversores– enfrentaron fluctuaciones considerables en la demanda agregada, la actividad económica y los precios macroeconómicos. El notable éxito alcanzado en el control de la inflación y la mejora de la responsabilidad fiscal no logró, por sí solo, dar estabilidad al contexto en el que se desarrollaron los productores, tanto en términos de capital como de mano de obra.

Por consiguiente, aunque el PIB también responde a los complejos procesos relacionados con las estructuras micro y mesoeconómicas, en este período, la macroeconomía ha sido el principal factor de la *performance* volátil e insatisfactoria de la producción regional. Ésta ha sido una falla grave de las economías de los países latinoamericanos que es necesario corregir de manera precisa. Es crucial morigerar o evitar las recesiones profundas y duraderas; ello exige asegurar una evolución sustentable de las principales variables macroeconómicas durante los períodos de auge: cuentas fiscales y externas, endeudamiento interno y privado

y, en general, la compatibilidad entre la oferta agregada (producción potencial o frontera productiva) y la demanda efectiva.

Este documento se focaliza en la definición de los equilibrios macroeconómicos y su incidencia general en el crecimiento. Dado que los flujos de capital desempeñaron un papel prominente en los LAC durante los últimos 30 años, sus efectos tendrán un papel central en la discusión.

La sección I define los equilibrios macroeconómicos requeridos para el crecimiento sustentable. El análisis deriva en dos enfoques opuestos de estos equilibrios, según el peso relativo de los factores reales *versus* los factores financieros de corto plazo en las decisiones económicas: un equilibrio “financierista” de dos pilares frente a una macroeconomía real de tres pilares para el desarrollo. La sección II analiza la relación entre los *shocks* externos y el entorno macroeconómico, resaltando los desafíos que enfrenta la política pública para resolver los ajustes macroeconómicos intertemporales desestabilizadores. La sección III analiza el papel que cumplen los segmentos de corto plazo de los mercados financieros y el predominio de las inversiones financieras (especulación y ganancias rentísticas –*rent seeking*) a expensas de las actividades productivas. La sección IV presenta las conclusiones.

## **I. Equilibrios macroeconómicos reales**

Hay un amplio consenso respecto de que los fundamentales macroeconómicos son variables muy relevantes para mejorar el desarrollo económico. Sin embargo, suele tenerse una concepción errónea respecto de qué constituyen los fundamentales sólidos y también de la manera de llegar a ellos y sostenerlos.

La definición operacional de los equilibrios macroeconómicos se ha tornado tan estrecha que en muchas Economías Emergentes (y en especial las latinoamericanas, como se explicará más adelante) se observa la coexistencia de una “macroeconomía sana” según el enfoque predominante o neoliberal, que se refleja en baja inflación, superávit fiscal (o bajo déficit público), en paralelo con un crecimiento lento y la presencia de alto desempleo del capital y del trabajo, resultante de una demanda agregada inestable y de tasas de interés y tipos de cambio extremos o desalineados. Esta sección amplía la óptica sobre los equilibrios macroeconómicos, tomando en consideración los incentivos macroeconómicos que

enfrentan las empresas del lado productivo de la economía, analizando también la relación entre las variables financieras y reales y los efectos sociales de las políticas macroeconómicas.

### ***1.1. Una macroeconomía de dos pilares***

Incluso en la actualidad, en medio de la actual crisis mundial, el enfoque de moda en el pensamiento económico ortodoxo y en las Instituciones Financieras Internacionales (IFI) pone el énfasis de los equilibrios macroeconómicos en dos pilares: baja inflación y equilibrio fiscal. Hay una clara omisión del entorno macroeconómico en el que operan los productores y que incluye otras variables de peso como la demanda agregada, las tasas de interés y los tipos de cambio. A este enfoque lo denominaremos “equilibrios macroeconómicos financieristas”.

Este enfoque incluye otros ingredientes pero supone que la tarea difícil y relevante es el cumplimiento de estos dos pilares. Considera que alcanzarlos genera desarrollo productivo si se ha liberalizado la economía (es decir, si se suman reformas microeconómicas, varias de las cuales, de hecho, ya se han realizado en los LAC). Este enfoque se viene adoptando desde hace aproximadamente dos décadas y ha sido la base de la “agenda pendiente” impulsada por las IFI (vea, por ejemplo, Singh, 2006, Director del FMI para el Hemisferio Occidental). Además, una premisa de la literatura convencional más reciente es que una cuenta de capital abierta impone disciplina macroeconómica a las Economías Emergentes (EE). En verdad, este enfoque supone, en ocasiones de manera explícita pero a menudo de forma implícita, que la apertura plena de la cuenta de capital contribuye a imponer equilibrios fiscales y externos y, como consecuencia, genera automáticamente una demanda agregada consistente con la capacidad productiva. Sin embargo, está bien documentado que ésta no es la experiencia habitual en los frecuentes casos de *shocks* externos (positivos y negativos), ya sean financieros o de términos de intercambio que experimentan las EE (vea French-Davis, 2005, cap. VI; Williamson, 2003).

La preocupación por estos dos pilares es, naturalmente, justificada. En particular, varios países latinoamericanos han sufrido hiperinflación, un fenómeno que, cuando se produce, suele ocupar un espacio tan dominante que la política anti-inflacionaria se convierte, comprensiblemente, en el objetivo principal y absoluto de las políticas económicas. En los años '90, estos países lograron reducir la inflación a cifras de un dígito y equilibrar sus presupuestos fiscales (los déficits

fiscales se ubicaron, en promedio y con divergencias entre los países, entre el 1% y el 2% del PIB en 1994 y 1997, los dos años anteriores a los dos períodos recesivos de esa década). Las expansiones de la oferta monetaria para financiar el gasto público se debilitaron o bien, desaparecieron.

Es evidente que la macroeconomía de dos pilares no fue suficiente. Hubo simultáneamente un creciente déficit externo que significó un grado mayor de vulnerabilidad. En los períodos de auge, el exceso de gasto sobre la producción o ingreso interno se concentró en el sector privado (Marfán, 2005). De hecho, en estos períodos, mientras que empeoró el déficit externo (financiado con entrada de capitales), el sector público de muchos países de la región registró una notoria mejora en sus cuentas entre las décadas de 1980 y 1990 hasta el advenimiento del contagio de la crisis del sudeste asiático. En general, en el período 1991-98, el crecimiento de los déficits de cuenta corriente fue provocado por el aumento de los gastos netos del sector privado, como producto del resultado combinado de una gran oferta de financiamiento externo y políticas macroeconómicas internas permisivas, a menudo elogiadas por los mercados financieros. Por consiguiente, después de las turbulencias internacionales de 1994 (crisis del Tequila) y 1997-98 (crisis del sudeste asiático), se reabrió una importante y recesiva brecha del producto, con serios costos para el crecimiento y la equidad.

## ***1.2. Hacia equilibrios macroeconómicos reales: los tres pilares***

Los equilibrios macroeconómicos financieros no son suficientes para lograr un entorno macroeconómico de crecimiento alto y sostenido. Es necesario agregar un tercer pilar, relacionado con el lado productivo de la economía. La conducta de la demanda agregada, en niveles consistentes con el PIB potencial (también denominada capacidad productiva, capacidad instalada o frontera de la producción), es un componente crucial de un tercer pilar de los equilibrios macroeconómicos reales, que a menudo falló en las experiencias neoliberales. Lo mismo ocurre con los precios macroeconómicos, como las tasas de interés y los tipos de cambio. Con frecuencia, estos precios y la demanda agregada se situaron fuera de equilibrio, tal como lo evidenciaron las economías que funcionaron muy por debajo del PIB potencial (resultado más frecuente) o a plena capacidad pero con una demanda agregada en auge insostenible y un gran déficit externo.

