

**PALABRAS CLAVE**

Condiciones económicas  
Macroeconomía  
Movimientos de capital  
Ciclos económicos  
Desarrollo económico  
Productividad  
Política fiscal  
Política monetaria  
Tipos de cambio  
Mercados de capital  
América Latina

# Macroeconomía para el desarrollo: desde el “financierismo” al “productivismo”

*Ricardo Ffrench-Davis*

**E**n contraposición con la creencia de que la región habría logrado una eficiente política macroeconómica, se argumenta que esta fue una de las fallas que determinaron el desilusionante desempeño económico y social en decenios recientes. En efecto, los productores del PIB estuvieron sometidos a intensa inestabilidad de la demanda, tipo de cambio y crédito, lo que desalienta la productividad y la inversión. Una variable determinante de esa inestabilidad macroeconómica han sido los flujos de capitales financieros. Se examina su comportamiento intrínsecamente procíclico, concluyéndose que un entorno amigable con el desarrollo productivo exige la regulación contracíclica de los flujos financieros. Se expone cómo deben compatibilizarse la regulación de la demanda agregada con la evolución del PIB potencial, el tipo de cambio real con la evolución de la cuenta corriente y los flujos de fondos con una profunda reforma de las reformas del mercado de capitales, desde el “financierismo” al “productivismo”.

Ricardo Ffrench-Davis

Profesor de la Facultad de Economía  
y Negocios, Universidad de Chile

✉ [rffrench@fen.uchile.cl](mailto:rffrench@fen.uchile.cl)

# I

## Introducción

En los países de América Latina se han efectuado profundas reformas económicas en el contexto de lo que se llamó el Consenso de Washington —entre ellas, intensas liberalizaciones comerciales y financieras, privatizaciones e introducción de disciplina fiscal—, con la convicción de que ello bastaría para asegurar estabilidad, crecimiento económico y mayor bienestar. La realidad es que se ha logrado estabilidad del nivel de precios (en general, inflación bajo control) en el curso de los dos decenios recientes, pero con crecimiento promedio del producto interno bruto (PIB) magro y marcada inestabilidad de la economía real, esto es, de la producción y el empleo.

Con frecuencia se plantea que en la región se aprendió a enfrentar eficazmente el desafío macroeconómico y que lo que ha fallado se sitúa en la microeconomía. Sin embargo, se constata que el ámbito de la producción y el empleo ha estado sometido a intensos altibajos cíclicos de la actividad económica, la demanda global, el acceso al crédito y el tipo de cambio. Estas son variables clave de la macroeconomía; ellas proveen el entorno en que se desempeñan los productores de bienes y servicios. Se expone aquí cómo el comportamiento volátil de esas variables macroeconómicas ha desalentado la formación de capital, el empleo y la productividad efectiva. A este respecto, los flujos de capitales financieros han jugado un papel central.

No obstante la diversidad existente entre los países de América Latina, se observa una significativa coincidencia en la dirección de sus respectivas fluctuaciones de la actividad económica, la demanda agregada, los tipos de cambio reales, las tasas de ahorro, la inversión y los flujos de capitales. La sincronía es particularmente marcada entre la mayoría de los países grandes y medianos, con diferencias relevantes en países de menor desarrollo.

El entorno macroeconómico es el resultado, principalmente, de los efectos e interrelaciones de las políticas fiscal, monetaria y cambiaria del mercado de

capitales interno y de la cuenta de capitales. A su vez, ese entorno incide en la velocidad y la estabilidad del crecimiento económico y la distribución de sus frutos a través, principalmente, de sus efectos en la formación de capital y el empleo. Contra lo que suele implicar la intensa compartimentación convencional entre los análisis micro y macroeconómicos, la superación de la pobreza, el grado de equidad de una sociedad y el crecimiento económico se relacionan estrechamente con la calidad del entorno macroeconómico.

La emergencia de la crisis global, pese a sus graves efectos recesivos y regresivos, ha tenido un resultado positivo, dado que ha contribuido a reforzar los planteamientos sobre el papel central que implica el estilo de hacer políticas macroeconómicas, y la relevancia de evaluar correcciones a las prácticas vigentes (véase, por ejemplo, Blanchard Dell’Ariccia y Mauro, 2010). Ello resulta esencial en una estrategia de desarrollo para lograr crecimiento con equidad.

