



Política macroeconómica para el desarrollo: de la experiencia adquirida a la inflexión necesaria

A. Introducción

América Latina y el Caribe puede crecer más y mejor. No es solo necesario alcanzar un mayor dinamismo económico, sino hacerlo con mayores niveles de inclusión, igualdad social, inversión productiva y empleo de calidad, y una menor exposición al impacto de la volatilidad externa.

La tarea no es sencilla y requiere políticas en varios frentes, entre las que se destaca la política macroeconómica. Como muestra la historia reciente, que se evalúa en el presente capítulo, esa política no es neutral respecto de la evolución de la economía y la inclusión social. Por el contrario, hay una relación significativa entre su orientación y el parco y volátil dinamismo del desarrollo de la región, la acotada inversión productiva y el escaso incremento de la productividad.

El mundo de la producción y el empleo ha estado sometido a los intensos altibajos cíclicos de la demanda global y del tipo de cambio, que constituyen variables clave de la macroeconomía, es decir, del entorno donde se desempeñan los productores de bienes y servicios.

Este entorno es el resultado de los efectos e interrelaciones con el exterior de las políticas fiscal, monetaria, cambiaria, del mercado de capitales interno y de la cuenta de capital, entre las principales. A su vez, el entorno macroeconómico afecta la velocidad del crecimiento económico y la distribución de sus frutos, lo que repercute en la situación laboral y la fortaleza de la política social.

La actual crisis global refuerza los planteamientos sobre el papel fundamental del estilo de hacer política macroeconómica y la importancia de evaluar las modificaciones que requerirían las prácticas vigentes. En este marco, es fundamental que la política macroeconómica dé un salto hacia adelante y adopte un enfoque que priorice de manera explícita el desarrollo productivo y nivele

hacia arriba las capacidades y oportunidades sociales. De este modo disminuyen las brechas de productividad, lo que brinda sustento a la reducción efectiva de las desigualdades. Esto requiere una concepción de la estabilidad que, más allá del control de la inflación, sea funcional para el desarrollo y que la visión excesivamente compartimentada de la micro y la macroeconomía sea sustituida por un enfoque integrado que preste adecuada atención a las interrelaciones entre ambas.

Estas interrelaciones se traducen en efectos estáticos y dinámicos. Los primeros incluyen la tasa de utilización de la capacidad productiva disponible de trabajo y capital, cuyos altibajos han causado recurrentes y sustanciales brechas entre la capacidad instalada —o PIB potencial— y el PIB real. Estas brechas y la volatilidad de ciertas variables, como el tipo de cambio real, han ejercido efectos dinámicos, y el entorno macroeconómico ejerce un impacto múltiple sobre diversos factores: la tasa de inversión y su incidencia en el desarrollo futuro, la intensidad del valor agregado generado por las exportaciones y su interrelación con el resto de la producción interna, la innovación, el desarrollo de las pequeñas y medianas empresas y la formalidad o precariedad del mercado laboral. En resumen, el estilo de la política macroeconómica provoca un efecto significativo en todas estas variables —que condicionan el dinamismo y la calidad del desarrollo— y ha tenido un efecto decisivo en el modesto crecimiento del PIB regional, que promedió el 3,2% anual en el período 1990-2008. En la medida que esta falta de dinamismo también se asocia a una rígida difusión de las capacidades y las oportunidades, se reproducen las enormes brechas de productividad entre grupos y personas y así se perpetúan las brechas sociales, cuya magnitud coloca a América Latina y el Caribe en la triste categoría de zona geográfica más inequitativa del mundo.

Pese a los avances registrados en el control de la inflación y la mayor disciplina fiscal, es preciso avanzar hacia un entorno macroeconómico más propicio para los encargados del desarrollo económico, es decir, los diversos agentes que generan el PIB. Las empresas, los empresarios y los trabajadores han estado sometidos a una considerable inestabilidad de la demanda agregada, del acceso al crédito y de los tipos de cambio reales, lo que ha desalentado la formación de capital, el empleo y la productividad. En este sentido, los flujos de capitales financieros han jugado un papel central.

En la sección B de este capítulo se sintetizan diversos logros y fallas de las economías de los países de América Latina y el Caribe desde el inicio de la década de 1990. Por una parte, se destacan los éxitos en el control de la inflación, la disciplina fiscal y el dinamismo exportador. Por la otra, se muestra que el crecimiento sostenido del PIB y la inversión productiva resultaron insuficientes y fueron desalentados por políticas macroeconómicas mal coordinadas entre sí y con los ciclos económicos.

En la sección C se procura analizar las razones de un desempeño tan mediocre. Se observa la estrecha asociación entre los resultados registrados y la intensa inestabilidad exhibida por la demanda agregada y el tipo de cambio que han enfrentado los diversos agentes. La inestabilidad se debió, sobre todo, a los recurrentes choques externos que afectaron los flujos de capitales y, en particular en el período más reciente, también los términos de intercambio. Estos choques externos suelen no ser neutrales respecto de la manera en que se distribuyen sus costos a lo largo del tiempo y entre distintos grupos socioeconómicos. Cabe tener presente que el proceso para subsanar el deterioro social que pueden provocar ha tendido a ser mucho más lento que la recuperación tras las caídas del PIB per cápita. Tal fue el caso de la crisis de la deuda de los años ochenta. De igual modo se resiente la distribución del ingreso y se exacerba la vulnerabilidad social.

En la sección D se examinan los efectos de la inestabilidad mencionada, en particular, la generación de brechas recesivas entre el producto potencial —o frontera productiva— y el PIB real. Tal como veremos, estas brechas ejercen un efecto adverso en el balance de las empresas, sus expectativas y el empleo. La inestabilidad de la actividad económica se ha centrado, sobre todo en estos años, en la subutilización de la capacidad productiva para el mercado interno, que constituye hoy alrededor del 80% del PIB regional. Esta es la parte del PIB más dependiente de la macroeconomía nacional, que constituye el objeto de este capítulo. Luego se analizan las consecuencias dinámicas de las frecuentes coyunturas recesivas, que se expresan en menores tasas de inversión productiva y menos fuentes de empleo. Esto no solo conlleva un aumento del desempleo y el consiguiente incremento de la pobreza, sino también repuntes de la informalidad laboral, que es muy alta en la población económicamente activa de los países de la región y explica, en gran medida, la heterogeneidad estructural y la reproducción de las desigualdades. En el capítulo III se aborda esta heterogeneidad de forma más pormenorizada.

En la sección E se presentan lecciones y propuestas de política para un enfoque de macroeconomía para el desarrollo, centradas en las políticas fiscal, monetaria, cambiaria y de mercado de capitales, incluidos el sistema financiero nacional y la cuenta de capitales con el exterior. El mensaje central es la necesidad de un manejo coordinado de todas estas áreas de la política económica a fin de que el entorno macroeconómico estimule la formación de capital, la innovación y la vigorosa creación de empleo de calidad.

B. Logros y fallas de las reformas macroeconómicas desde los años noventa

1. Logros

La región de América Latina y el Caribe ha sido el escenario de intensos procesos inflacionarios signados por claros episodios de hiperinflación, como muestra la tasa media de inflación de la región, del 1.667% en 1990¹. Con frecuencia, el origen de los desbordes inflacionarios se ubicaba en los enormes desequilibrios fiscales y el financiamiento de los déficits con emisión monetaria de los bancos centrales causaba rápidos desequilibrios entre la demanda agregada generada y la capacidad productiva. Por ende, muchos países de la región exhibían notables desequilibrios en su macroeconomía nacional, originados en fallas en la conducción interna. A ello se agregaban choques externos provenientes de términos de intercambio fluctuantes: las exportaciones muy concentradas en pocos productos basados en recursos naturales con precios volátiles significaban marcados altibajos en la disponibilidad de moneda extranjera. Ante la ausencia de fondos de estabilización, todo ello se traducía en un impacto cíclico en la demanda agregada y el tipo de cambio.

La inestabilidad macroeconómica, causada por políticas formuladas con perspectivas de corto plazo y como respuesta a presiones contingentes, ya fueran económicas o políticas, ha tendido a generar niveles de incertidumbre que afectan la inversión productiva y el crecimiento (CEPAL, 2008b). Una de las manifestaciones usuales de esta inestabilidad ha sido la volatilidad de

¹ El promedio regional —que toma en cuenta 19 países— ponderado por la población es del 1.667%, debido a una inflación de más del 2.000% en la Argentina y el Brasil, y del 7.500% en el Perú y Nicaragua. El promedio simple regional alcanzó el 1.087% en 1990.

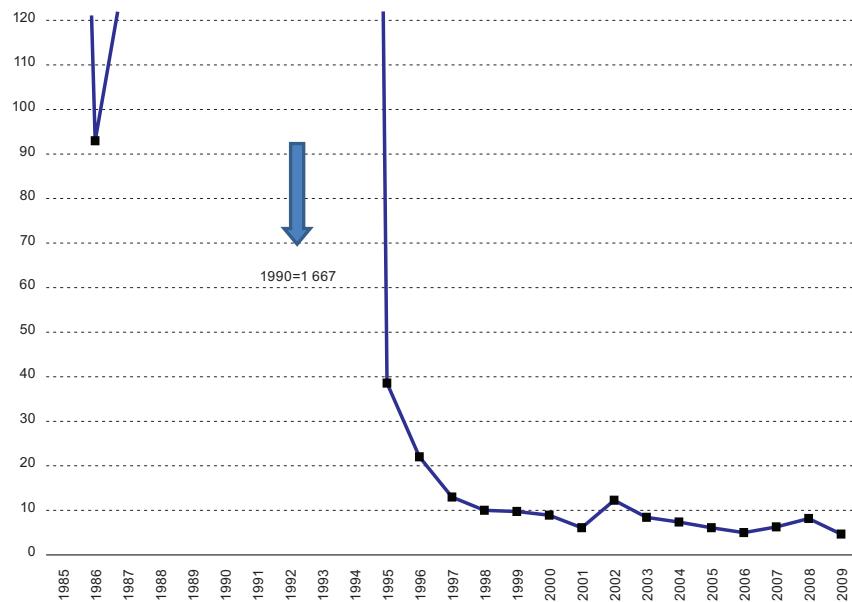
los precios relativos asociada a inflaciones agudas que, tal como muestra la experiencia de la región, tiende a acortar los horizontes de decisión y contratación, dificulta la canalización de ahorros hacia la inversión y deteriora la calidad informativa del sistema de precios, lo que constituye un gran obstáculo para evaluar con eficacia los proyectos de inversión.

En directa relación con esa inestabilidad, la experiencia histórica de la región ha demostrado que la solvencia del sector público resulta crucial. Los problemas presupuestarios del gobierno suelen manifestarse en presiones sobre la administración monetaria. Una definición clara de los objetivos y las modalidades de acción de la política económica es una condición crucial para acotar las incertidumbres, extender los horizontes de decisión y coordinar de manera adecuada las previsiones para el futuro. En particular, esto incluye ofrecer, como bien público, un contexto relativamente previsible de la inflación.

Conscientes de las fuentes de inestabilidad macroeconómica, quienes llevaron a cabo las reformas de los años noventa priorizaron la lucha contra la inflación y la imposición de la disciplina fiscal al tiempo que procuraron proteger la gestión monetaria de las presiones y dirigirla, sobre todo, a perseguir inflaciones moderadas y poco volátiles. Esto supuso que muchas veces la política monetaria operara con independencia de las otras áreas de la política macroeconómica y que tuviera como objetivo único o prioritario el control de la inflación.

Hacia mediados de la década de 1990, se había logrado dominar la inflación y ya desde 1997 la tasa anual llegó a una cifra de un dígito (véase el gráfico II.1).

Gráfico II.1
AMÉRICA LATINA (19 PAÍSES): TASA ANUAL DE INFLACIÓN, 1985-2009^a
(En porcentajes, diciembre a diciembre)

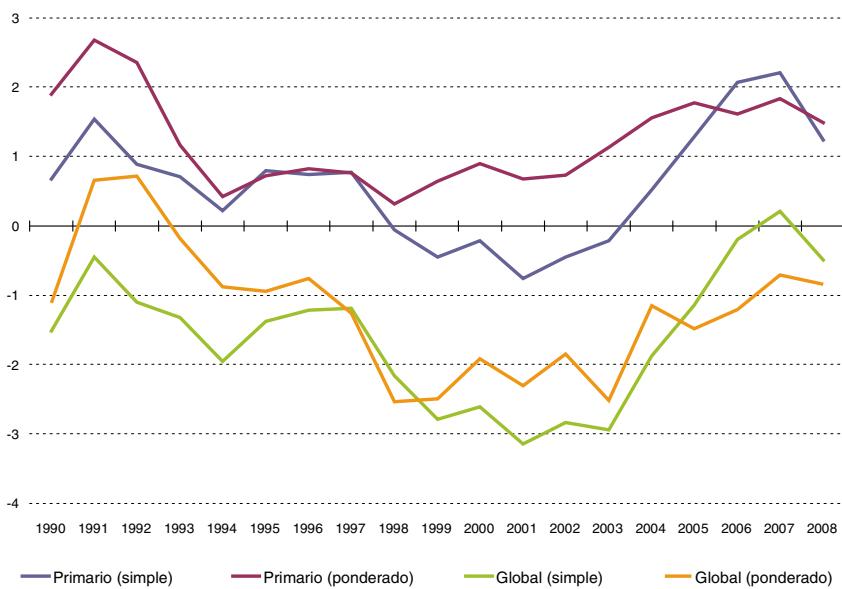


Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de cifras oficiales.