Uno de los equilibrios macroeconómicos fundamentales está relacionado con el índice de utilización de la capacidad productiva. En las economías con sistemas

de precios inflexibles y mercados de factores incompletos, tanto los *shocks* positivos como los negativos provocan ajustes sucesivos. El resultado es una mayor disparidad entre oferta y demanda agregada, con la consiguiente brecha entre la capacidad productiva potencial y el uso que de ella se hace, en particular en las etapas “stop” (freno) que siguen a las etapas “go” (arranque). En un contexto de *stop-and-go*, la demanda inestable significa inevitablemente un uso neto promedio más bajo que la capacidad productiva y una productividad real inferior en comparación con una situación de proximidad estable a la frontera productiva. Por supuesto, se tiene que a mayor inestabilidad, habrá mayor brecha recesiva del producto.

### ***1.3. Inestabilidad, crecimiento y equidad***

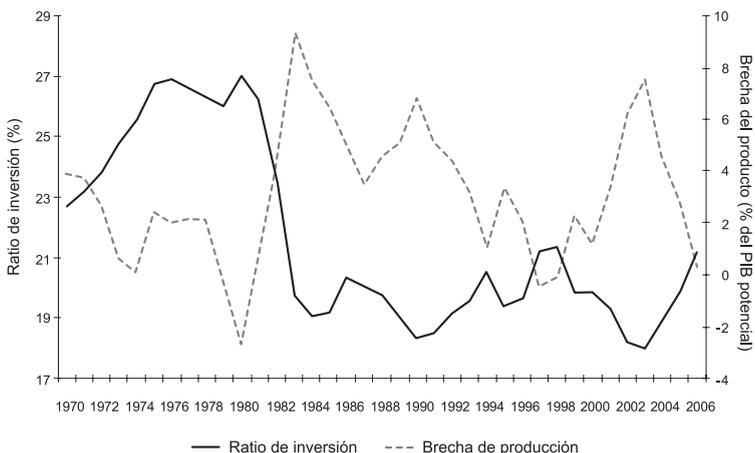
Detrás de la aparición de brechas del producto hay una inestabilidad extrema de las tasas de crecimiento del PIB. América Latina enfrentó ciclos económicos volátiles, con contracciones y expansiones intensas. Es evidente que la frontera productiva establece un límite para la recuperación del PIB efectivo; sólo por plazos breves el PIB efectivo puede superar al PIB potencial. En cambio, en los contextos recesivos, el PIB efectivo puede estar muy por debajo del PIB potencial por prolongados plazos. La implicancia de esta perturbadora asimetría es que el PIB efectivo promedio, en situaciones de inestabilidad macroeconómica real, es mucho más bajo que la frontera de producción promedio. Esta asimetría, intrínseca a la realidad económica, tiene implicancias relevantes para definir el balance de objetivos y políticas, y también para la investigación empírica y la econometría.

La magnitud de la brecha entre demanda efectiva y frontera productiva tiene efectos dinámicos y estáticos importantes. Primero, afecta la productividad observada y la rentabilidad de los proyectos llevados a cabo. Segundo, en efecto, cuando se logran tasas más altas de utilización del capital implica que el nivel promedio del empleo es superior y que la fuerza laboral se combina con un stock más grande de capital físico en uso. El consiguiente aumento de la productividad observada significa que el bienestar de los trabajadores y los rentistas (salarios y ganancias) puede mejorar inmediatamente, en virtud de un mayor índice promedio de utilización de la capacidad. A su vez, si los salarios y las ganancias crecen, entonces aumentarán también los ingresos fiscales. De este modo, los trabajadores, los empresarios y el gobierno podrán sostener un aumento del consumo y la inversión, con un impacto positivo neto en el bienestar económico general.

Tercero, en la dimensión dinámica, el grado de estabilidad tiene varios efectos. Los índices de utilización más altos y el consiguiente aumento de la productividad efectiva promedio (en la econometría estándar aparecería como un aumento de la PTF) tenderán a estimular la inversión en nueva capacidad. Para que la mayor inversión se concrete, los inversores deben percibir una mejora real a corto plazo y prever que la reducción de la brecha recesiva del producto será persistente (sostenida en el futuro). El efecto dinámico será mucho más significativo si se generan expectativas sólidas entre los actores económicos respecto de que las políticas públicas mantendrán a la demanda efectiva cerca de la frontera de producción, y si, además, las autoridades emprenden reformas para completar los mercados de capitales de largo plazo, y mejoran la capacitación de la fuerza laboral y la innovación productiva.

El Gráfico 1 muestra la estrecha asociación que existe entre la brecha del producto y la formación de capital en América Latina, y refleja uno de los principales efectos negativos de la subutilización de los factores productivos. Esta relación responde a diversos factores: (i) si hay mucha capacidad ociosa, entonces habrá menos incentivos para invertir en nuevos activos productivos; (ii) el entorno volátil disuade la inversión irreversible; (iii) la brecha recesiva y sus fluctuaciones suelen afectar

**Gráfico 1 / América Latina (9): brecha del producto y ratio de inversión, 1970-2006. (precios de 1995)**



Fuente: CEPAL y Hofman y Tapia (2003), y actualizaciones. Promedios para Argentina, Bolivia, Brasil, Chile, Colombia, Costa Rica, México, Perú y Venezuela. El ratio de inversión mide el ratio entre la formación de capital fijo y el PIB. La brecha de producción mide la diferencia entre el PIB real y el PIB potencial como porcentaje del PIB potencial.

la calidad de la evaluación de los proyectos y la innovación productiva; (iv) las intensas fluctuaciones económicas tienden a deprimir los ingresos públicos, induciendo recortes en la inversión pública, tal como se analizará más adelante.

Por consiguiente, existe una conexión clara entre la volatilidad real y el crecimiento económico a largo plazo, que funciona a través de sus efectos en la PTF efectiva y en el volumen de inversión en capital fijo. Está bien documentado que el aumento del stock de capital explica una buena parte del crecimiento del PIB. Además, muchas de las diferencias en el crecimiento entre América Latina y los países más dinámicos del este asiático son atribuibles al rápido incremento del stock de capital. Es decir, la formación de capital viene funcionando como variable principal de la evolución del PIB potencial en las economías que pudieron converger a los niveles de desarrollo de las naciones más evolucionadas (ver Ffrench-Davis, 2005, gráficos II.1 y II.2).

La volatilidad real también impacta en las finanzas públicas dado que durante las recesiones se produce una caída de los ingresos fiscales que suele traducirse en recortes del gasto (tal como ocurrió durante las crisis de la deuda, el Tequila y la crisis del sudeste asiático). Estos recortes no sólo afectan los gastos redundantes y burocráticos sino también áreas en las que el gasto más eficiente para el desarrollo ya era insuficiente, mermando erogaciones esenciales para cambiar los patrones de producción de manera consistente con equidad social. En estas áreas, como infraestructura, educación, capacitación laboral e inversión –tanto pública como privada–, el gasto suele estar muy por debajo de los niveles apropiados para economías que transitan procesos de cambio importantes (vea Easterly y Servén, 2003).