El planteamiento central de este artículo es que se precisa pasar del fuerte sesgo “financierista” y “cortoplacista” a un enfoque en que se priorice, explícitamente, el desarrollo productivo y su repercusión en la equidad. Ello requiere un enfoque integrado en que se incorporen las interrelaciones entre la micro y la macroeconomía, y se consideren las implicancias de la intensa heterogeneidad estructural de los mercados nacionales y la prociclicidad intrínseca de los flujos financieros internacionales. Ello entraña que las mencionadas inestabilidades surten efectos notablemente diferenciados en empresas grandes y pequeñas, en la inversión y el consumo y respecto de trabajadores calificados y de baja calificación. La gradualidad de las políticas y la calidad de la coordinación entre los aspectos monetarios, cambiarios, financieros y fiscales, por ejemplo, marcan una diferencia sustancial para el crecimiento económico y sus efectos distributivos, en particular en la calidad del empleo.

Las interrelaciones comprenden efectos estáticos y dinámicos. Estáticos, tales como en la tasa de utilización de la capacidad productiva de trabajo y capital. Los altibajos de esa tasa han involucrado, recurrentemente, brechas sustantivas entre la capacidad instalada o PIB potencial y el PIB efectivamente generado. Esas brechas, y la volatilidad de variables como el tipo de cambio

---

□ He escrito diversos textos sobre estilos de políticas macroeconómicas en economías emergentes a partir de un artículo publicado en la *Revista de la CEPAL* N° 60 (1996). Dos profundizaciones aparecen en Ffrench-Davis (2005) y (2008b), entre versiones para diversos eventos y publicaciones. Aquí trato de sintetizar mi aprendizaje sobre el tema.

Agradezco la colaboración de Rodrigo Heresi y Felipe Labrín.

real, han implicado profundos efectos dinámicos en, por ejemplo, la repercusión del entorno macroeconómico en la tasa de inversión y su incidencia en la tendencia del desarrollo; en la intensidad del valor agregado generado en las exportaciones y su interrelación con el resto del PIB; en la innovación; en el desarrollo de las pequeñas y medianas empresas, y en la formalidad o precariedad del mercado laboral. El estilo de hacer políticas macroeconómicas tiene una significativa incidencia en todas estas variables, y ha tenido un efecto determinante en el muy modesto crecimiento de 3,2% anual del PIB regional entre 1990 y 2008.<sup>1</sup>

Por consiguiente, cautelando los avances registrados en el control de la inflación y la disciplina fiscal, se precisa avanzar hacia la generación de un entorno macroeconómico más “amigable” con los diversos agentes que generan el PIB. En la sección II se sintetizan los logros y fracasos mostrados por el conjunto de los países de América Latina desde 1990. Conviene reiterar que se trata de variables en las que han predominado efectos relativamente comunes en la mayoría de la población, a pesar de las manifiestas diferencias existentes entre países. Se destacan los éxitos con respecto a control de la inflación, disciplina fiscal y dinamismo exportador. Luego se expone cómo, en paralelo, el crecimiento económico ha sido deficiente y muy reducida la formación de capital. En la sección III se documenta la intensa inestabilidad de la demanda agregada y el tipo de cambio que han enfrentado los diversos agentes y

su relación, en este período histórico, con recurrentes perturbaciones (*shocks*) externas en los flujos de capitales financieros y, más recientemente, también con los términos de intercambio.

En la sección IV se examinan las características de los flujos financieros y se plantea por qué estos suelen ser intrínsecamente procíclicos en economías emergentes. En la sección V se examinan los efectos de la inestabilidad mencionada, sobre todo la generación de brechas recesivas entre producto potencial o frontera productiva y el PIB efectivo. Luego, se analiza cómo esas brechas afectan negativamente al balance de las empresas, sus expectativas y el empleo. Se constata que la inestabilidad de la actividad económica se ha localizado mayoritariamente, en estos años, en la subutilización de la capacidad productiva para el mercado interno. Esta es la parte del PIB más dependiente de la macroeconomía nacional, objeto de este artículo. Enseguida se examinan las consecuencias dinámicas de las frecuentes coyunturas recesivas, que se expresan en caídas de las tasas de inversión productiva y deterioro del empleo.