^a Las cifras correspondientes a 2009 son preliminares.

El control de la inflación estuvo asociado a variables dirigidas a estabilizar el nivel de precios y reformar el funcionamiento de los mercados. Entre ellas, fueron decisivas las mejoras sustantivas de los balances fiscales, en particular en economías que habían sufrido hiperinflación. La gestión presupuestaria y el ahorro fiscal mejoraron considerablemente: en el lustro previo al contagio de la crisis asiática de 1998, el déficit fiscal promedió solo un 1,5% del PIB —en comparación con el 3,9% registrado en los años ochenta— y naturalmente, a causa de la crisis, se deterioró y luego retornó a niveles que mejoraron desde 2004 (véase el gráfico II.2). En promedio, la región mantuvo superávits primarios durante varios años, lo que permitió a algunos países avanzar para constituir fondos de estabilización de los ingresos fiscales asociados a exportaciones con precios muy fluctuantes. A su vez, la expansión monetaria destinada a financiar el déficit público —causa frecuente de hiperinflación en el pasado— casi había cesado, y los déficits ya acotados fueron financiados por el mercado financiero.

Gráfico II.2
AMÉRICA LATINA (19 PAÍSES): RESULTADO PRIMARIO Y GLOBAL
DEL GOBIERNO CENTRAL, 1990-2008 ^a
(En porcentajes del PIB, promedios simples y ponderados)



Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de cifras oficiales.

^a Promedios simples de los 19 países y ponderados por el PIB real. El coeficiente de correlación entre las dos curvas —déficit primario y global— es del 67% y del 71%, respectivamente.

De manera complementaria, el volumen de las exportaciones creció a gran velocidad desde los años ochenta —cerca de un tercio más rápido que el comercio mundial— y alcanzó una diversificación (aunque modesta) en cuanto a los artículos exportados y los mercados de destino, y muchos países acumularon grandes reservas internacionales.

Gracias a estos tres beneficiosos logros —inflación y balance fiscal bajo control e impulso exportador—, los partidarios de un enfoque “ortodoxo” confiaban en que el crecimiento económico surgiría de manera espontánea, al tiempo que se reducía el grado de intervención pública en los mercados de la región (Burki y Perry, 1997; BID, 1997). Las intensas liberalizaciones

de las importaciones, el mercado financiero interno y la cuenta de capital ocupaban un lugar estratégico para impulsar el desarrollo, en paralelo con los logros macroeconómicos.

2. Las fallas desde la perspectiva del desarrollo

En su gran mayoría, los países de la región acataron los requisitos de equilibrio macroeconómico de lo que luego se denominó el consenso de Washington. La evidencia muestra, empero, magros resultados en el campo del crecimiento económico y la equidad social, solo compensados en parte durante la recuperación de la actividad registrada en 2004-2008. Como se muestra en el cuadro II.1, el crecimiento anual promedió apenas el 3,2% en 1990-2008. En cuanto al crecimiento anual del PIB per cápita para ese lapso, la región muestra un acotado crecimiento del 1,7%, muy por debajo del registrado en Asia oriental –4,1%– y al mismo nivel que el de los Estados Unidos, que tiene un ingreso per cápita que casi quintuplica el de la región².

Los antecedentes de la fluctuación del PIB y sus consiguientes efectos negativos evidencian que la macroeconomía focalizada en los dos pilares mencionados –baja inflación y disciplina fiscal– resultó insatisfactoria desde la perspectiva del desarrollo. En efecto, en lo que respecta a los equilibrios macroeconómicos, en la mayoría de los países de la región se observan intensas fluctuaciones de la tasa de expansión del PIB, que no responden a cambios estructurales o microeconómicos abruptos, sino a otras variables macroeconómicas, asociadas sobre todo a los flujos de capitales financieros desde el exterior y viceversa, lo que se traduce en sustanciales variaciones de la demanda agregada, el tipo de cambio y las expectativas o el ánimo de los actores económicos.

Lo más determinante de estos cambios macroeconómicos, que dieron origen a brechas recesivas en gran parte del período 1990-2009, han sido las variaciones cíclicas de los flujos de capitales desde y hacia el exterior. La inestabilidad resultante tiene un definido sesgo regresivo sobre las condiciones sociales y la equidad. En este sentido, puede afirmarse que la volatilidad ha castigado a los sectores más vulnerables y distribuido los costos y los beneficios de manera muy desigual.

Así, en 2008 el salario real medio apenas superaba el nivel previo a la llamada crisis de la deuda al inicio de los años ochenta. El leve aumento del PIB por trabajador, de un 0,7% anual en 1990-2008, como puede verse en el cuadro II.1, no parece reflejarse en un alza sustantiva de los ingresos salariales pese a un apreciable incremento en el período 2003-2008 que compensó los deterioros precedentes. Pero además, los salarios solo reflejan lo que ocurre en el segmento formal del mercado laboral. Más grave es la incidencia del empleo informal, que incluye, grosso modo, a la mitad de la población ocupada en zonas urbanas, lo que a su vez ilustra la precariedad de los mercados laborales. Asimismo, la informalización aumenta durante los períodos recesivos y está acompañada de una mayor vulnerabilidad del empleo y un detrimento de los ingresos laborales, como se vio durante la llamada crisis de la deuda y durante la recesión de 1998-2003 (Tokman, 2004). La significativa recuperación del empleo y los salarios entre 2003 y 2008 supuso una reducción del coeficiente de Gini medio de la región del orden del 4% en comparación con el de 2002. Sin embargo, en 2008, antes de la llegada de la crisis global, la distribución del ingreso continuaba siendo muy desigual (CEPAL, 2008a).

² De 1998 a 2008 el crecimiento del PIB promedió el 3,2%, cifra similar a la de los primeros años de aplicación del consenso de Washington. En general, se acepta que las reformas requieren tiempo para surtir sus efectos en plenitud. No obstante la mayor madurez del proceso durante el lapso más reciente, América Latina no ha podido mejorar el mediocre registro de crecimiento económico, estabilidad de la economía real y mejora sustantiva del grado de equidad resultante del funcionamiento de los mercados.

Cuadro II.1
AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE (19 PAÍSES): CRECIMIENTO DEL PIB, 1971-2009
(En tasas anuales de variación)

	1971-1980	1981-1989	1990-1997	1998-2003	2004-2008	1998-2008	1990-2008	2009
Antigua y Barbuda	0,3 ^a	6,8	3,2	3,3	6,7	4,9	4,2	-6,6 ^b
Argentina	2,8	-1,0	5,0	-1,3	8,4	3,0	3,8	0,9
Bahamas	1,3	2,6	1,6	2,2	1,8	-3,9 ^b
Barbados	3,9 ^c	1,4	0,1	1,2	3,1	2,0	1,2	-3,6 ^b
Belice	5,1 ^d	4,9	2,0	7,3	3,5	5,6	4,1	-0,5 ^b
Bolivia (Estado Plurinacional de)	3,9	-0,3	4,3	2,5	4,8	3,5	3,9	3,5 ^b
Brasil	8,6	2,3	2,0	1,5	4,6	2,9	2,5	-0,2
Chile	2,5	2,8	7,0	2,7	4,8	3,6	5,0	-1,5
Colombia	5,4	3,7	3,9	1,1	5,3	3,0	3,4	0,4
Costa Rica	5,7	2,4	4,7	4,8	5,9	5,3	5,0	-1,2 ^b
Cuba	-3,3	3,4	8,1	5,6	1,8	1,4
Dominica	...	4,2	3,3	-0,2	4,9	2,1	2,6	-1,5 ^b
Ecuador	9,1	2,1	2,8	2,0	5,4	3,5	3,2	0,4
El Salvador	2,4	-0,9	5,2	2,6	3,3	2,9	3,9	-3,5
Granada	17,6 ^e	11,3	1,6	5,6	1,8	3,9	2,9	-5,0 ^b
Guatemala	5,7	0,7	4,0	3,5	4,4	3,9	4,0	0,6
Guyana	2,2	-3,1	5,8	0,4	2,6	1,4	3,3	0,9 ^b
Haití	5,2	-1,0	-0,4	0,8	1,1	0,9	0,4	2,9
Honduras	5,5	2,7	3,3	3,0	5,8	4,3	3,9	-2,1
Jamaica	-0,7	3,1	1,7	1,0	1,2	1,1	1,3	-3,0 ^b
México	6,5	1,4	3,1	2,9	3,5	3,1	3,1	-6,5
Nicaragua	1,0	-1,4	2,4	3,5	4,0	3,7	3,2	-1,5
Panamá	5,6	0,9	5,6	3,5	9,2	6,1	5,9	2,4
Paraguay	8,8	3,1	3,2	0,3	4,8	2,3	2,7	-3,5
Perú	3,9	-0,7	3,9	2,0	7,6	4,5	4,3	0,9
República Dominicana	7,2	3,3	4,5	4,5	7,0	5,6	5,2	3,5
Saint Kitts y Nevis	5,7 ^e	6,3	4,6	2,1	5,1	3,4	3,9	-8,5 ^b
San Vicente y las Granadinas	6,4 ^f	6,4	3,4	3,4	5,5	4,4	4,0	-0,2 ^b
Santa Lucía	4,4 ^e	7,4	2,9	1,5	3,8	2,5	2,7	-3,8 ^b
Suriname	2,1 ^f	0,6	-0,5	3,0	4,2	3,5	1,8	2,5 ^b
Trinidad y Tabago	5,3	-2,7	2,9	8,3	6,9	7,7	5,7	-0,5 ^b
Uruguay	2,7	0,4	3,9	-2,1	8,5	2,6	3,1	2,9
Venezuela (República Bolivariana de)	1,8	-0,3	3,8	-2,7	10,1	2,9	3,3	-3,3
América Latina (19)	1971-1980	1981-1989	1990-1997	1998-2003	2004-2008	1998-2008	1990-2008	2009
PIB total	5,6	1,3	3,3	1,4	5,3	3,2	3,2	-1,8
PIB per cápita	3,0	-0,8	1,5	-0,1	4,0	1,8	1,7	-2,9
PIB por trabajador	1,7	-1,5	0,6	-1,1	3,1	0,8	0,7	-3,8
PIB per cápita	1971-1980	1981-1989	1990-1997	1998-2003	2004-2008	1998-2008	1990-2008	2009
América Latina (19)	3,0	-0,8	1,5	-0,1	4,0	1,8	1,7	-2,9
Asia (6)	-	5,6	5,8	2,2	3,9	3,0	4,1	-2,0
Estados Unidos	-	2,4	1,6	2,0	1,4	1,8	1,7	-3,4
Mundo ^g	-	1,6	0,6	2,0	3,3	2,6	2,0	-3,5

Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de cifras oficiales e información del Fondo Monetario Internacional (FMI).

^a Corresponde al promedio de las tasas de crecimiento del período 1974-1980.

^b Las cifras para 2009 corresponden a las estimaciones de CEPAL publicadas en el *Balance preliminar 2009*.

^c Corresponde al promedio de las tasas de crecimiento del período 1975-1980.

^d Corresponde al promedio de las tasas de crecimiento del período 1977-1980.

^e Corresponde al promedio de las tasas de crecimiento del período 1978-1980.

^f Corresponde al promedio de las tasas de crecimiento del período 1976-1980.

^g Ponderado según peso de cada país a precios de mercado.

Estos promedios incluyen la recuperación alcanzada en el auge posterior a 2003. En el quinquenio 2004-2008, el PIB creció, en promedio, un 5,3% (cifra inédita desde los años setenta), el desempleo descendió más de tres puntos —del 11% en 2003 al 7,4% en 2008, como promedio regional— y los salarios experimentaron un incremento³.

El acotado promedio de crecimiento significa que la brecha del PIB por habitante entre los países de la región y los países desarrollados siguió siendo muy amplia, al igual que la brecha de productividad (véase el capítulo III). Los antecedentes expuestos en el gráfico II.3 muestran que en 2008 el PIB per cápita de América Latina equivalía a apenas el 27% del de los países del Grupo de los Siete (G-7) y a un 23% del de los Estados Unidos. A su vez, subsiste una notoria brecha social, pues la razón de los quintiles (Q5/Q1) de los países de la región excede con holgura el doble de la de los del G-7: 17 veces en comparación con 7. Cuando se utilizan deciles para efectuar la comparación, por ejemplo D10/D1, la brecha es aun mayor —34 veces en comparación con 12—, dado que en los tramos superiores la curva de distribución de los ingresos es más vertical en América Latina y el Caribe que en los países desarrollados. La región sigue siendo muy regresiva en el contexto mundial (De Ferranti y otros, 2003), lo que está asociado a sus estructuras productivas. La fuerte heterogeneidad estructural entre empresas de diferentes dimensiones y entre trabajadores con diversa calificación se traduce en desigualdades sustentadas en las estructuras productivas y en el funcionamiento de los mercados. Como se describe en el capítulo III, para lograr un crecimiento vigoroso es preciso mejorar la productividad de los sectores medios y pobres, pues la desigualdad y la pobreza constituyen un lastre para el desarrollo económico (Bourguignon y Walton, 2007). En consecuencia, un desafío ineludible es lograr que, en vez de ser considerados contrapuestos, el crecimiento y la reducción de la desigualdad sean decisivamente objetivos complementarios.