Mantener recortes excesivos de gastos en estos rubros esenciales durante varios años socava los esfuerzos por mejorar la calidad de los factores productivos y dificulta la utilización plena de la capacidad instalada. Como resultado, las economías funcionan con fronteras productivas menos dinámicas y en niveles efectivos marcadamente inferiores a los de esas fronteras. Es decir, su capacidad de producción está subutilizada y tienden a crecer con más lentitud debido al menor nivel de inversión, con los consiguientes impactos negativos en la productividad real, el empleo y la rentabilidad.

La experiencia latinoamericana demuestra la ausencia de una combinación eficiente de equilibrios financieros y equilibrios macroeconómicos reales. En los

años '90, el éxito alcanzado en la reducción de la inflación se debió, en parte y en una serie de casos, a revaluaciones del tipo de cambio bajo el llamado anclaje cambiario. De hecho, la gran mayoría de los países latinoamericanos revaluaron sus monedas en términos reales entre 1990 y 1994, y nuevamente entre 1995 y 1997. El nuevo acceso al financiamiento externo en los períodos 1990-94 y 1996-97 hizo posible, o en realidad alentó, sucesivas revaluaciones reales que actuaron como ancla para los precios internos de los productos transables. Además, muchos países que exhibieron altas tasas de subutilización de su capacidad productiva, con el renovado acceso al financiamiento externo y las revaluaciones de sus monedas pudieron aumentar sus índices de uso de recursos y, al mismo tiempo, reducir la inflación. La oferta disponible de bienes no exportables pudo responder con rapidez al aumento de la demanda agregada, con índices de inflación promedio generalmente en baja.

La apreciación cambiaria junto con la liberalización del comercio hizo que la recuperación de la demanda agregada, tanto de los individuos como de las empresas, fuera crecientemente intensiva en importaciones. Como resultado, las importaciones pasaron de un nivel bajo, generado por la recesión anterior, a un nivel demasiado alto, en particular en el rubro de bienes de consumo cuyos precios relativos se redujeron mucho con la liberalización.

En los países que más revaluaron sus monedas, que suelen ser los que registraron mayores y crecientes déficits externos impulsados por los flujos financieros, la estabilización de los precios fue, en general, más rápida. Sin embargo, también se tornaron más vulnerables dado que se amplió la brecha entre el gasto interno y el PIB efectivo (el déficit externo), mientras que los pasivos externos subieron aceleradamente. Tal como se esperaba, entonces los acreedores externos fueron cada vez más sensibles a las “malas noticias” económicas y políticas, derivando en una crisis del sector externo.

Por consiguiente, en 1995, algunos países sufrieron reveses traumáticos en la lucha contra la inflación (México, por ejemplo) o cayeron en recesión (México, una vez más, y Argentina). Sin embargo, en los países en que se habían realizado correcciones oportunamente, los ajustes macroeconómicos pudieron efectuarse sin mayores inconvenientes. Por ejemplo, en el período 1990-95, Chile, dentro de un enfoque macroeconómico de tres pilares, realizó pequeños ajustes cada vez que detectó el inicio de un desequilibrio para así evitar grandes correcciones posteriores.

Después de la crisis de 1995, el retorno de los flujos de capitales a América Latina en el período 1996-97 permitió, una vez más, una mejora simultánea de la actividad económica y la estabilidad del nivel de precios, pero a expensas de una apreciación cambiaria y un aumento de los déficits externos. El resultado fue el subsiguiente ingreso a zonas de vulnerabilidad. En consecuencia, en 1998, cuando la crisis asiática golpeó a América Latina, hubo una corrección recesiva generalizada en la región, sobre todo en América del Sur, con salidas masivas de capitales y fuertes depreciaciones cambiarias. En esta ocasión, sin embargo, no se produjeron procesos inflacionarios. Por el contrario, hubo brechas del producto recesivas persistentes, por todo un sexenio, resultado de políticas monetarias contractivas, que priorizaron la estabilidad de precios por sobre la estabilidad de la economía real. La fuerte recuperación del 5,5% del PIB latinoamericano en el período 2004-07 es, sin duda, un hecho positivo, pero se produjo después de seis años de grandes desequilibrios, evidenciados por la significativa brecha del producto del período 1998-2003<sup>2</sup>. Este hecho, que se extendió por ese prolongado plazo, representó un fracaso muy costoso de las políticas macroeconómicas internas, que no lograron mantener a la economía cerca de la frontera productiva. Este fracaso se vio complicado por la conducta procíclica de las finanzas internacionales.

## II. Shocks externos y equilibrios macroeconómicos reales

Para enfrentar la volatilidad real es crucial entender sus causas. Los *shocks* externos son una fuente importante de fluctuaciones macroeconómicas en las EE. Es posible identificar al menos tres fuentes de *shocks* externos positivos, a los cuales la actividad económica puede responder de forma favorable en tanto haya capacidad instalada disponible. Primero, el aumento del precio de las exportaciones. Sin embargo, una vez alcanzada la frontera de la producción, si el *shock* positivo persiste, generará presiones sobre la demanda que redundarán en un alza de los precios internos y/o un mayor déficit externo. Además, dado que los cambios de los precios de exportación son en buena medida transitorios, si la economía se adapta a esa abundancia, el ajuste a la baja subsiguiente será traumático.

---

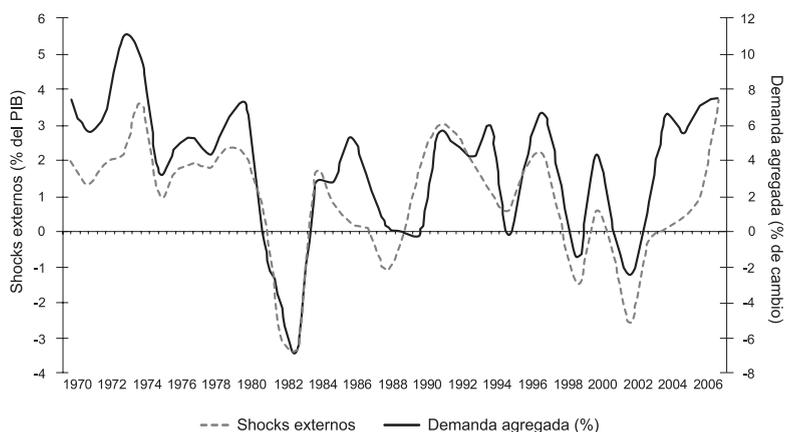
<sup>2</sup> En el período 2004-07, impulsado por el fortalecimiento de la actividad económica mundial y la marcada mejora en los términos de intercambio, se produjo una caída significativa de la brecha del producto. Mientras que el PIB potencial se expandió del orden de 3%, el PIB efectivo creció un 5,5% en ese período de cuatro años. De este modo, se corrigió la brecha recesiva resultante de los desequilibrios macroeconómicos anteriores.

Una segunda fuente de *shocks* externos está dada por los cambios en las tasas de interés internacionales. Dependiendo del régimen de cuenta de capital, estas fluctuaciones afectarán hasta cierto punto las tasas de interés internas y sus efectos se transmitirán luego a la demanda agregada; incidirán en el volumen de las entradas netas de capital, afectarán la renta nacional –dado que la caída (alza) de las tasas de interés externas aumenta (reduce) la renta nacional de un país deudor neto– e incidirán en el mercado cambiario.

Una tercera fuente, que fue el principal determinante de la inestabilidad macroeconómica de los países latinoamericanos desde la década de 1970, es la fluctuación abrupta del volumen de los flujos de capital. En este sentido, los flujos de capitales privados distintos a la inversión extranjera directa son especialmente significativos debido a su volatilidad.

El Gráfico 2 ilustra la relación sistemática entre las oscilaciones de la demanda agregada y los *shocks* externos. En otras palabras, en las últimas décadas, la volatilidad real, liderada por cambios en la demanda agregada, tuvo por lo general origen externo; estos *shocks* fueron mucho más fuertes que los de origen interno. Hacia fines de los años '70 y en los '90, hubo considerables movimientos de

**Gráfico 2 / América Latina (19): Demanda agregada y shocks externos, 1970-2007 (% de cambio respecto año anterior; % del PIB)**

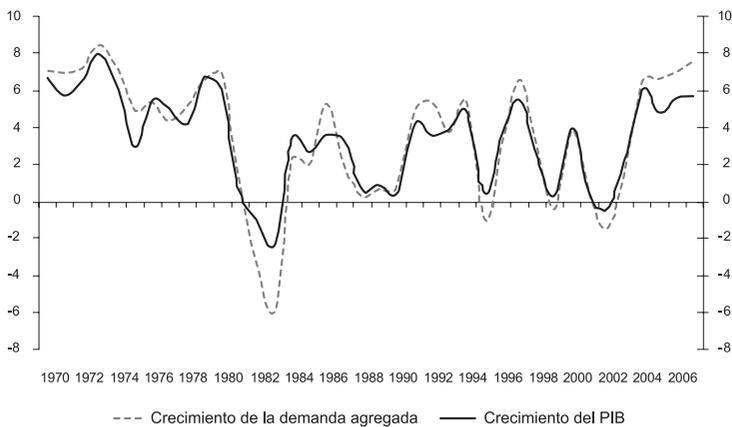


Fuente: Cálculos del autor basados en datos de la CEPAL. EXT: *shocks* externos, representa los recursos adicionales del exterior, resultantes de las transferencias netas (entradas de capital más pagos de factores) y la mejora en los términos de intercambio. Medido como porcentaje del PIB.

capitales, mientras que en los años más recientes predominaron variaciones significativas de los términos de intercambio. El Gráfico 3 muestra que los cambios del PIB efectivo estuvieron asociados fuertemente a las fluctuaciones de la demanda agregada. En las últimas cuatro décadas, los cambios de la demanda agregada generaron cambios en el PIB, tanto en los períodos de auge como de recesión, que afectaron a la región. Por lo general, luego de los shocks externos, las políticas internas desempeñaron algún papel a veces de moderación y frecuentemente de exacerbación del efecto de los *shocks* externos.

En consecuencia, hubo una doble causa. Por un lado, los *shocks* fueron en esencia exógenos. La oferta total de flujos de capital a las EE, las tasas de interés internacionales y los principales factores que sustentaron la evolución de los términos de intercambio (como el crecimiento de la economía mundial y la penetración de demanda especulativa en los mercados de recursos naturales) fueron, por lo general, independientes de las políticas económicas de las EE. Por otro lado, la exposición a los *shocks* y la intensidad de sus efectos se vieron afectados por factores internos. En realidad, el grado en el que los *shocks* externos se reflejan en el crecimiento del PIB depende de: i) la brecha inicial entre el PIB efectivo y la frontera de producción; ii) la naturaleza de las políticas económicas internas implementadas, en especial las macroeconómicas; iii) las expectativas de los agentes económicos, y iv) los acontecimientos políticos.

**Gráfico 3 / América Latina(19): PIB y tasas de crecimiento de la demanda agregada 1970-2007 (% de cambio respecto años anteriores)**



Fuente: cálculos del autor basados en datos de la CEPAL.

En un proceso de ajuste ideal, en una economía perfectamente flexible y bien informada, con mercados de factores homogéneos y completos, el exceso de demanda agregada se elimina sin una caída de la tasa de utilización de la capacidad. Por el contrario, en el contexto de una economía con precios inflexibles y movilidad imperfecta de sus factores, la implementación de políticas neutras de reducción de la demanda suele derivar en una caída significativa de la producción porque estas políticas reducen la demanda tanto de bienes transables como no transables, generando un aumento del desempleo, especialmente en este último sector.

Esto confirma la relevancia de la inflexibilidad de los precios, la inmovilidad de los factores, los mercados incompletos y las fallas de información durante los procesos de ajuste de la economía real. Explica también por qué el ajuste suele producirse significativamente por debajo de la frontera de producción.

De hecho, en el mundo real, cuando los procesos de ajuste conllevan una fuerte reducción de la demanda agregada, suele producirse una declinación de la producción, la que genera una menor tasa de utilización de la capacidad instalada y desalienta la formación de capital. La aplicación adicional de políticas de redirección del gasto (*switching policies*) que afectan la composición del producto, puede amortiguar la reducción de la actividad económica. Estas políticas pueden ser de alcance global —como el tipo de cambio— o bien específicas de algún sector. Los países del Este de Asia brindan ejemplos exitosos de procesos de ajuste por medio de políticas sumamente selectivas (Kaplan y Rodrik, 2001; Mahani, Shin y Wang, 2006). Una combinación de políticas de reducción y redireccionamiento del gasto debería tender a facilitar un resultado cercano a la utilización plena del PIB potencial.

En períodos de recuperación económica, la gestión de la política macroeconómica parece enfrentar menores exigencias que cuando la economía ya está en su frontera productiva. De hecho, una política pasiva puede tener resultados netos positivos en una situación de brecha recesiva. Las entradas de capitales (o mejores términos de intercambio) aumentan la capacidad de gasto doméstico. Por lo tanto, se expande la demanda agregada de bienes nacionales e importados en un contexto de mejores expectativas, alimentadas por el acceso a los fondos del exterior. Por otro lado, la oferta de bienes y servicios domésticos puede responder a la mayor demanda gracias a la capacidad instalada disponible, mientras que el aumento de las importaciones resultante se cubre con el mayor financiamiento externo.

En consecuencia, en una situación de desempleo de los factores productivos, el *shock* positivo tiene efectos de tipo keynesiano: elimina la restricción externa operativa (BEC, por sus siglas en inglés), haciendo posible un mayor uso de la capacidad productiva y permitiendo la recuperación de la producción, las utilidades y el empleo (además de la inversión productiva).

Sin embargo, desde los años '80, la mayoría de las crisis fueron el resultado de períodos de auge mal administrados (Ocampo, 2007). Durante un *boom*, es mayor el grado de libertad para elegir políticas y es el momento en que se generan los desequilibrios futuros. Para avanzar hacia una macroeconomía para el crecimiento, debemos contar con una diferenciación clara entre recuperación económica y generación de capacidad adicional. Éste ha sido un factor engañoso tanto para los gobiernos de izquierda como de derecha de América Latina. Y esta dificultad lleva no sólo a ignorar la importancia de la inversión desde la óptica de las políticas públicas sino que estimula al sector privado hacia un ajuste intertemporal desestabilizador. En realidad, confundir la recuperación de actividad con el crecimiento sostenible del PIB potencial, supuestamente con una PTF alta, lleva a sentirse más rico y a empezar a consumir el futuro, cuando en realidad no se es más rico. La diferenciación precisa entre creación de capacidad y uso de la capacidad existente debería ser parte insustituible de la política macroeconómica nacional.