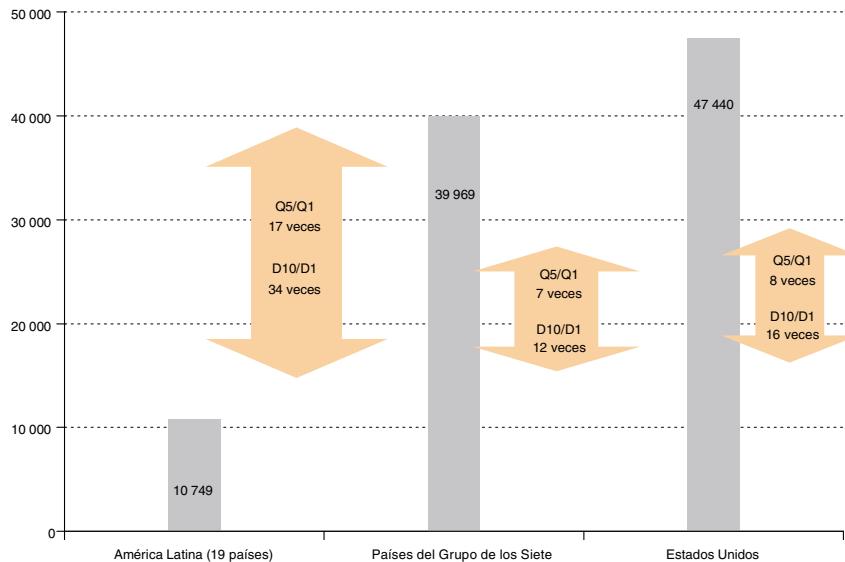
El grado de dinamismo del PIB depende de varios factores, entre los que se destaca la tasa de inversión. La tasa de formación de capital ha sido muy baja respecto de la registrada en otras economías emergentes exitosas y de lo alcanzado por la región en los años setenta. En el gráfico II.4 se ve que durante la mayor parte del período de vigencia del consenso de Washington, la tasa de inversión estuvo más cerca del bajo nivel registrado en la década perdida de 1980 que de la cifra correspondiente a los años setenta, cuando el PIB de América Latina creció en promedio un 5,6%⁴. En 1990-2008, la tasa se situó en el 18,4%, en comparación con el 23,5% logrado en los años setenta. La excepción fue el período 2007-2008, cuando la tasa de inversión se aproximó, pero sin alcanzarlo, al promedio de la década de 1970.

En el gráfico II.4 se ve claramente la importancia de la continuidad de los procesos de reactivación y de la sostenibilidad de los equilibrios que se logren al eliminar la brecha recesiva. Cuando la reactivación económica ha sido más prolongada, la tasa de inversión alcanza niveles mayores y muestra una tendencia progresiva: tras la continua recuperación iniciada en 2003, el bienio 2007-2008 registró las tasas más altas desde los años setenta. La persistencia del proceso es clave para brindar a los inversionistas un estímulo eficaz a fin de que inmovilicen sus fondos y movilicen los créditos de largo plazo que necesita la actividad productiva.

³ Como el auge se detuvo bruscamente en 2009 a causa de la crisis global y trajo aparejado el deterioro de la producción y del empleo (véase el cuadro II.1), el presente diagnóstico se detiene en 2008 —cuando se registra el máximo de actividad económica— a fin de centrar la evaluación y sus antecedentes cuantitativos en los aspectos más estructurales, lo que refleja con mayor exactitud la situación estructural hasta la explosión de la crisis.

⁴ Durante la vigencia del consenso de Washington se registró la menor tasa de inversión, pese a que los flujos de inversión extranjera directa fueron relativamente mayores en los subperíodos recientes que en los años setenta, por lo cual se deduce que lo que decayó es el ahorro y el esfuerzo nacional (véase Ffrench-Davis (2005), cuadro VI.1).

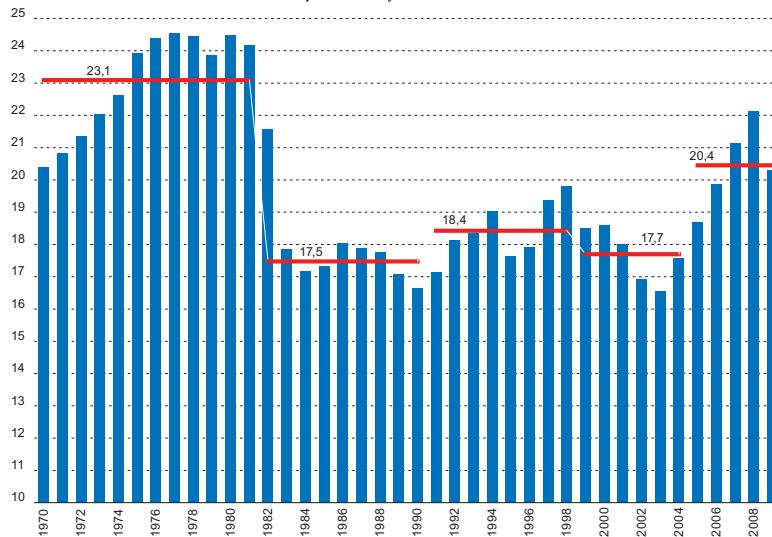
Gráfico II.3
AMÉRICA LATINA Y PAÍSES DESARROLLADOS: PIB PER CÁPITA Y DISTRIBUCIÓN
DEL INGRESO, 2008^a
(En dólares en términos de paridad del poder adquisitivo)



Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de cifras oficiales para los países de América Latina; Fondo Monetario Internacional (FMI), *World Economic Outlook* [base de datos en línea] y Banco Mundial, *World Development Indicators*, 2009, para el Grupo de los Siete (G-7) y los Estados Unidos.

^a Q5/Q1 y D10/D1 representan la razón entre los quintiles y los deciles extremos de la distribución, respectivamente.

Gráfico II.4
AMÉRICA LATINA (19 PAÍSES): FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL FIJO, 1970-2009^a
(En porcentajes del PIB)



Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de cifras oficiales.

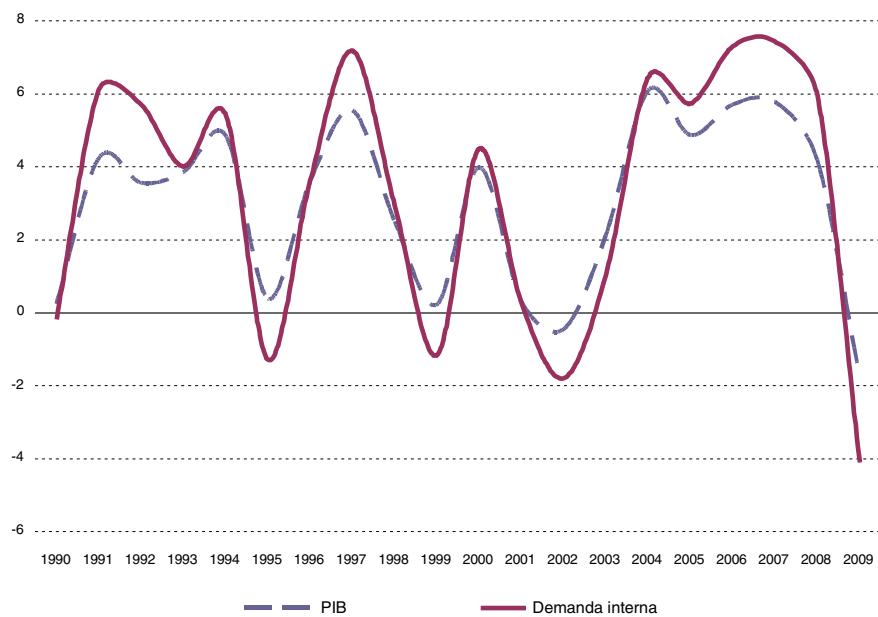
^a Las cifras correspondientes a 2009 son preliminares. Los porcentajes sobre las líneas horizontales representan los promedios anuales de los respectivos subperiodos.

A causa de la crisis global, la tasa sufrió una caída de dos puntos porcentuales —del 22% del PIB en 2008 al 20% en 2009— y queda pendiente el desafío de alcanzar niveles de formación de capital más elevados que los del período 1990-2009, lo que resulta imprescindible para crecer con igualdad. Junto con las capacidades de negociación de distintos sectores sociales, la calidad de la educación y la capacitación laboral (véanse los capítulos V y VI), el acervo de capital por trabajador tiene una estrecha asociación con el nivel de salarios y la distribución del ingreso⁵.

C. Causas de la inestabilidad de la economía real

El notable éxito alcanzado en el control de la inflación y la mejora de la responsabilidad fiscal no logró, por sí solo, consolidar la estabilidad. El desempeño de los países de América Latina y el Caribe recibió el impulso de un entorno macroeconómico cuyos principales actores —el Estado, los empresarios, los trabajadores y los inversionistas— enfrentaron fluctuaciones considerables en la demanda agregada, la actividad económica y los precios macroeconómicos (CEPAL, 2000, cap. VI; Ffrench-Davis, 2005, caps. I y II). En este sentido, resulta elocuente el gráfico II.5, donde puede verse que la demanda agregada se ha comportado como una montaña rusa.

Gráfico II.5
AMÉRICA LATINA (19 PAÍSES): VARIACIÓN ANUAL DEL PIB Y
DEMANDA AGREGADA, 1990-2009
(En porcentajes)



Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de cifras oficiales y R. Ffrench-Davis, *Reformas para América Latina: después del fundamentalismo neoliberal*, Buenos Aires, Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL)/Siglo XXI Editores, 2005.

⁵ En 2000 la intensidad de capital por trabajador fue de 16.000 dólares en América Latina y de 111.000 dólares en los Estados Unidos (Ffrench-Davis, 2005, cap. V).

Aunque el crecimiento económico también responde a los complejos procesos relacionados con las estructuras micro y mesoeconómicas, y con la educación y la capacitación laboral y empresarial, en este período la macroeconomía fue un factor determinante de la volatilidad y el acotado dinamismo productivo.

Si hubiera un equilibrio macroeconómico, que implica la ausencia de una gran brecha recesiva entre el PIB real y potencial, e incrementos marcados y persistentes de la demanda interna —como se vio, por ejemplo, en 1990-1994, 1996-1997 y 2004-2007—, entonces se habría registrado un PIB relativamente constante y rebrotes de la inflación o un deterioro similar del balance externo. En general esto no fue lo que sucedió⁶. En cambio, se han visto subas del PIB real, lo que es posible solo si existe una brecha entre el PIB potencial y el real. La conclusión, de grandes implicancias, es que desde los años ochenta América Latina y el Caribe ha estado siempre muy por debajo de la frontera productiva, con altibajos que la acercan y la alejan del PIB potencial, lo que representa un grave desequilibrio macroeconómico.

Aunque en el pasado las fluctuaciones de la demanda agregada respondieron con frecuencia a déficits fiscales financiados mediante la emisión monetaria, de manera general se puede afirmar que las oscilaciones más recientes se debieron a choques externos, sobre todo en la cuenta de capitales y los términos de intercambio.

En los años previos al brote de las crisis de 1995 y 1999, el crecimiento de los déficits de la cuenta corriente, en general comprendió aumentos significativos de los gastos netos del sector privado. Esto respondía a las señales emitidas por la combinación de una gran oferta de financiamiento externo y políticas macroeconómicas internas permisivas y procíclicas (Kaminsky, Reinhart y Vegh, 2004), a menudo elogiadas por los mercados financieros y las instituciones calificadoras de riesgo. El proceso se repitió en 2004-2008, con un auge asociado, sobre todo, a la mejora de los términos de intercambio, pero también focalizado en un alza del déficit del sector privado. Una parte sustancial de esa mejora implicó una mayor recaudación de ingresos públicos, lo que se reflejó en una merma de los pasivos y, a veces, la puesta en marcha de fondos de estabilización, con un creciente superávit fiscal primario entre 2003 y 2007. Dada la intensidad de la mejora de los términos de intercambio en estos años la región exhibió un significativo superávit en la cuenta corriente de la balanza de pagos, que sufrió un revés abrupto en 2008-2009 a causa de la crisis internacional. Distinta es la dinámica en el Caribe, como se ve en el recuadro II.1.

Como es de esperar, tras las crisis y el corte abrupto de los flujos financieros, el impacto recesivo incide de manera adversa en la recaudación fiscal. Es claro que el déficit fiscal, mayor en los años posteriores al inicio de la crisis, fue una de sus consecuencias y no una de sus causas. Más aún, en coyunturas recesivas el déficit contribuye a morder su intensidad, como es evidente en el contexto mundial de 2008-2009. En este tipo de situación, la política fiscal tuvo una conducta contracíclica.