En realidad, si la entrada de capitales o los mejores términos de intercambio estimulan los procesos de recuperación de economías que exhiben desempleo de los factores productivos, la productividad real aumenta debido al índice más alto de utilización del PIB potencial. Entonces, los agentes económicos y las autoridades pueden confundir el salto en la productividad real basado en la utilización de mano de obra y capital antes ociosos con un aumento estructural de la velocidad sustentable de las mejoras de la productividad. Por su parte, los consumidores “racionales” suelen suponer que se produjo un aumento de su ingreso permanente. Por consiguiente, la respuesta del mercado tendería a ser un ajuste ascendente intertemporal, en el que la brecha externa se cubre con financiamiento externo mientras éste se encuentre disponible. Esto implica un desplazamiento (*crowding out*) del ahorro interno resultante de decisiones de los agentes basadas en información sesgada. El ajuste intertemporal termina siendo desestabilizador.

Por lo tanto, cuando la producción efectiva está llegando a la frontera productiva, se necesitan políticas más activas para regular la expansión de la demanda

agregada. Además, al producirse el cierre de la brecha del producto, es crucial el papel que desempeñan las políticas para mejorar el desarrollo productivo (y aumentar la producción potencial). De hecho, es esencial mantener la expansión de la demanda en línea con el crecimiento de la capacidad productiva (y también con el financiamiento externo sustentable). De otro modo, si se adoptan políticas macroeconómicas pasivas en situaciones de *shocks* positivos ya sean externos (como tasas de interés internacionales más bajas, mejores términos de intercambio o mayor oferta de capitales externos) o bien de naturaleza doméstica (auge del sector de la construcción, de la demanda de bienes durables, de acciones y bonos), la economía estará sujeta a presiones inflacionarias y/o a una brecha creciente entre los gastos y la producción; en todas las situaciones, suele producirse en el futuro un ajuste recesivo en la dirección opuesta.

Por lo tanto, a medida que nos acercamos a la frontera productiva, es mayor la necesidad de implementar políticas macroeconómicas más activas y eficientes. De lo contrario, lo que empezó siendo un ajuste macroeconómico hacia el equilibrio se convierte en una fuente de desequilibrio y vulnerabilidad.

En síntesis, es necesario mejorar la capacidad para implementar políticas macroeconómicas preocupadas por el sector real con el objetivo de reconciliar la proximidad de la economía a la frontera de producción con sostenibilidad y estabilidad de precios: un *mix* de políticas contracíclicas efectivas orientadas al crecimiento. Tanto la política monetaria como la política fiscal (y la cambiaria) han sido procíclicas y exacerbaron el efecto de los *shocks* de flujos de capitales y términos del intercambio.

### **III. Desarrollo financiero, “financierismo” y “productivismo”**

El desarrollo financiero es un ingrediente clave del desarrollo económico (ver Aghion y Durlauf, 2007). Canalizar los recursos financieros hacia los sectores de mayor productividad mejora la eficiencia general de la economía y potencia el crecimiento económico. Sin embargo, los mercados financieros son imperfectos y muy incompletos en las EE, y sobre todo en los países menos desarrollados. En un mundo incierto, los mercados de seguros son incompletos y existen costos de información, cambios de humor contagiosos, y las valuaciones *ex ante* y *ex post* de los activos financieros pueden ser radicalmente diferentes.

### **III.1. “Financierismo” impulsado por las reformas neoliberales**

Una característica distintiva de la gestión macroeconómica, en la transición hacia el desarrollo de las naciones más avanzadas y de los países exitosos de reciente industrialización, ha sido el predominio de las dimensiones productivas por sobre las financieras. El desarrollo fue impulsado por el lado “real” de la economía, y los aspectos financieros le fueron funcionales. Esto significa una correlación de política contraria al enfoque neoliberal y a la tesis habitual de la liberalización financiera como insumo esencial y tutor del desarrollo.

En cambio, en los LAC, en la era de aplicación de las políticas neoliberales, en el llamado Consenso de Washington, prevaleció el fenómeno del “financierismo”, es decir, el dominio (o la influencia fuerte y los *lobbies* poderosos) de los agentes financieros cortoplacistas sobre las decisiones macroeconómicas.

El vínculo creciente con el sistema financiero internacional facilitó su disociación de las necesidades de los sistemas productivos nacionales y alentó la fuga de capitales durante los períodos de crisis internas.

Por otro lado, desde los años '70, los agentes económicos vinculados con la esfera financiera ganaron una mayor influencia en las empresas públicas y privadas, así como en los ministerios y otras reparticiones gubernamentales. Esta situación impuso el predominio en estos niveles de un sesgo cortoplacista por sobre la preocupación por mejorar la productividad y lograr una mayor capacidad productiva. Esta tendencia se profundizó después de la crisis de la deuda, cuando los acreedores financieros externos y las instituciones financieras internacionales pasaron a tener un mayor peso en la definición de las políticas nacionales. En los mercados especulativos, una parte considerable de los esfuerzos de los agentes económicos se focaliza en adquirir información para beneficio excluyente, que suele reflejarse en ganancias de capitales más que en mayor productividad, generando una redistribución de suma cero o negativa, debido al uso de recursos reales para estos fines.

En síntesis, la apertura total al mercado internacional (como la que realizaron en la década del noventa la mayoría de los LAC) puede desbaratar los grandes esfuerzos destinados a la estabilización interna y alentar la volatilidad de capitales. De hecho, podría significar, principalmente, la integración a los segmentos más especulativos de los mercados desarrollados. Por el contrario, la inserción en la

economía mundial debería apuntar a promover las entradas de capitales a largo plazo, acompañadas por el acceso a la tecnología y a los mercados de exportaciones.

Desde mediados de los años '90 los presidentes latinoamericanos en campaña o electos se convirtieron en asiduos visitantes de Wall Street. A su vez, los medios masivos internacionales empezaron a hablar del “candidato del mercado”, refiriéndose en verdad a los mercados financieros. El fortalecimiento de esta dimensión generó una dualidad creciente, preocupante para la democracia, en los sectores tenidos en cuenta por las autoridades de las EE. Las características actuales de la globalización ampliaron la distancia entre quienes toman las decisiones (*policy makers*) y los agentes financieros por un lado, y los agentes domésticos (trabajadores, emprendedores y empresas) que soportan las consecuencias por el otro. Por lo tanto, una de las consecuencias del camino tomado por la globalización ha sido que los expertos en la intermediación financiera –capacitados en microeconomía– se han vuelto determinantes, en muchos casos, de la evolución de los balances macroeconómicos y de su volatilidad.