Este deterioro generalizado de las cuentas públicas es el resultado de comportamientos diferenciados en los países de la región. Como se observa en el cuadrante superior izquierdo del gráfico II.6, la mayoría de estos países sufrieron una caída en sus ingresos y aumentaron sus gastos. Solo tres han incrementado sus ingresos y sus gastos —la Argentina, Colombia y el Uruguay—, mientras que en cuatro se ha registrado una merma en ambos rubros —el Estado Plurinacional de Bolivia, el Ecuador, la República Bolivariana de Venezuela y la República Dominicana—, tres de los cuales tienen ingresos fiscales procedentes, sobre todo, de los recursos naturales. Como era de esperar, en este caso el “casillero vacío” es aquel en que suben los ingresos y bajan los gastos.

⁶ Entre otras variables que han interactuado en paralelo, se ubican las apreciaciones cambiarias, que, naturalmente, frenan el nivel de precios y sesgan el gasto interno hacia las importaciones.

Recuadro II.1
DINÁMICA DEL DÉFICIT EN EL CARIBE

El déficit no ponderado del comercio de bienes del Caribe como porcentaje del PIB fue del 22,3% en el período 1997-2000 y del 23,4% en el período 2001-2006. En el caso de la Organización de Estados del Caribe Oriental (OECO), fue del 34,7% y del 35%, respectivamente, lo que refleja el continuo descenso de la actividad agrícola y la manufactura en estas economías. En el Caribe, el déficit de la cuenta corriente fue del 10,7% del PIB en el período 1997-2000 y del 12% en 2001-2006. En la subregión de la OECO, los porcentajes fueron del 16,7% y el 21,5%, respectivamente. La situación se agravó en el último período debido al alza de los precios de los combustibles y los alimentos, que son componentes significativos de las importaciones de la mayoría de los países del Caribe.

En cuanto a la relación entre el déficit global y el PIB en el Caribe, el promedio simple fue del 3,6% en 1997-2000 y del 3,8% en 2001-2006. En los países de la OECO, las cifras fueron aun más altas que el promedio: un 4,1% en el primer período y un 4,3% en el segundo. Las respuestas políticas a estos déficits fueron variadas y la mayor parte de la reducción de los gastos se dio en el presupuesto de capital. Por diversas razones, unos pocos países han registrado una mejora en su situación fiscal. La excepción más destacada fue Trinidad y Tabago, que ha incrementado el superávit, pero esto se debió al aumento de los ingresos provenientes del petróleo y el gas. Belice, Guyana y Suriname también experimentaron una mejora en su situación fiscal debida a los sólidos precios de los productos básicos.

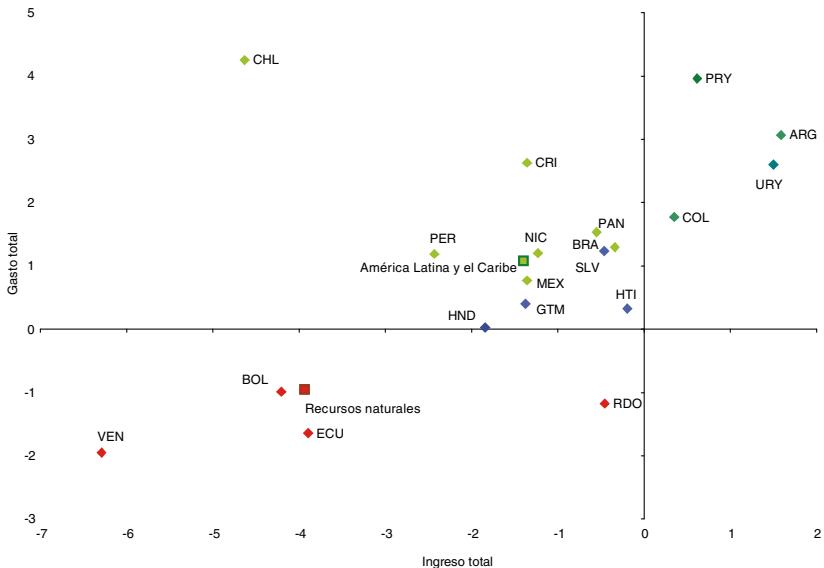
Las dificultades señaladas parecen indicar la necesidad de ampliar el espacio fiscal necesario para continuar con las estrategias de desarrollo productivo. A raíz de la decreciente asistencia oficial para el desarrollo recibida por la subregión y la moderación de la demanda mundial de las exportaciones principales, resultan ínfimas las perspectivas de un crecimiento sólido a corto plazo. Se requiere un período de cuidadosa reestructuración para comenzar a modificar la producción y la eficiencia de las empresas a fin de competir en el ámbito regional e internacional.

Fuente: Sede subregional de la CEPAL para el Caribe, sobre la base de información oficial, del Banco Mundial y del Fondo Monetario Internacional.

Dada la heterogeneidad exhibida por la cuenta de capitales en la reciente era de globalización financiera es imprescindible distinguir entre el comportamiento y los efectos de sus diversos componentes. La inversión extranjera nueva y los créditos a largo plazo asociados a las importaciones de bienes de capital muestran una relativa estabilidad en el ciclo y están indisolublemente ligados a la inversión productiva. Lo mismo sucedió a menudo con los créditos de entidades oficiales multilaterales regionales, como la Corporación Andina de Fomento (CAF) y el Fondo Latinoamericano de Reservas (FLAR), y de algunos países desarrollados, que muchas veces compensaron de manera parcial —con un efecto contracíclico— la ausencia de fondos privados en coyunturas recesivas⁷. En contraste, los flujos financieros netos han mostrado una gran volatilidad procíclica y, por sus propias fluctuaciones, han tenido una escasa asignación en lo que hace a financiar la formación bruta de capital fijo (Uthoff y Titelman, 1998). De hecho, en vez de estabilizar la macroeconomía, los flujos financieros hacia y desde la región la han desestabilizado. En el gráfico II.7 se presentan choques externos sufridos por la región y se incluyen las fluctuaciones de los términos de intercambio y de los flujos de capitales —netos de su servicio—, así como su relación con la manera en que evolucionó la demanda agregada.

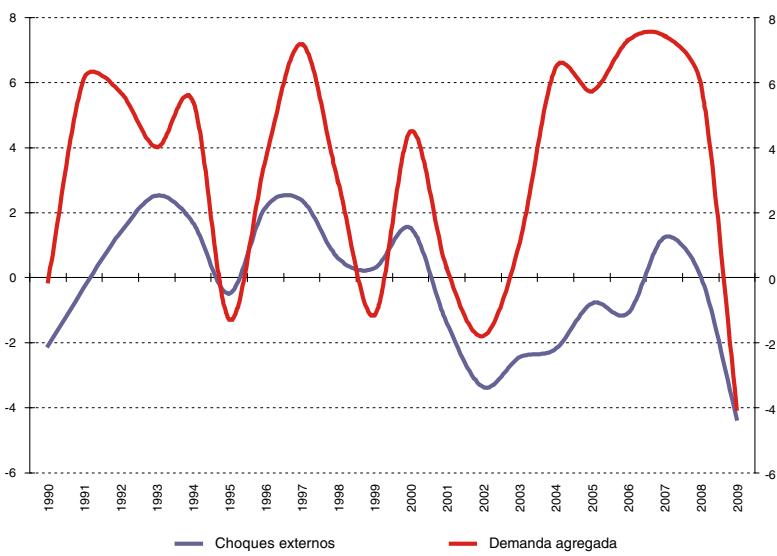
⁷ No obstante, a veces han entrañado una condicionalidad procíclica. Algunas instituciones financieras multilaterales, como el Fondo Monetario Internacional, han aportado créditos compensadores que ejercen una función contracíclica al disminuir las restricciones de liquidez, pero con frecuencia han estado sujetos a condiciones que obligan a aplicar políticas procíclicas, lo que ha demorado la recuperación de la actividad económica y acentuado los costos sociales (Comité de Políticas de Desarrollo, 2009).

Gráfico II.6
AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE: INGRESOS Y GASTOS FISCALES, 2008-2009
(En porcentajes de variación del PIB)



Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de cifras oficiales.

Gráfico II.7
AMÉRICA LATINA (19 PAÍSES): CHOQUES EXTERNOS Y CRECIMIENTO DE LA DEMANDA AGREGADA, 1990-2009^a
(Tasas anuales de variación como porcentaje del PIB)



Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de cifras oficiales y R. Ffrench-Davis, *Reformas para América Latina: después del fundamentalismo neoliberal*, Buenos Aires, Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL)/Siglo XXI Editores, 2005.

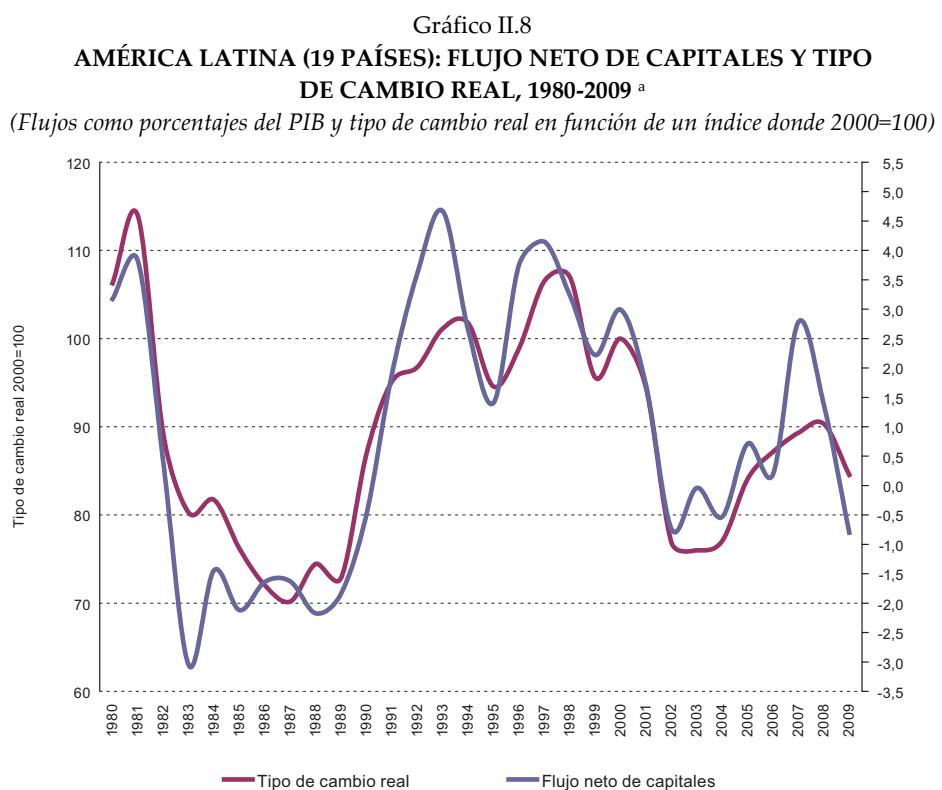
^a Los choques externos representan la transferencia neta de recursos provenientes del exterior más el efecto de la relación de intercambio, ambos medidos como porcentajes del PIB. La transferencia neta de recursos incluye el flujo neto de capitales —incluidos los errores y omisiones— menos el balance neto de rentas —pago neto de factores—, más el balance neto de transferencias corrientes, pero sin tomar en cuenta las remesas de los trabajadores emigrados.

En un contexto donde tanto la oferta como la demanda de capitales se hallan gestionadas por agentes privados, la volatilidad de los flujos de capitales es fruto de la interacción entre diversos factores, a saber: i) la naturaleza de los agentes locales y extranjeros que manejan los mercados financieros —cortoplacistas por entrenamiento e incentivos—, y ii) un proceso de ajuste de la economía interna de carácter procíclico, alentado o permitido por la naturaleza de las políticas macroeconómicas. Durante los períodos de auge, tiende a contagiar el exceso de optimismo que impulsa al alza los precios de los activos —y crea burbujas—, lo que a su vez estimula el flujo adicional de fondos, dado que para la mayoría de los operadores financieros influyentes las variables más relevantes no están asociadas a fundamentos de largo plazo, sino a su rentabilidad en el corto plazo. El comportamiento procíclico de las instituciones calificadoras de riesgo profundizó el desequilibrio por la vía de las expectativas de los agentes. Es notable que quienes debían ser garantes de la sostenibilidad y la evaluación transparente de los agentes y mercados —las instituciones calificadoras de riesgo—, con sus evaluaciones hayan tendido a alimentar los desequilibrios. De hecho, sus evaluaciones continuaron teniendo un carácter en extremo procíclico, al igual que durante la gestación de la crisis asiática (Reisen, 2003).

De esta forma, es el propio mercado el que provee incentivos para que durante los períodos de auge las economías emergentes se adentren en zonas de vulnerabilidad al estimular desviaciones de las variables macroeconómicas respecto de los niveles sostenibles: pasivos externos y componentes líquidos, déficit de la cuenta corriente, tipo de cambio real, índices bursátiles y precios de los bienes raíces, entre otras. Mientras más prolongada y profunda sea la incursión de una economía en estas zonas, mayor será la probabilidad de una crisis y su gravedad.

Esto pone de relieve el imperativo de aplicar regulaciones eficaces para asegurar que los flujos de capital fortalezcan la inversión productiva y sean consistentes con un entorno macroeconómico sostenible. La composición, el nivel y las desviaciones respecto de la tendencia del volumen de flujos financieros son variables cruciales para definir el nivel y el patrón de crecimiento y la distribución del ingreso, tal como se analiza en la sección siguiente.

Por otra parte, en una economía de mercado —el entorno donde opera la región—, los precios relativos constituyen una de las variables más influyentes en las decisiones de los agentes económicos. Es una grave contradicción aspirar a lograr una economía de mercado eficiente en una economía en desarrollo y despreocuparse de precios macroeconómicos tan estratégicos como el tipo de cambio real. La experiencia de la región es que el tipo de cambio real —un precio macroeconómico fundamental para las decisiones relativas a la producción y los gastos en bienes transables— ha exhibido un comportamiento en extremo procíclico. Su evolución tuvo un fuerte correlato en los flujos de capitales, que, cabe reiterar, tienen una naturaleza en extremo cíclica. En el gráfico II.8 se ve la marcada correlación entre el tipo de cambio real y los flujos netos de capitales para el promedio de América Latina en los años en que predominó el consenso de Washington. El comportamiento procíclico de los flujos se transmite al tipo de cambio real en el sentido de que un auge a menudo ha provocado fuertes revaluaciones cambiarias, que en reiteradas ocasiones propiciaron desequilibrios en la cuenta corriente —ya sea mediante ajustes excesivos o demasiado laxos— en épocas de crisis. Como se expone en la sección D, ello introduce una grave ineficiencia en los efectos que el tipo de cambio real trae aparejados para la calidad de las exportaciones y la producción de las pequeñas y medianas empresas (pymes) orientadas al mercado interno.



Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de cifras oficiales.

^a El flujo neto de capitales incluye la inversión extranjera directa neta, los flujos netos de cartera y demás inversiones (incluidos los errores y omisiones). El tipo de cambio se define como la cantidad de dólares por moneda local para el promedio de la región (19 países), ponderado por el PIB real, es decir, que un aumento representa, en promedio, una apreciación de las monedas regionales. Los datos correspondientes a 2009 son provisionales.

Las fluctuaciones de la demanda agregada y su composición, como también el tipo de cambio, han tenido una exagerada dependencia de la cuenta de capitales. La transmisión de su carácter procíclico a las economías nacionales resultó perjudicial para el desarrollo productivo y la equidad. Para avanzar hacia un desarrollo sostenido, es esencial controlar la transmisión de la volatilidad financiera globalizada. En economías responsables, como han demostrado serlo los países de América Latina y el Caribe, una cuenta de capitales completamente abierta representó en décadas recientes, no una fuente de disciplina macroeconómica, sino una fuente de desequilibrios macroeconómicos generalizados y reiterados en toda la región⁸.

D. Efectos sobre el crecimiento y la equidad

Uno de los equilibrios macroeconómicos fundamentales está relacionado con la tasa de utilización de la capacidad productiva. En economías con mercados imperfectos e incompletos —como suelen serlo los de la región—, los choques provocan ajustes en los precios y en el número de bienes producidos y comercializados, que se añaden a los efectos de la heterogeneidad estructural característica de estas economías. Con el transcurso del tiempo, el resultado es una mayor disparidad entre la oferta y la

⁸ Véanse Prasad y otros (2003); Singh (2006); Tytell y Wei (2004).

demandas agregadas, con la consiguiente brecha entre la capacidad productiva potencial y el uso que de ella se hace, en particular en las etapas de interrupción que siguen a las etapas de avance. En algunos sectores, la demanda se encuentra con una capacidad en pleno uso, mientras que en otros adolece de una marcada deficiencia. En un contexto de avance intermitente, resulta inevitable que una demanda global inestable entrañe un uso neto promedio más bajo que la capacidad productiva y una productividad real inferior a la frontera productiva, en comparación con una coyuntura de proximidad estable. Por supuesto, ante una inestabilidad mayor, tendremos una más amplia brecha recesiva del producto y un mercado laboral más deteriorado con un mayor grado de informalidad.

El vínculo entre la inestabilidad de la macroeconomía real y la desigualdad estriba en la extensa heterogeneidad estructural que caracteriza a las economías en desarrollo. Ello incluye la variada capacidad de acción y reacción de los agentes típicos de los distintos mercados —como por ejemplo, grandes y pequeños empresarios, trabajadores con mucha o poca calificación, inversionistas productivos o generadores de PIB, inversionistas financieros o compradores de activos, inversionistas productivos y consumidores—, y las asimetrías entre sus respuestas ante la inestable actividad económica y los precios macroeconómicos. En períodos de auge —en contraposición a una tendencia relativamente estable—, la eliminación de las restricciones de liquidez para los consumidores tiende a manifestarse con más velocidad que para los inversionistas productivos, dada la debilidad de los segmentos de largo plazo de los mercados de capitales. De igual forma, los consumidores pueden reaccionar más rápido que los inversionistas productivos, pues estos necesitan identificar, diseñar y desarrollar nuevos proyectos, lo que constituye un proceso lento. Dada la irreversibilidad de la inversión, en una coyuntura específica, los inversionistas a largo plazo tienen que creer que las expectativas favorables serán sostenibles en un horizonte temporal, que estos agentes parecen considerar una condición esencial para embarcarse en nuevas inversiones.

Después del considerable aumento de la informalidad en los años ochenta a raíz de la crisis de la deuda, de 1990 a 2002 la creación de empleo se centró una vez más en los sectores de baja productividad, que —según el promedio simple de 13 países— aumentaron su participación en la ocupación urbana del 47,2% al 50,8% (véase el capítulo V). Tal como se enfatiza en el capítulo III, en el contexto de un mayor crecimiento a partir de 2003, se revirtió esta tendencia y la mayor parte de los nuevos puestos de trabajo surgieron en los sectores de productividad media y alta.

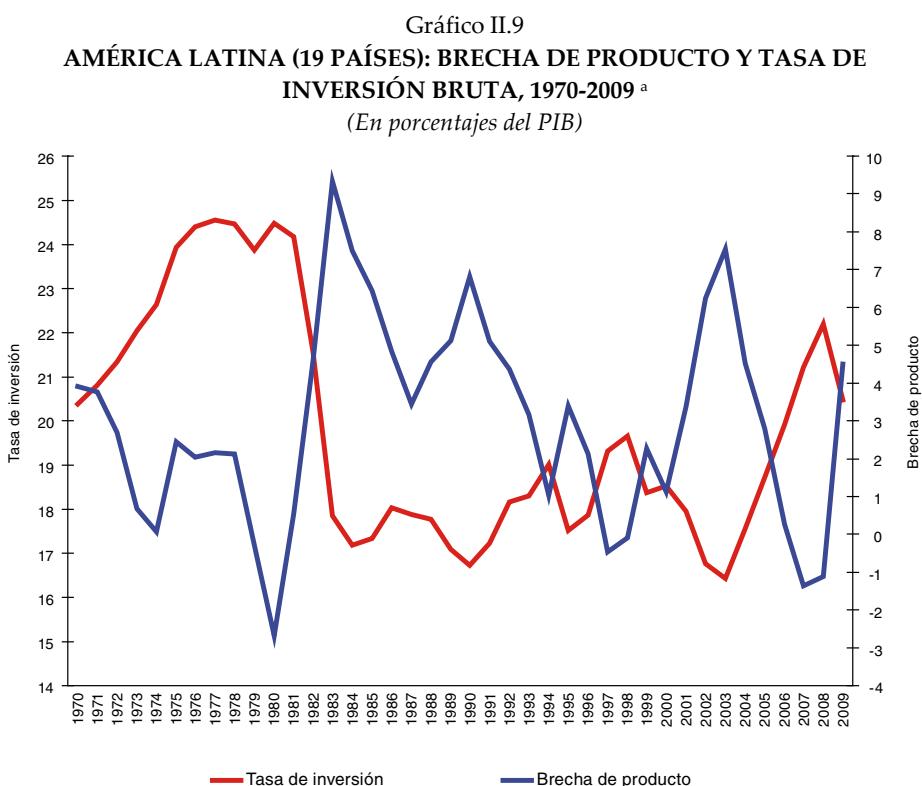
La región América Latina y el Caribe ha enfrentado ciclos económicos volátiles, con contracciones y expansiones intensas y asimétricas. En tanto que la frontera productiva establece un límite para la recuperación del PIB real, en contextos recesivos este puede estar muy por debajo del PIB potencial durante largos períodos. Naturalmente, el PIB real puede aumentar más rápido que el PIB potencial, pero aún continuar por debajo del nivel de aquel. Mientras subsista la brecha entre ambos niveles —denominada brecha recesiva—, subsistirán los efectos depresivos sobre la inversión productiva, el mercado laboral y la situación de las pymes y el sector informal. De allí la importancia de la orientación de la política macroeconómica para responder al reto de una mayor convergencia entre los diversos sectores de la producción y el empleo, tema central que se aborda en el capítulo siguiente.

Por lo tanto, la inestabilidad real es asimétrica e inevitablemente implica una subutilización de la productividad potencial y una menor producción real. En efecto, la recuperación incrementa hoy el flujo de producción hasta el máximo uso de la capacidad existente, pero no se puede recuperar la producción que no se llevó a cabo ayer. La magnitud de la brecha entre la demanda efectiva y la frontera productiva tiene significativos efectos estáticos y dinámicos.

En primer lugar, afecta la productividad y la rentabilidad de los proyectos. En segundo lugar, tasas más altas de utilización del capital suelen significar que el nivel promedio del empleo es superior y que la fuerza laboral se combina con un acervo más elevado de capital físico en uso. El consiguiente aumento de la productividad significa que el bienestar de los trabajadores y de los inversionistas —salarios y ganancias— puede mejorar de inmediato a raíz de un mayor índice medio 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, que traerá aparejado un impacto positivo neto en el bienestar económico general. Lo habitual es que la pobreza disminuya en estas situaciones y sea más probable que la distribución del ingreso mejore tras la reactivación. El impulso del PIB estimula la inversión y el crecimiento del PIB potencial. Entonces, el signo del impacto distributivo depende de las reformas micro y mesoeconómicas que acompañen a la reactivación. El crecimiento per se puede ser progresivo o regresivo: el primero suele ser sostenible y el segundo reversible (Bourguignon y Walton, 2007).

Además, en lo concerniente al dinamismo, el grado de estabilidad tiene varios efectos sobre la construcción del futuro. Los índices de utilización más altos y el consiguiente aumento de la productividad real media tenderán a estimular la inversión en nueva capacidad. Para que la mayor inversión se concrete, los inversionistas deben percibir una mejora real a corto plazo y prever que la reducción de la brecha recesiva del producto será persistente. El efecto dinámico será mucho más significativo si se generan expectativas sólidas entre los actores económicos respecto de que las políticas públicas mantendrán la demanda efectiva cerca de la frontera productiva 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. Los aumentos de la productividad guardan un estrecho nexo con la mayor inversión productiva en sus diversas formas, dado que esta involucra la incorporación de mejoras tecnológicas (De Long y Summers, 1991).

En el gráfico II.9 se muestra la estrecha asociación que ha existido entre la brecha del producto —brecha recesiva— y la tasa de inversión en capital fijo en América Latina y el Caribe, lo que refleja uno de los principales efectos dinámicos negativos: la subutilización de los factores productivos. Esta relación se debe a diversas razones (Ffrench-Davis, 2005, cap. II): 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 subutilización implica menores utilidades y escasez de fondos propios, lo que también suele aparecer asociado a una reticencia del mercado de capitales a financiar empresas con falta de liquidez en situaciones recesivas; iv) la brecha recesiva y sus fluctuaciones suelen afectar la calidad de la evaluación de los proyectos y la innovación productiva, y v) las intensas fluctuaciones recesivas tienden a deprimir los ingresos públicos, lo que induce a realizar recortes en la inversión pública que complementa la inversión privada (Easterly y Servén, 2003). Así, la tasa de formación de capital ha fluctuado en función de los ciclos económicos con mucha mayor intensidad que en respuesta a las reformas micro y mesoeconómicas llevadas a cabo en la región para elevar la productividad y reducir la heterogeneidad estructural.



Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de cifras oficiales, R. Ffrench-Davis, *Reformas para América Latina: después del fundamentalismo neoliberal*, Buenos Aires, Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL)/Siglo XXI Editores, 2005 y A. Hofman y H. Tapia, "Potential output in Latin America: a standard approach for the 1950-2002 period", serie *Estudios estadísticos y prospectivos*, N° 25 (LC/L.2042-P), Santiago de Chile, Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), diciembre de 2003. Publicación de las Naciones Unidas, N° de venta: E.03.II.G.205.

^a Incluye a la Argentina, el Estado Plurinacional de Bolivia, el Brasil, Chile, Colombia, Costa Rica, México, el Perú y la República Bolivariana de Venezuela. La tasa de inversión mide la razón entre la formación bruta de capital fijo y el PIB real, mientras que la brecha de producto mide la diferencia entre el PIB real y el potencial como un porcentaje de este último.

Por consiguiente, existe una conexión clara entre la volatilidad real y el crecimiento económico a largo plazo, que afecta la productividad total real de los factores, el volumen de inversión en capital fijo y la productividad total estructural de los factores (Ffrench-Davis, 2005).