Las presiones de los mercados financieros internacionales llevaron a algunos gobiernos a ofrecer garantías a los inversores extranjeros como medio para mejorar su credibilidad más allá de lo que era consistente con el crecimiento y la equidad e incluso, de lo necesario para conseguir la credibilidad de corto plazo de los mercados financieros internacionales. Tal como demuestra el caso argentino de la década de 1990, si los compromisos públicos exceden lo que puede soportar un país democrático, el resultado puede ser el elogio a corto plazo pero una pérdida neta de credibilidad en el mediano plazo.

El caso de Chile, luego del retorno a la democracia en 1990, es un ejemplo perfecto de las diferencias entre las dimensiones “productivista” y “financierista”: mientras los medios financieros locales e internacionales elogiaban las políticas de liberalización durante el gobierno militar de Pinochet, Chile registró la tasa de inversión promedio más baja del último medio siglo. En cambio, las reformas efectuadas en los años '90 –incluyendo la regulación de la entrada de capitales, manejo cambiario activo, algunos aumentos impositivos, la reforma laboral para fortalecer el poder de negociación de los trabajadores y significativos aumentos del salario mínimo– fueron recibidas “con preocupación” por los grandes empresarios privados y el sector financiero, mientras que la tasa de inversión llegó a máximos históricos. Esta combinación exitosa fue posible gracias a la adopción, a principios de los

años '90, de una macroeconomía de tres pilares. Por el contrario, en la mayor parte de América Latina, el apoyo de las autoridades políticas a la “economía de mercado” nunca fue tan explícito y fuerte como desde fines de los años '80, precisamente el período en que las tasas de inversión registraron sus mínimos históricos. Estos casos demuestran que el elogio entusiasta de los mercados financieros no resultó, por lo general, muy útil para el desarrollo productivo. Una de las fallas importantes de la región ha sido la incapacidad para cambiar la macroeconomía de dos pilares por una de tres pilares que contemple los equilibrios macroeconómicos reales.

### ***III.2. Prociclicidad racional de los mercados financieros de corto plazo; macroeconomistas irracionales que se guían por sus recomendaciones***

Es muy difícil salir de las trampas “financieristas” sin un ajuste traumático. Generalmente hace falta una sobre-reacción hacia tipos de cambio o tasas de interés extremos y restricciones de liquidez considerables, dos factores que, juntos, dan lugar a un entorno macroeconómico hostil para las empresas y los trabajadores.

Una característica importante de las crisis económicas más recientes de Asia Oriental y América Latina es que las turbulencias financieras y cambiarias fueron sufridas por las EE consideradas como muy “exitosas” por las IFI y los agentes financieros. De hecho, antes de la explosión de sus crisis financieras, habían recibido mejoras en su evaluación por parte de las calificadoras de riesgo internacionales; razón por la cual se las recompensó con grandes flujos de capital privado y *spreads* en baja, acumulando *stocks* crecientes de pasivos externos.

Dado que los flujos voluntarios no pueden producirse sin el consentimiento de deudores y acreedores, ¿por qué ninguno de los agentes actuó a tiempo para frenar estos flujos antes de las crisis? El hecho es que ambas regiones ingresaron en zonas de vulnerabilidad (repetimos las señales: alguna combinación de grandes pasivos externos, con un alto porcentaje a corto plazo; auge del crédito; descalces de monedas y plazos; déficit externo significativo; tipo de cambio apreciado; altos coeficientes precio/utilidades en el mercado bursátil; altos precios de las propiedades lujosas; y bajas tasas de inversión interna en el caso de los países latinoamericanos). Paralelamente, tal como se expuso recién, los agentes especializados en los aspectos microeconómicos de las finanzas, los cuales se concentran en los segmentos líquidos o de corto plazo de los mercados de capitales, empezaron a tener una voz dominante en la generación de las expectativas y de las políticas macroeconómicas.

Existe una valiosa bibliografía sobre las causas de la inestabilidad financiera. Ella comprende: las asimetrías de información entre acreedores y deudores y la falta de internalización adecuada de las externalidades negativas que cada agente genera sobre los demás (mediante vulnerabilidad creciente); éstas subyacen a los ciclos de abundancia y escasez de financiamiento externo (Krugman, 2000). Por consiguiente, la tendencia a equiparar opiniones y expectativas con “información” contribuye al comportamiento de manada y a la existencia de equilibrios múltiples. De hecho, observamos un contagio notable, primero de exceso de optimismo y luego de exceso de pesimismo, en muchas de las crisis financieras que afectaron a las EE durante las tres últimas décadas.

Durante cuatro procesos expansivos generalizados en la región (1976-81, 1991-94, 1996-97, 2004-08), hubo un contagio evidente de excesivo optimismo entre los operadores financieros. Más que apetito por el riesgo, en estos episodios los agentes proveedores de fondos subestimaron o incluso ignoraron el riesgo. Con respecto a los deudores, en períodos de optimismo excesivo, la evidencia demuestra que la mayoría de ellos no se endeuda pensando en el *default* y esperando ser rescatados o beneficiarse con una moratoria. Todo lo contrario, predominan las expectativas de altos rendimientos, de manera tal que los prestatarios también son víctimas del síndrome de euforia financiera típico de los períodos de auge.

Sin embargo, más allá de estos hechos, hay dos características adicionales del lado del acreedor que son cruciales.<sup>3</sup> Una es la naturaleza particular de los agentes prestamistas que actúan en el lado de la oferta. Hay asimetrías naturales en la conducta y los objetivos de los diferentes agentes económicos. Los que predominan en los mercados financieros se especializan en inversiones líquidas de corto plazo, operan dentro de horizontes de tiempo cortos y son, por su naturaleza, muy sensibles a los cambios en las variables que afectan los retornos de corto plazo. La segunda característica es la difusión gradual de información entre los potenciales agentes sobre las oportunidades de inversión en las EE. Los agentes de los diferentes segmentos del mercado financiero suelen incursionar gradualmente en nuevos mercados cuando observan oportunidades rentables en las EE desconocidas para ellos.

---

<sup>3</sup> Desarrollamos esta interpretación en Ffrench-Davis (2005, capítulo V). Análisis complementarios se encuentran en Frenkel (2004); Williamson (2003).

Desde el lado de la oferta, esto explica por qué el crecimiento de los flujos a las EE –en los períodos mencionados– fueron procesos que continuaron durante varios años y no cambios que se dieron por una vez. En este sentido, es oportuno enfatizar la importancia para el diseño de políticas públicas de diferenciar entre dos tipos diferentes de volatilidad de los flujos de capitales: los cambios de corto plazo por un lado y la inestabilidad de mediano plazo por el otro, la cual hace que algunas variables, como el mercado bursátil, los precios de los inmuebles y el tipo de cambio, se muevan de manera persistente en una dirección dada, brindando “certezas equivocadas” al mercado y alentando los movimientos de capitales, en busca de una renta económica más que de diferencias en la productividad real. Los flujos de capitales privados, impulsados por la volatilidad (o reversibilidad) de las expectativas a mediano plazo suelen tener un sesgo procíclico fuerte y costoso para el desarrollo económico.

En el frente interno de los LAC, al inicio de los ciclos, había potencial suficiente como para que los acreedores obtuvieran altas tasas de retorno sobre los flujos de capitales dirigidos a la región. Por ejemplo, al producirse su apertura financiera, en los años '80 y principios de los '90, las economías latinoamericanas estaban inmersas en una recesión, con un mercado inmobiliario y bursátil deprimido, altas tasas de interés y monedas locales en principio subvaluadas. En realidad, para 1990, los precios de las propiedades y las acciones eran muy bajos en América Latina y el precio del dólar era comparativamente alto.