En síntesis, dada la inestabilidad, el nivel del PIB, la productividad, la tasa de inversión y el empleo y su grado de formalidad —que se ven perjudicados por la brecha recesiva— serán menores que en un contexto de mayor estabilidad macroeconómica real.

Cabe retomar el tema cambiario: la inestabilidad del tipo de cambio real, asociada a los flujos de capitales financieros, ha sido perjudicial para la evolución de las exportaciones, su diversificación y su grado de integración a las economías nacionales (Agosin, 2007). Las tasas tan fluctuantes no reflejan cambios en los niveles de equilibrio, pues estos responden a la evolución de las productividades relativas entre los países de América Latina y el Caribe y sus socios comerciales, y a un nivel de ingresos netos de capitales en volúmenes sostenibles y eficientemente absorbibles. Estas variables estructurales no suelen experimentar cambios abruptos sino

graduales. Por ende, la cambiante evolución del tipo de cambio real de muchos países en general ha reflejado desalineamientos provocados por flujos de capitales volátiles que distorsionan las evaluaciones de proyectos destinadas a asignar recursos, promueven la inversión especulativa por sobre la productiva, desplazan por medios artificiales la producción nacional de bienes importables —muchos de los cuales son producidos por pymes—, desalientan el agregado de valor a las exportaciones tradicionales y contribuyen a incentivar la dolarización.

Naturalmente, las fluctuaciones cíclicas del tipo de cambio real constituyen un desincentivo para adquirir nuevas ventajas comparativas y darle valor agregado a la exportación de recursos naturales tradicionales. Esta falla de la política cambiaria es un fardo pesado para una estrategia de desarrollo liderada por las exportaciones, sobre todo las no tradicionales y con mayor valor agregado. Si las exportaciones no se integran a la economía nacional, no transmiten externalidades, no tienen un valor agregado ni interactúan con las pymes, ¿cómo pueden convertirse en el líder eficiente del crecimiento económico? El manejo de la política cambiaria es un componente esencial de las variables requeridas para ese logro (Rodrik, 2008; Williamson, 2000)⁹.

Además, debido a la apreciación cambiaria, en especial luego de la significativa liberalización de las importaciones en la región (CEPAL, 1998a, cap. V), en cada uno de los períodos de bonanza la recuperación de la demanda agregada —tanto de parte de los individuos como de las empresas— adquirió una naturaleza cada vez más intensiva en importaciones. Junto al positivo incremento de las importaciones de bienes de capital se han registrado intensos aumentos de las demás importaciones, muchas de las cuales competían con la tasa de ahorro y con la producción de pymes locales. Con ello no solo el nivel y la calidad de las exportaciones se vieron perjudicados. Asimismo, la apreciación le imprime un marcado efecto procíclico al sector externo y causa repercusiones internas en los sectores productivos que compiten con las importaciones.

La inestabilidad también tiende a ser asimétrica en el campo de la distribución, pues los sectores de mayores ingresos y acceso a los mercados aprovechan mejor las oportunidades que surgen en los períodos de auge. Además, estos sectores se ajustan con mayor rapidez en los períodos recesivos, lo que trae aparejado un ensanchamiento de la brecha entre las grandes empresas y las pymes y la expansión de los sectores informales en coyunturas recesivas. Los antecedentes disponibles indican que la distribución del ingreso tiende a deteriorarse en las recesiones y a mejorar —aunque con menor fuerza— en épocas de recuperación¹⁰. El mercado laboral se ve perjudicado porque la inestabilidad ejerce una incidencia recesiva en la inversión y por la frecuente discriminación contra los trabajadores menos calificados en períodos de creciente desempleo. Como se ha señalado, la inestabilidad suele elevar la informalidad del mercado laboral. Cuanto más incompletos sean los mercados financieros y menor la tasa de formación de capital, mayor será la probabilidad de que predominen los efectos regresivos.

El impacto regresivo en el mercado laboral también está asociado a los sectores más afectados por los ajustes cíclicos. En el cuadro II.2 se muestra que entre 1990-1997 y 1998-2003 la mayor parte

⁹ Un efecto que en ocasiones ha tentado a las autoridades y analistas a defender y promover los atrasos cambiarios ha sido su impacto depresor en los precios de los bienes transables. En varios casos, el éxito alcanzado en la reducción de la inflación ha estado asociado a revaluaciones desequilibrantes del tipo de cambio en un régimen de anclaje cambiario. De hecho, la gran mayoría de los países latinoamericanos revaluaron sus monedas en términos reales entre 1990 y 1994, entre 1995 y 1997 y en el período de bonanza iniciado a fines de 2003. El acceso al financiamiento externo alentó las sucesivas revaluaciones reales.

¹⁰ A modo de ejemplo, con la crisis de la deuda el PIB per cápita demoró 14 años en recuperar su nivel previo a la crisis (1980-1994), mientras que la pobreza tardó 25 años —de 1980 a 2005— en contraerse al nivel original (CEPAL, 2009c).

del ajuste en el crecimiento del PIB se centró en la producción para el mercado interno, esto es, el PIB que no se exporta¹¹. Ello refleja dos hechos, uno en el nivel microeconómico y otro en el macroeconómico. El primero revela la dificultad de reasignar recursos desde la producción de bienes no transables a exportables y sustitutos de importaciones. En este sentido, las políticas reasignadoras se han debilitado a raíz de las liberalizaciones de los países de la región y de los cambios institucionales en el comercio internacional (Rodrik, 2001). En consecuencia, el instrumento disponible —el tipo de cambio— adquiere una notable y mayor relevancia. Renunciar a regularlo, que es lo que supone dejarlo flotar libre de la intervención de la autoridad económica, significa una profunda contradicción con una estrategia de desarrollo impulsada por las exportaciones¹².

El segundo punto es de alcance macroeconómico. En el cuadro II.2 se muestra que cerca del 95% de la caída en la evolución del PIB entre los dos períodos comparados se ubicó en la economía interna¹³. Como esta depende de la macroeconomía local y las exportaciones dependen más de la macroeconomía mundial, los antecedentes indican que la inestabilidad efectiva se ha localizado con mayor intensidad en los mercados nacionales. En los países de América Latina y el Caribe, esta relación exhibe una dependencia que determina la calidad de la política macroeconómica. Su manejo ha sido muy procíclico y ha multiplicado —en vez de atenuar— la transmisión de los choques externos comerciales y financieros.

Una liberalización prematura, indiscriminada y mal secuenciada de la cuenta de capitales y de los mercados financieros nacionales se ha erigido en fuente de onerosos choques desestabilizadores. Como se ha documentado, los elevados costos creados por los ciclos económicos en los países de América Latina y el Caribe se relacionan con las estrechas conexiones entre los mercados financieros internos y los segmentos procíclicos de los mercados financieros internacionales. A su vez, cuanto mayores fluctuaciones presenten los flujos, menos probable será que se destinen a financiar la formación de capital (Uthoff y Titelman, 1998) y, dado que han tenido una conducta fluctuante, se utilizó un porcentaje ínfimo para financiar las inversiones productivas.

Tal como se ha efectuado la liberalización, se registró un gran auge del ahorro financiero sin un aumento del ahorro nacional, con una muy baja tasa de formación bruta de capital fijo e intensas fluctuaciones de la actividad económica y el empleo (véase la sección 4 del capítulo IV). La causa principal es un mercado financiero dominado por agentes especializados en el corto plazo y no en la inversión productiva. Los agentes financieros más influyentes en las fluctuaciones cíclicas, que no tienen una relación estrecha con la inversión productiva, han desempeñado un rol macroeconómico clave. Esta deficiencia se ve agravada por el hecho de que su volatilidad dio lugar a crisis financieras y cambiarias, cuyos efectos recesivos han desalentado la formación de capital interno y empleo.

¹¹ Con el auge de las exportaciones, su participación en el PIB aumentó, en términos brutos, del 12% en 1990 al 23% en 2008 (aproximadamente del 11% al 18% si se toman en cuenta las exportaciones netas de su contenido importado). Resulta evidente que, si bien la incidencia de la producción no exportada ha venido disminuyendo de manera apreciable, aún representa la mayor parte del PIB.

¹² En la región hay economías con un fuerte predominio de las exportaciones, como por ejemplo la chilena. Sin embargo, no es el caso del Brasil, donde el peso relativo de los mercados internos es muy fuerte.

¹³ Para lograr un crecimiento vigoroso es necesario que el PIB no exportado también se expanda a gran velocidad. De hecho, esto es lo que sucedió en las economías emergentes con un modelo exportador exitoso de desarrollo productivo, como la de la República de Corea, durante varias décadas, y la de Chile de 1990 a 1998, cuando la producción no exportada experimentó un crecimiento anual del orden del 6,5%. En cambio, en América Latina el producto no exportado apenas aumentó a una tasa anual del 2,7% en el período 1990-2008 (véase el cuadro II.2).

Cuadro II.2
**AMÉRICA LATINA (19 PAÍSES) Y EL MUNDO: VARIACIÓN ANUAL DEL PIB TOTAL,
EXPORTACIONES Y PIB NO EXPORTADO, 1990-2008**
(En porcentajes)

	América Latina (19 países)			Mundo	
	PIB	Exportaciones	PIB no exportado	PIB	Exportaciones
1990-1997	3,3	8,3 (0,9) ^a	2,7 (2,4)	2,9	6,2
1998-2003	1,4	5,1 (0,7)	0,8 (0,7)	3,3	4,9
2004-2008	5,3	7,1 (0,8)	5,0 (4,5)	4,5	6,5
1990-2008	3,2	6,9 (0,8)	2,7 (2,4)	3,4	5,9

Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de R. Ffrench-Davis, *Reformas para América Latina: después del fundamentalismo neoliberal*, Buenos Aires, Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL)/Siglo XXI Editores, 2005 e información del Fondo Monetario Internacional (FMI) y la Organización Mundial del Comercio (OMC).

^a Entre paréntesis figuran las contribuciones al crecimiento total de la economía del PIB exportado y no exportado, respectivamente. El valor agregado exportado se estimó descontando de las exportaciones brutas de bienes y servicios su contenido importado, que se consideró igual a la participación en el PIB total de los bienes de capital importados e intermedios. En el caso de la maquila mexicana, se utilizaron datos efectivos del valor agregado.

E. Desafíos de una macroeconomía para el desarrollo

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

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

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

1. Política fiscal contracíclica

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

En 2009, en la mayoría de los países han existido graves recesiones; estos intentaron combatirlas con elevados déficits fiscales —generados por estabilizadores automáticos— o mediante paquetes discretionales¹⁴. Los pocos países con tasas de crecimiento positivas —como China, la India, el Pakistán y Egipto— registran también elevados desequilibrios fiscales. En consecuencia, la reciente crisis global ha permitido lograr un creciente consenso sobre la importancia de los estabilizadores automáticos y el uso intensivo de los instrumentos presupuestarios. Se ha legitimado la aplicación de déficits fiscales transitorios en períodos de intensa reducción de la demanda privada como un instrumento insustituible de estabilización macroeconómica (Krugman, 2009).

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

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

¹⁴ La importancia de los estabilizadores automáticos depende de muchos factores, como el peso del sector público en la economía, la progresividad del sistema tributario, los mecanismos de empleo público y de subsidios al desempleo, y la sensibilidad del desempleo y de la evasión tributaria a las variaciones del PIB, entre otros. Estas características estructurales presentan diferencias considerables según el país y la época.

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

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

Tampoco resulta trivial definir una meta de equilibrio de deuda pública en el mediano plazo, sobre todo en los países de América Latina, que tienen enormes brechas de infraestructura y necesidades urgentes de mayor capital físico y humano. En las últimas décadas, los ajustes fiscales han perjudicado sobremanera la inversión pública, por lo que resultará fundamental establecer mecanismos para estimular la formación bruta de capital en bienes públicos. Una alternativa es llevar presupuestos separados de los desembolsos corrientes y la inversión, puesto que en la contabilidad patrimonial esta no es un gasto sino un activo. Sin duda, el impulso a una economía basada en la inversión en infraestructura y el desarrollo productivo requiere evitar el tradicional sesgo contra la inversión pública en los presupuestos generales del Estado¹⁵.

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

En un contexto de profundas restricciones de endeudamiento resulta ineludible mantener o reforzar la capacidad de gasto del sector público en asuntos sociales. En América Latina y el Caribe la lógica contracíclica debería centrarse en las inversiones orientadas a sostener el empleo y en la mitigación de los costos sociales de las crisis. Desde la perspectiva de un crecimiento equitativo, al diseñar los programas es necesario analizar su contribución a la aceleración del

¹⁵ Véase el caso de América Latina en Blanchard y Giavazzi (2004); Easterly y Servén (2003); Martner y Tromben (2005) y Lucioni (2004).

desarrollo productivo y a la empleabilidad de la fuerza laboral en trabajos decentes¹⁶. Los episodios ocurridos en la región a todas luces muestran que se recuperan con mayor rapidez las cifras correspondientes a la actividad económica que los indicadores de pobreza y desigualdad.