En el caso del este asiático, cuando la región abrió sus cuentas de capital durante la década de 1990, la oferta internacional de fondos ya estaba en auge. En comparación con los países latinoamericanos, Asia crecía muy rápido, con altas tasas de ahorro y de inversión. Sin embargo, el mercado accionario también estaba deprimido si se lo compara con el de los países abundantes en capital (los cuales exhibían bajos coeficientes precio/utilidades), y los pasivos externos líquidos eran bajos. Naturalmente, la tasa de retorno tiende a ser más alta en los sectores productivos de las EE con escaso capital que en los mercados maduros con abundancia relativa en capital. Entonces, hay espacio potencial para que existan flujos de capital muy rentables desde estos últimos hacia los primeros. Los movimientos deberían continuar hasta que converjan las tasas de retorno (¡ajustadas por riesgo!), lo cual debería llevar bastante tiempo. En estas condiciones, la dirección de los ajustes previstos de cualquier economía emergente que pasa de una cuenta de capital cerrada a otra abierta debería ser similar a la registrada en los países latinoamericanos. Por ejemplo, en ambas

regiones, el resultado fue un aumento espectacular del precio de las acciones que, en promedio, multiplicó por cuatro el índice de precios en el período 1990-94 y (después de la caída abrupta del 40% provocada por la crisis del Tequila) por dos en el período 1995-97 en Latinoamérica y por dos en 1992-94 en Asia Oriental. Todos estos cambios estuvieron directamente asociados a los flujos de cartera.

A su vez, las tasas de interés locales fueron por lo general altas al comienzo de los episodios de fuertes ingresos de capitales, lo que reflejó la restricción externa dominante que enfrentaba la mayoría de estos países durante estos períodos de escaso financiamiento externo, políticas monetarias restrictivas y sesgo cortoplacista en las reformas financieras implementadas.

En términos de eficiencia asignadora y para las estrategias de desarrollo orientadas a las exportaciones, un precio macro tan importante como el tipo de cambio, guiado por flujos de capitales dirigidos por agentes cortoplacistas, revela una inconsistencia de política seria.<sup>4</sup> El aumento de la demanda agregada, derivado del ingreso de capitales, la revaluación cambiaria, y el porcentaje creciente de la demanda interna concentrada en bienes transables aumentan “artificialmente” la capacidad de absorción y la demanda de ahorro externo. Por consiguiente, el cambio exógeno –desatado por las transformaciones registradas en los mercados de capitales internacionales– se convirtió en un proceso endógeno que derivó en vulnerabilidad interna dada la potencial reversibilidad de los flujos.

En síntesis, la interacción entre estos dos conjuntos de factores –la naturaleza de los agentes y el proceso de ajuste– explica la dinámica temporal de los flujos de capitales: por qué los prestamistas siguen aportando fondos cuando los fundamentos macroeconómicos reales empeoran. Cuando los acreedores descubren un mercado emergente, su exposición inicial es baja o nula. Luego, generan una serie de flujos, que derivan en *stocks* de sus activos financieros en acelerado crecimiento en las EE; en realidad, llegan demasiado rápido y/o son demasiado grandes como para que la absorción por parte de las EE sea eficiente. A menudo,

---

<sup>4</sup> Para los agentes cortoplacistas la rentabilidad efectiva y esperada aumentó con el proceso de revaluación. Ese mismo proceso, si se lo percibe como persistente, tendería a desalentar la inversión en la producción de bienes transables intensivos en insumos domésticos. Por lo tanto, debido a sus implicancias para las políticas públicas, es muy relevante lo que sucede con los tipos de cambio durante la etapa expansiva o de auge.

la absorción se ve aumentada artificialmente por una revaluación del tipo de cambio y una demanda agregada creciente cuya consecuencia directa es un mayor déficit externo.

En conclusión, los agentes económicos especializados en la asignación de financiamiento *overnight* o líquido, que pueden ser muy eficientes en su campo pero operan con horizontes de corto plazo “por entrenamiento y por recompensa”, llegan a desempeñar un papel relevante en la determinación de las condiciones macroeconómicas y en el diseño de las políticas de las EE. Esto significa que prevalece un enfoque “financierista” por sobre un enfoque “productivista”. El crecimiento con equidad requiere mejorar las recompensas a los aumentos de productividad en lugar de premiar la persecución de renta financiera mediante ganancias de capital. Es necesario reequilibrar tanto las prioridades como el peso de las opiniones de los diferentes agentes económicos intervinientes.

#### **IV. Conclusiones**

Las EE están viviendo una auténtica paradoja en la que coexisten el consenso sobre la importancia de los equilibrios macroeconómicos y una situación generalizada de costosos desequilibrios para grandes segmentos de la economía real, es decir, del capital físico y el trabajo.

Para resolver estas ineficiencias se necesita una macroeconomía para el desarrollo sustentable o macroeconomía real, focalizada no sólo en la estabilización del nivel de precios y el control de los déficits fiscales (como sostiene el *mainstream* neoliberal) sino también en los equilibrios externos (esenciales para las economías abiertas) y en las variables reales determinantes del desarrollo sostenido. El principal equilibrio real es el nivel de utilización de la capacidad productiva (es decir, el empleo de los factores de producción, capital y trabajo, a su nivel potencial) dado que este equilibrio es crítico en la evolución del ingreso efectivo, la equidad social, los ingresos fiscales estructurales o de “pleno empleo”, la formación de capital y el crecimiento económico.

La brecha entre la frontera productiva y su tasa de utilización implica una flagrante ineficiencia macroeconómica, que se refleja en la capacidad instalada subutilizada de las empresas, el desempleo de la fuerza laboral y una menor productividad total efectiva de los factores. Por lo general, uno de los efectos notorios de

estas situaciones recesivas ha sido la marcada reducción posterior de las tasas de inversión, el deterioro de las habilidades de los desempleados y el aumento de la desigualdad social.

Los equilibrios macroeconómicos reales –incluyendo una demanda agregada consistente con la capacidad productiva, tipos de cambio y tasas de interés sustentables (no de valores extremos o desalineados), responsabilidad fiscal e inflación moderada– son esenciales para el crecimiento y la equidad. Dada la prociclicidad de los flujos financieros (y los términos de intercambio), uno de los requisitos para alcanzar estos equilibrios macroeconómicos es la regulación integral de los movimientos de capital. El resultado positivo es una macroeconomía orientada al desarrollo. Naturalmente, cuando las naciones en desarrollo enfrentan la necesidad de regular la volátil globalización financiera, deben beneficiarse con la disponibilidad de diversas alternativas y elegir un conjunto flexible de políticas fuertemente contracíclicas y compatibles con sus estructuras económicas, el grado de desarrollo de sus mercados y los objetivos democráticos de sus respectivas sociedades.

Es crucial garantizar que el volumen de las entradas de capital sea consistente con la capacidad de absorción del país que las recibe. Ignorar este punto es una de las razones fundamentales de la reciente inestabilidad macroeconómica de las EE. La capacidad de absorción debe referirse tanto a la utilización de la capacidad productiva existente como a la creación de nueva capacidad. La composición de los flujos es también relevante en tres dimensiones. Primero, la inversión extranjera directa en nuevos activos (IED *greenfield*) (es decir, excluyendo las adquisiciones de los activos existentes) alimenta de manera directa la formación de capital (por lo general, intensivo en bienes importados), como también lo hacen los préstamos a largo plazo a los importadores de bienes de capital. Segundo, los flujos volátiles suelen impactar de manera directa en el mercado cambiario y en los mercados de activos financieros e inmobiliario; en cambio, tienen una asociación muy débil con la formación de capital, que requiere financiamiento de largo plazo. Tercero, los flujos de capitales de corto plazo a menudo se dirigen a financiar consumo, debido a la liberación de las restricciones de liquidez y a la mayor velocidad de respuesta de los consumidores, en comparación con la respuesta más rezagada de la inversión productiva irreversible.

Las regulaciones de la cuenta de capital pueden actuar como herramienta macroeconómica prudencial, y atacar el origen directo de los ciclos de auge-caída, es decir, los flujos de capital inestables. Brindan espacio para la acción durante los

períodos de euforia financiera, mediante la adopción de una política monetaria prudente y menores presiones apreciatorias del tipo de cambio. Si son efectivas, reducirán o eliminarán los costos cuasifiscales habituales de la acumulación esterilizada de divisas. Es sumamente importante que, en el otro extremo del ciclo, el de las restricciones externas dominantes, puedan brindar el espacio para aplicar políticas fiscales y monetarias expansivas.

Las experiencias innovadoras de controles de capitales de corto plazo, basadas en regulaciones de precios relativos de los flujos (como la exitosa experiencia de Chile, con el encaje sobre los ingresos de capitales financieros en la primera mitad de la década de 1990) indican que pueden proporcionar instrumentos útiles, tanto para mejorar los perfiles de deuda como para facilitar la adopción de políticas macroeconómicas contracíclicas. Su objetivo es brindar un entorno macroeconómico más sostenible durante el período de auge y minimizar los costosos ajustes durante los ciclos desfavorables resultantes de desequilibrios generados con el recalentamiento de la economía. Proporcionan un contexto más propicio al mercado para (i) las decisiones de inversión irreversibles; (ii) evitar brechas significativas entre el PIB efectivo y el PIB potencial; (iii) evitar los precios macro extremos (tipo de cambio y tasas de interés) y (iv) desalentar los coeficientes macro extremos (déficit de cuenta corriente/PIB; precio/utilidades de las acciones; pasivos netos externos líquidos de corto plazo/ reservas internacionales).

Por otro lado, los tradicionales controles de tipo de cambio, como los de China e India (por ejemplo, restricciones cuantitativas sobre el endeudamiento financiero a corto plazo y reglamentaciones varias respecto de otras entradas y salidas de capital por parte de los agentes residentes) han funcionado de manera bastante eficiente en lo que respecta a los objetivos de política económica de reducir significativamente la sensibilidad macroeconómica nacional ante la volatilidad financiera internacional.

## Referencias

**Aghion, P. y S. Durlauf (2007)**, “From growth theory to policy design”, Harvard University, para la Comisión de Crecimiento y Desarrollo, abril.

**Agosin, M. R. (2007)**, “Trade and growth: Why Asia grows faster than Latin America”, en R. Ffrench-Davis y J.L. Machinea (eds.), *Economic Growth with Equity: Challenges for Latin America*, Palgrave Macmillan, Nueva York.

**Blanchard, O. y J. Gali (2006)**, “A new Keynesian model with unemployment”, MIT, julio.

**Easterly, W. y L. Servén (2003)**, *The limits of stabilization: infrastructure, public deficits and growth in Latin America*, Stanford University Press, California.

**Eichengreen, B. (2007)**, “The real exchange rate and growth”, documento preliminar para la Comisión de Crecimiento y Desarrollo, marzo.

**Ffrench-Davis, R. (2005)**, *Reformas para América Latina después del Fundamentalismo Neo-Liberal*, Siglo XXI Editores, Buenos Aires.

**Ffrench-Davis, R. (2004)**, *Chile entre el Neoliberalismo y el Crecimiento con equidad*, Siglo XXI Editores, Buenos Aires.

**Ffrench-Davis, R. y H. Tapia (2005)**, “Macroeconomics-for-growth in emerging economies”, *documento de trabajo de IPD*, Grupo de Trabajo sobre Macroeconomía, Columbia University, Nueva York.

**Frenkel, R. (2004)**, “From the boom in capital inflows to financial traps”, en proyecto de investigación de la CEPAL sobre *Administración de la Volatilidad, Globalización Financiera y Crecimiento en las EE*, publicado en un volumen sobre Liberalización de la Cuenta de Capital de IPD.

**Griffith-Jones, S. (2001)**, “An international financial architecture for crisis prevention”, en R. Ffrench-Davis (ed.), *Financial Crises in ‘Successful’ Emerging Economies*, Brookings Institution Press/CEPAL, Washington, DC.

**Kaplan, E. y D. Rodrik (2001)**, “Did the Malaysian capital controls work?”, *documento de trabajo de NBER* N° 8142, Cambridge, Massachusetts.

**Krugman, P. (2005)**, “Is fiscal policy poised for a come back?”, *Oxford Review of Economic Policy*, Vol. 21, N° 4, invierno.

**Kuczynski, P. P. y J. Williamson (2003)**, eds., *After the Washington Consensus: Restarting Growth and Reform in Latin America*, Institute for International Economics, Washington, DC.

**Mahani, Z., K. Shin e Y. Wang (2006)**, “Macroeconomic adjustment and the real economy in Korea and Malaysia since 1997”, en R. Ffrench-Davis (ed.), *Seeking Growth under Financial Volatility*, Palgrave Macmillan, Londres.

**Marfán, M. (2005)**, “Fiscal policy efficacy and private deficits: A macroeconomic approach”, in J. A. Ocampo (ed.), *Rethinking Development Challenges*, Stanford University Press, Palo Alto, California.

**Ocampo, J. A. (2007)**, “La macroeconomía de la bonanza económica latinoamericana”, *CEPAL Review* N° 93, diciembre.

**Prasad, E., K. Rogoff, S. Wei, y M. Kose (2003)**, “Effects of financial globalization on developing countries: Some empirical evidence”, *documento ocasional del FMI*, N° 220, septiembre.

**Rodrik, D. (2007)**, “The real exchange rate and economic growth: theory and evidence”, Harvard University, julio.

**Rodrik, D. (2006)**, “Goodbye Washington Consensus, Hello Washington Confusion?” A review of the World Bank’s *Economic Growth in the 1990s: Learning from a Decade of Reform*, *Journal of Economic Literature* Vol. XLIV, diciembre.

**Singh, A. (2006)**, “Macroeconomic Volatility: The policy lessons from Latin America”, *documento de trabajo del FMI*, N° 166, julio.

**Stiglitz, J. (2000)**, “Capital market liberalization, economic growth and instability”, *World Development*, Vol. 28, N° 6, junio.

**Tytell, I. y S-J. Wei (2004)**, “Does Financial Globalization Induce Better Macroeconomic Policies?”, documento de trabajo 04/84, Fondo Monetario Internacional, mayo.

**Williamson, J. (2003)**, “Overview: an agenda for restarting growth and reform”, en Kuczynski y Williamson (2003).