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

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

Fortalecer el papel contracíclico de la política fiscal es una condición necesaria —pero insuficiente—, pues en los países de la región el gasto fiscal representa una fracción mínima de la demanda agregada. Por ende, poco se logra si las otras políticas dependen de flujos volátiles y opiniones de agentes procíclicos. Así, resulta imprescindible asegurar la coordinación entre las diversas políticas de alcance macroeconómico —las políticas fiscales, monetarias, cambiarias y de cuenta de capital—, que se abordarán en los acápite s siguientes.

2. Política monetaria

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

¹⁶ Este concepto fue acuñado originalmente en la *Memoria del Director General: Trabajo decente* de la octogésima séptima Conferencia Internacional del Trabajo, celebrada por la Organización Internacional del Trabajo (OIT) en 1999, donde se define el trabajo decente como trabajo productivo en condiciones de libertad, equidad, seguridad y dignidad humana, en el cual los derechos son protegidos y que cuenta con una remuneración adecuada y protección social. A esta definición luego se le agregaría el fomento del diálogo social, y más tarde empezó a hablarse también de empleo de calidad.

A fin de ampliar el espacio para la política monetaria y llevarla adelante en armonía con la política cambiaria, se debe regular la cuenta de capitales. Las variables principales de la política monetaria son la tasa de interés y la regulación de la liquidez. Las experiencias de liberalización financiera han demostrado que las tasas de interés liberalizadas suelen resultar inestables y muy superiores a las internacionales, con márgenes de intermediación financiera (*spreads*) mucho mayores durante largos períodos (CEPAL, 1998a, cap. IX; Ffrench-Davis, 2008a, cap. IV; Stallings y Studart, 2005). Además, desde la perspectiva de la sostenibilidad macroeconómica, resulta relevante que los márgenes de intermediación financiera hayan sido procíclicos. El hecho concreto es que los inversionistas productivos han estado sujetos a una gran inestabilidad macroeconómica, con amplias brechas recesivas en un mercado financiero muy incompleto, donde han enfrentado tasas de interés con promedios elevados e inestables, en particular en el caso de las empresas de menor tamaño¹⁷. Con ello contribuyeron a deprimir la inversión y a debilitar el empleo y la equidad.

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

En pequeñas economías abiertas, como las de la mayoría de los países de América Latina y el Caribe, el sistema de metas de inflación presenta rasgos muy procíclicos para la economía real, sobre todo en comparación con los mercados financieros internacionales. Dada la importancia de los flujos de capitales en la generación de los ciclos económicos de las economías emergentes, los puntos de quiebre de los períodos de bonanza suelen caracterizarse por fuertes expectativas de depreciación y una tendencia declinante de la demanda agregada y el producto, seguidas por expectativas de apreciación y recuperación tras tocar fondo en la parte baja del ciclo.

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

¹⁷ Algunos antecedentes provenientes de los bancos centrales indican que los promedios elevados ocultan, a su vez, marcadas diferencias entre los costos pagados al sector financiero formal por las grandes empresas y por las de menor tamaño, la gran mayoría de las cuales ni siquiera tienen acceso a ese mercado formal.

En un contexto de asimetrías en la utilización de la capacidad, la tendencia procíclica supone la existencia de un PIB real medio muy inferior al PIB potencial medio. De este modo, un primer desafío en la implementación de la política monetaria de metas de inflación debe ser eliminar este sesgo procíclico. Existen varias soluciones posibles para afrontar este problema. Una de ellas es usar índices de precios de productos no transables en lugar del índice de precios general en la definición de la meta de inflación (Parrado y Velasco, 2002) y tomar en cuenta la evolución de los precios de los activos y las eventuales burbujas en sus mercados. Otra opción consiste en fijar la meta en función de un horizonte de largo plazo para filtrar los efectos transitorios del tipo de cambio y su impacto en el índice general de precios.

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

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

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

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

Durante el período de auge económico, si la política monetaria se maneja para regular la demanda agregada mediante un aumento de la tasa de interés, los agentes locales recurrirán a más créditos externos y los fondos externos de corto plazo serán atraídos por un diferencial mayor entre la tasa de interés internacional y la interna, incentivo que puede acentuarse aún más si existen expectativas de apreciación cambiaria. En este contexto, las altas tasas de interés suelen convivir con un sector transable perjudicado por la apreciación cambiaria y con un incremento de la demanda agregada y la producción de bienes no comercializables financiado por el ahorro externo —que suele desplazar al ahorro interno. La falla de la política se torna evidente y costosa una vez que se logra converger hacia la frontera productiva y esta crece a un ritmo lento.

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

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

3. Política cambiaria, desarrollo productivo y estabilidad sostenible

El tipo de cambio es una variable macroeconómica esencial para la sostenibilidad de los equilibrios macroeconómicos y la asignación de recursos. Naturalmente, el precio macroeconómico relevante se refiere a la canasta de tipos de cambio e inflaciones de los socios comerciales, que varía según las estructuras comerciales de los diferentes países¹⁸. El enfoque convencional que sostiene que la única opción cambiaria es una tasa nominal fija o una tasa totalmente flexible presupone que el mercado determinará de manera benigna un tipo de cambio real de equilibrio sostenible. De modo implícito, se considera que ello implica niveles y una evolución que involucran un precio correcto para asignar recursos entre bienes transables y no transables y para atraer recursos adicionales de capital físico y mano de obra. Más allá de una asignación eficaz de los recursos

¹⁸ La CEPAL calcula en forma periódica el tipo de cambio real de cada país de la región, que toma en cuenta matrices de las relaciones cambiarias nominales y de los niveles de precios, ponderados por el peso relativo de los diversos socios comerciales. En contraste con el tipo de cambio real comercial —relevante para el mundo de la producción—, el tipo de cambio real relevante para los flujos financieros suele ser el que se refiere exclusiva o predominantemente al dólar.

existentes, el crecimiento económico pasa sobre todo por una expansión vigorosa del acervo de factores y de su productividad.

La actual política cambiaria modal defiende un tipo de cambio libre. En efecto, varios países de América Latina y el Caribe adoptaron regímenes cambiarios de flotación libre tras el contagio de la crisis asiática en 1998. El problema que provocó el nuevo régimen fue que el tipo de cambio se tornó en extremo sensible a las modificaciones transitorias en la oferta de fondos externos, que trajo aparejada una ineficiente asignación de recursos. En coyunturas de escasez de fondos, el tipo de cambio real sufre una fuerte devaluación, tal como pudo constatarse en el gráfico II.8, pero en el contexto imperante de recesión y liquidez restringida, los productores tienen dificultades para aprovechar al máximo el incentivo cambiario. En la etapa siguiente, cuando desaparece la restricción externa dominante gracias a una mayor oferta de fondos externos, enseguida se registran nuevas revaluaciones. Entonces cabe destacar otra asimetría: durante los períodos de auge los mercados financieros están dispuestos a financiar mayores inversiones, pero la apreciación cambiaria desalienta la formación de capital en la producción de bienes transables. Como consecuencia de este comportamiento procíclico del tipo de cambio real, el ciclo económico muestra un sesgo contra los bienes transables. Paradójicamente, las reformas liberalizadoras de las importaciones procuraban lograr un rol protagónico para los rubros transables, lo que suponía que el tipo de cambio adquiriera un papel determinante en la competitividad internacional. No obstante, las dos opciones cambiarias ofrecidas por el consenso de Washington —que resultan extremas— se contraponen a ese objetivo.

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

Las mencionadas fallas de los regímenes cambiarios modales en cuanto al rol distributivo del tipo de cambio real también tienen implicancias para los equilibrios macroeconómicos, como se expuso en el examen de la política monetaria. Los ciclos de auge y caída de los mercados financieros internacionales generan una demanda de variables macroeconómicas flexibles que puedan compensar o absorber en el corto plazo los impactos positivos y negativos. Dada la reducida eficacia de algunos instrumentos de política tradicionales, sobre todo la política monetaria implementada ante los choques financieros, el tipo de cambio puede desempeñar un papel esencial para amortiguar las consecuencias. De hecho, la opción de tipo de cambio libre, que elimina los efectos monetarios de las operaciones cambiarias y equilibra la balanza de pagos de manera permanente, resulta determinante para brindarle espacio a la política monetaria. Sin embargo, este objetivo suele ser contradictorio con los objetivos comerciales de la política cambiaria, dado que tiende a desequilibrar la cuenta corriente.

Los regímenes intermedios con un tipo de cambio de flexibilidad administrada —como las paridades y diversas variantes de bandas móviles o flotación sucia— representan un serio intento pragmático por reconciliar estas demandas en conflicto (Williamson, 2000). Las posturas neoliberales suelen afirmar que cualquier intervención cambiaria equivale a ir contra el mercado y

que está destinada al fracaso. Por el contrario, se trata de lograr que las fuerzas reales del mercado —importadores y productores de bienes exportables e importables—, que guardan relevancia para el desarrollo productivo y la equidad, sean las que predominen en la determinación del tipo de cambio. Este es el mercado que debe imponerse, no el de los operadores de corto plazo.

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

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

Los altibajos cambiarios provocados por los movimientos cíclicos de los capitales financieros se agravan al adoptarse políticas monetarias o crediticias contracíclicas en regímenes cambiarios de libre flotación y cuentas de capital abiertas. Como se expuso en el examen de la política monetaria, surge entonces el clásico problema de que una política monetaria contracíclica provoca fluctuaciones procíclicas del tipo de cambio. Por ejemplo, esto se da cuando la política monetaria procura restringir la demanda interna elevando la tasa de interés, lo que atrae capitales financieros y aprecia el tipo de cambio real. Los ingresos de capitales incrementan la demanda, pero la apreciación cambiaria frena la inflación y sesga la composición del gasto hacia las importaciones.

De este modo, la capacidad de un régimen de tipo de cambio flexible para suavizar los efectos de los ciclos de auge y caída inducidos desde el exterior depende de la capacidad de implementar con eficacia una política monetaria contracíclica sin promover movimientos cambiarios procíclicos. Esto es posible de manera sistemática solo con regímenes cambiarios de tipo intermedio, con una administración activa y combinados con alguna de las diversas formas de regulación contracíclica prudencial, que se pueden aplicar a la cuenta de capital tal como se expone en la sección 4. Estos regímenes intermedios de flexibilidad administrada proporcionan la mejor posibilidad de responder a las dos exigencias que debe satisfacer la política cambiaria.

Los regímenes intermedios con una activa flexibilidad administrada pueden entrañar costos y limitaciones. Primero, estos regímenes estarán sujetos a presiones especulativas si no logran la confianza del mercado respectivo, por lo que el costo de defender el tipo de cambio resulta muy alto. En coyunturas críticas, como las de pérdida de confianza, puede ser conveniente pasar, por algún tiempo, a una flexibilidad completa. En segundo lugar, la acumulación de reservas esterilizadas durante los períodos de auge suele implicar costos financieros; por ello, las regulaciones contracíclicas de los flujos reducen este costo al acotar el exceso de ingresos. Por último, la regulación de la cuenta de capital —necesaria para una administración eficaz de los

regímenes cambiarios intermedios— suele sufrir filtraciones crecientes que deben enfrentarse con un monitoreo permanente de sus fuentes. Sin embargo, si no se adopta un enfoque contracíclico y prudencial, la consecuencia será una grave volatilidad con elevados costos sociales y económicos.

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

4. La reforma del mercado de capitales

Como se ha destacado en este capítulo, el mercado de capitales tiene fuertes repercusiones en los equilibrios macroeconómicos y ejerce una influencia significativa en otras variables que resultan determinantes para la formación de capital y la distribución de oportunidades e ingresos entre los diversos actores económicos. Ello se asocia con dos rasgos de las economías en desarrollo, como las de la región. El primero es que los mercados de capitales son incompletos, dado que tienen segmentos débiles o ausentes, falla de la que no escapa, en mayor o menor grado, ningún país de América Latina y el Caribe. Por otra parte, la incidencia de la falla en la región se ve agravada por la fuerte heterogeneidad estructural entre los diversos agentes económicos. El vínculo estrecho con los mercados financieros internacionales más volátiles registrado en decenios recientes contribuye a explicar la escasa inversión productiva y la precariedad exhibida por los mercados laborales.

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

a) Los mercados internos y el financiamiento del desarrollo

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

Los reformadores esperaban un aumento notorio del ahorro nacional y tasas de interés de mercado de equilibrio que estimulasesen una asignación más eficiente de los fondos a inversiones en los sectores más productivos. En cuanto al volumen del ahorro, el resultado global fue un aumento significativo de ahorro financiero en el segmento de corto plazo del mercado de capitales. Sin embargo, este aumento ha tendido a estar acompañado por el debilitamiento de la banca de desarrollo y del segmento de largo plazo, sin un incremento del ahorro nacional y la

inversión productiva (véase el gráfico II.4)¹⁹. Evidentemente, el contraste entre un mayor ahorro financiero y un ahorro nacional estancado significa que la reforma canalizó el ahorro hacia el consumo y la compra de activos existentes en vez de privilegiar la formación de capital²⁰.

En cuanto a la tasa de interés, los resultados también han sido deficientes para el crecimiento y la equidad. Esta tasa es una variable significativa tanto en la asignación de recursos como en el nivel macroeconómico. Una vez liberalizadas las tasas internas en los países de la región, con frecuencia resultaron inestables y muy superiores a las internacionales, con márgenes de intermediación financiera mucho mayores durante largos períodos. Prevalecen así sistemas con elevados costos financieros y mercados segmentados²¹. El hecho concreto es que los inversionistas productivos han estado sujetos a una macroeconomía real con una pronunciada inestabilidad en un mercado financiero muy incompleto, donde han debido enfrentar tasas de interés con promedios muy elevados, sobre todo en el caso de los deudores no preferentes²².

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

En consecuencia, la reorganización del sistema financiero debe apuntar a canalizar los recursos hacia el ahorro y la inversión, objetivo que requiere un mercado de capitales más completo en comparación con las reformas sesgadas hacia el corto plazo. Se necesitan instituciones que abarquen un vigoroso segmento de largo plazo para canalizar el ahorro hacia la financiación de la inversión productiva, así como normas prudenciales y contracíclicas. Asimismo, la

¹⁹ En general, prevalecen los mercados de capitales poco desarrollados, donde cerca del 70% de los recursos financieros se canalizan por medio del sistema bancario. A su vez, el resto se caracteriza por sus acotados niveles de capitalización, bajos montos de acciones comercializadas, escasas emisiones de acciones nuevas en la bolsa y una elevada concentración de transacciones con pocas acciones.

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

²¹ Por ejemplo, el valor contable de los gastos generales bancarios de 2007, expresados como proporción de los activos totales, excede el 5% en América Latina, valor superior al registrado en Asia sudoriental, Oriente Medio y África septentrional y Asia y el Pacífico (2%, 2,3% y 3%, respectivamente). Por otra parte, es ilustrativo que durante los años setenta Chile haya aplicado reformas similares y obtenido resultados similares: un crecimiento anual promedio del PIB de apenas un 2,9% entre 1973 y el máximo alcanzado en 1981 —antes de la depresión de 1982—, tasas activas reales de interés demasiado elevadas —un promedio anual del 38% real entre 1975 y 1982—, una reducida tasa de formación de capital, un deterioro de la situación laboral y la distribución del ingreso, y, por último, una terrible crisis bancaria y cambiaria en 1982 y 1983 (Ffrench-Davis, 2008a, caps. IV y V).

²² En los países de la región el financiamiento bancario del sector productivo se orienta, sobre todo, a las grandes empresas y su costo es bastante más alto para las pymes que para las empresas de mayor tamaño.

institucionalidad debe brindar un rol activo a las bancas pública y privada abocadas al desarrollo, pues es la manera de garantizar la vitalidad del segmento de largo plazo.

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

b) Hacia una mayor igualdad en el acceso al financiamiento

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

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

Por ende, es preciso crear entidades especializadas de crédito y mecanismos de garantía para lograr lo que el mercado suele ser incapaz de hacer de manera espontánea. La prioridad en este terreno debe consistir en favorecer el acceso al financiamiento de largo plazo a tasas de interés normales, así como a los restantes recursos que no poseen esos sectores discriminados: tecnología, ciertos insumos y servicios conexos, y canales de comercialización e infraestructura. De forma complementaria, es esencial para la proyección de unidades de menores recursos que el proceso productivo se lleve adelante en el contexto de una macroeconomía real que goce de una relativa estabilidad.

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

El diseño y la construcción de un sistema financiero inclusivo y dedicado al financiamiento productivo requiere expandir y desarrollar el instrumental disponible a fin de controlar los riesgos, diversificar el acceso y alargar los plazos de financiamiento, objetivos que entrañan un fuerte impulso del financiamiento de las pymes y potenciar el papel de las microfinanzas en diferentes escalas y marcos institucionales.

Las microfinanzas desempeñan un papel relevante en lo que hace a mejorar el acceso de los hogares de ingresos bajos y las microempresas a los servicios financieros y el empleo. Su ámbito

de acción es muy heterogéneo: el objetivo es, por ejemplo, financiar la compra de equipos sencillos a microempresas o incorporar a miembros inactivos de la fuerza de trabajo —sobre todo mujeres— a la actividad productiva. De este modo, contribuyen a generar PIB, a aumentar el bienestar de los hogares y a consolidar su dignidad²³. Además, dada la importancia que han adquirido los recursos movilizados mediante las remesas de migrantes, las instituciones microfinancieras de algunos países han tratado de ofrecer financiamiento para el desarrollo productivo a los beneficiarios de estos recursos procedentes del exterior. Asimismo, una actividad fundamental de las instituciones microfinancieras de varios países de la región ha sido prestar soporte técnico y estratégico a algunos de los receptores de los créditos, que en ciertos casos apunta a crear complejos productivos (*clusters*) integrados por los clientes para abaratar los costos de producción y distribución, como en el Ecuador, o a asistir a los destinatarios de microcréditos para que identifiquen nuevos mercados donde colocar sus productos, como en el caso del Estado Plurinacional de Bolivia, Honduras y Nicaragua. Es necesario fortalecer y aplicar estas experiencias en otros países.

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

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

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

Los bancos privados, sujetos a estrictas regulaciones y supervisiones, operan con horizontes más cortos en materia de beneficios y con un manejo de los riesgos con criterios de mercado. De este modo tienden a favorecer a las empresas de mayor tamaño relativo ya consolidadas o capaces

²³ En la actualidad, en países como Colombia, el Estado Plurinacional de Bolivia, Guatemala, Nicaragua y la República Bolivariana de Venezuela, las instituciones microfinancieras también ofrecen ciertos tipos de seguros a sus clientes, que en una primera etapa se concentraron en servicios médicos básicos y funerarios, pero que en años recientes se han ampliado y llegan a sus cosechas y bienes de capital financiados mediante microcréditos, como en el caso del Estado Plurinacional de Bolivia.

de ofrecer garantías reales de gran valor, o bien se vuelcan al crédito de corto plazo —en desmedro del financiamiento a largo plazo—, a las empresas de menor tamaño o a empresas nuevas o proyectos de rentabilidad más incierta. Son estas empresas o proyectos nuevos, que carecen de un acceso oportuno a la banca privada, los que tienden a introducir nuevos productos o nuevas formas de producirlos, o bien buscan nuevos mercados. Las consecuencias de estos sesgos de la banca privada para la inversión y el crecimiento no son positivas, dado que no alientan la innovación, la productividad de largo plazo ni la reducción de brechas productivas y sociales.

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

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

Un desarrollo financiero que enfrente la pronunciada heterogeneidad actual debe potenciar el acceso financiero de las micro, pequeñas y medianas empresas. Ello se enmarca en los compromisos contraídos en el marco del Consenso de Monterrey (Naciones Unidas, 2002 y 2007). Para lograr un desarrollo que genere mercados más equitativos y una economía dinámica, es esencial contar con una infraestructura financiera que facilite el acceso a una diversidad de productos y servicios sostenibles para las mipymes, que fortalezca los débiles segmentos de largo plazo, así como contar con un instrumental financiero diversificado y apropiado para adoptar medidas contracíclicas.

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

c) La cuenta de capitales y el financiamiento del desarrollo

Las reformas del mercado interno de capitales estuvieron acompañadas de la liberalización de la cuenta de capitales. La apertura financiera total al exterior, como la llevada a cabo durante los años noventa y la década actual, suele traducirse en una integración a los segmentos más especulativos del mundo desarrollado. En consecuencia, el segmento de mayor dinamismo del mercado de capitales ha sido la gran actividad financiera, con flujos de corto plazo desde y hacia

el exterior, caracterizados por su volatilidad procíclica y su escasa conexión con las inversiones productivas. Sin embargo y como se ha constatado, no se logró el objetivo original de la liberalización de financiar una inversión mayor y de alta productividad para aumentar el crecimiento económico. En cambio, sí se abrió camino a intensas inestabilidades cíclicas importadas mediante la cuenta de capitales. Una regulación eficaz de la cuenta de capitales surge como una condición imprescindible para avanzar hacia una macroeconomía para el desarrollo con independencia monetaria y sostenibilidad cambiaria.

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

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

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

Pero no es suficiente saber cómo dejar atrás una crisis luego de sufrirla. Tanto o más importante es evitar caer en una crisis o morigerar drásticamente sus costos: esta es una meta de la regulación de los flujos de capitales orientada a lograr equilibrios sostenibles en la macroeconomía real. En años recientes, los países de la región han hecho interesantes intentos de regulación para alcanzar esos equilibrios, sobre todo para evitar apreciaciones excesivas del tipo de cambio (CEPAL, 2009a), entre los que cabe mencionar a la Argentina, el Brasil, Colombia y el Perú (véase el recuadro II.2).

Recuadro II.2

CONTROL DE CAPITALES: MÁS VALE PREVENIR QUE CURAR

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

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

A partir de junio de 2005, en la Argentina se exige a quienes ingresen moneda extranjera que constituyan un depósito en dólares equivalente al 30% del total de la operación. Este depósito obligatorio se aplica con algunas excepciones a distintos tipos de flujos de capital, como deudas del sector financiero y privado no financiero, emisiones primarias de acciones de empresas residentes que no cuentan con oferta pública y cotización en mercados autorregulados, inversiones de cartera de no residentes destinadas a tenencias de moneda local, e ingresos de divisas en el mercado local de cambios por ventas de activos externos de residentes por montos mayores a los dos millones de dólares por mes calendario, entre otras operaciones dirigidas a evitar filtraciones y elusiones. Existe un plazo mínimo de 365 días para los endeudamientos y renovaciones de deudas con el exterior de residentes, que no pueden cancelarse antes del vencimiento de ese plazo.

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

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

Recuadro II.2 (conclusión)

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

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

En los años noventa cabe destacar la experiencia de regulación contracíclica de los ingresos de capitales que Chile implementó a inicios de la década. De cara a una gran oferta de financiamiento externo —en relación con su PIB—, que podía tener un efecto desequilibrante, estableció un encaje sobre los ingresos de capitales que no constituyeran una inversión extranjera directa. Durante el quinquenio 1991-1995, la apreciación del tipo de cambio y el déficit de la cuenta corriente —como proporción del PIB— resultaron inferiores al promedio de la región en general y de otros países de América Latina que recibieron enormes capitales en este período²⁴. Los desincentivos a las entradas de corto plazo hicieron espacio para políticas cambiaria y monetaria activas. Chile logró controlar la composición de los ingresos mediante una merma significativa de los flujos líquidos y de corto plazo (Larraín, Reisen y von Maltzan, 2000).

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

Las experiencias positivas mencionadas se refieren a la regulación de los ingresos de capitales. Otro aspecto guarda relación con los egresos de capitales nacionales. Algunas economías, como la República de Corea, impusieron estrictos controles sobre los capitales durante varias décadas. Tras las liberalizaciones de los ingresos de capitales, que culminaron con la crisis de 1998 (Agosin y Ffrench-Davis, 2001), la República de Corea mantuvo controles sobre los

²⁴ Véanse los antecedentes cuantitativos en Ffrench-Davis (2005, cap. VI y 2008a, cap. VIII). En Agosin y Ffrench-Davis (2001) y Le Fort y Lehmann (2003) se examinan diversos aspectos del encaje, su aplicación y efectos, y se analiza la literatura crítica.

egresos de fondos por parte de los residentes (Mahani, Shin y Wang, 2005). En algunos países de la región, a causa de las reformas y transformaciones de los sistemas previsionales en fondos de capitalización privados, se han creado fuentes de largo plazo con volúmenes crecientes y muy significativos que dieron origen a ahorros institucionales cada vez mayores. El enfoque neoliberal ha presionado a favor de liberalizar el manejo de estos fondos y permitir su libre movimiento con el exterior. Naturalmente, si los márgenes de acción son muy amplios, se pueden convertir en fuentes de inestabilidad macroeconómica²⁵. La importancia del volumen de estos fondos y su naturaleza de muy largo plazo hacen que una reforma de las reformas les otorgue un papel crucial como factor de estabilidad macroeconómica real (Zahler, 2005) y como factor primordial para una reestructuración gradual del mercado de capitales orientada a lograr la formación de capital y el desarrollo productivo.

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

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

d) Una síntesis del gran desafío macroeconómico: manejar los flujos de capitales

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

Por otra parte, hoy el mundo exhibe aprendizajes decisivos. La mitigación de la crisis financiera reciente, cuyos efectos en principio se preveían tan dramáticos como los de la crisis de los años treinta, no se debió a un acto de magia ni a la autocorrección de los mercados. Fueron vitales las acciones públicas deliberadas, orientadas a corregir el entorno macroeconómico de la economía mundial luego del desfondamiento financiero ocurrido en el segundo semestre de 2008. La corrección implicó operar contra el paradigma predominante de un Estado pasivo y la neutralidad de las políticas económicas; esto es, se logró superar la visión opuesta a utilizar los instrumentos disponibles, en particular la política fiscal, con objetivos contracíclicos. La respuesta de las principales economías del mundo consistió en una vigorosa política fiscal contracíclica. Una

²⁵ Por el contrario, las autoridades de Singapur han utilizado un fondo de pensiones semipúblico como eficaz instrumento de estabilización.

vez evitado el colapso corresponde fortalecer las correcciones. Esto no implica el fin de la crisis y de la coyuntura recesiva, pero sí cabe desear que sea el inicio de la recuperación de la actividad económica de la región y el resto del mundo.

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

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