En la sección VI se presentan lecciones de política para un enfoque de macroeconomía para el desarrollo —a fin de transitar desde el “financierismo” hacia el “productivismo”— dirigida a contribuir más eficazmente al crecimiento con equidad. Se focaliza en las políticas fiscal, monetaria, cambiaria, financiera nacional y de la cuenta de capitales. En la sección VII se entregan las conclusiones.

## II

### Reformas económicas profundas con crecimiento mediocre desde los años noventa<sup>1</sup>

Durante la gestación del llamado Consenso de Washington la inflación revestía extrema gravedad en varios países de la región. En consecuencia, los reformadores de los años noventa dieron prioridad al combate a la inflación y la imposición de disciplina fiscal. Como ingrediente de ello se procuró aislar a la gestión monetaria de presiones de los gobiernos con presupuestos deficitarios. Esto involucró

la tendencia a que los bancos centrales pasaran a operar las políticas monetaria y cambiaria, independientemente de las otras áreas de política macroeconómica y que su conducta se restringiera al control de la inflación como objetivo “primario, si no exclusivo” (Blanchard, Dell’Ariccia y Mauro, 2010, pág. 3).

Hacia mediados de la década de 1990 se había dominado la inflación: desde 1997 la tasa anual se situó en un dígito. Naturalmente, el control de la inflación se vinculó a mejoras sustantivas de los balances fiscales y su financiamiento. Con estos dos importantes logros, y la eliminación de intervenciones públicas en los

<sup>1</sup> En Ffrench-Davis (2005) se efectúa un examen de las reformas y de sus efectos. Véase, también, BID (1997); Banco Mundial (1997); CEPAL (1998, 2000); Williamson (2003); Banco Mundial (2005), ahora en una interesante reacción autocrítica; Rodrik (2006); Ocampo (2008).

mercados de la región, el enfoque de moda confiaba en que el crecimiento económico surgiera espontáneamente (véase Banco Mundial, 1997; BID, 1997; Fischer, 1993). Un lugar estratégico para el impulso del desarrollo, en paralelo con los logros macroeconómicos, se le otorgaba a las intensas liberalizaciones de las importaciones (como estímulo principal para las exportaciones), del mercado financiero interno y de la cuenta de capitales.

Es evidente que, con distintas variantes e intensidades, la mayoría de los países de América Latina satisficieron esos requisitos del equilibrio macroeconómico neoliberal en la línea del Consenso de Washington. Incluso el desempeño del volumen de las exportaciones fue satisfactorio, pues crecía vigorosamente a una tasa un tercio mayor que la del comercio mundial.

Sin embargo, los resultados en términos de crecimiento económico y equidad han sido magros. Como se observa en el cuadro 1, el crecimiento anual del PIB (que incluye producción de exportables y no exportables) promedió apenas un 3,2% entre 1990 y 2008, esto es, una tasa notablemente menor que la alcanzada por Asia oriental y similar a la de los Estados Unidos (cuyo ingreso per cápita cuadruplica el de la región). En estos promedios se incluye la recuperación alcanzada en el

auge posterior a 2003; en el quinquenio 2004-2008 el aumento del PIB promedió un 5,4%, cifra inédita desde los años setenta. Como el auge se detuvo bruscamente en 2009, registrándose deterioros de la producción efectiva y del empleo a causa de la crisis global, este recuento se detiene en el año 2008 a objeto de centrar la evaluación y sus antecedentes cuantitativos en los aspectos más estructurales.<sup>2</sup>

Los antecedentes sobre variabilidad del PIB y de los efectos negativos que ello provoca evidencian que la macroeconomía focalizada en los dos pilares mencionados —inflación baja y disciplina fiscal— resultó insatisfactoria desde la perspectiva de la estabilidad de la economía real, que es donde se genera el PIB. En efecto, en lo que respecta a los equilibrios macroeconómicos se observan intensas fluctuaciones de la tasa de expansión del PIB. Estas fluctuaciones, que afectaron a la gran mayoría de los latinoamericanos, no responden a cambios abruptos estructurales o en la microeconomía, sino a sustanciales variaciones de la demanda agregada y del tipo de cambio (que afecta

<sup>2</sup> Para mantener el modesto promedio de 3,2% desde 1990, hacia 2012 sería necesario acumular un crecimiento del PIB de 15% en el trienio 2010-2012.

CUADRO 1

**América Latina (19 países): tasas de crecimiento del PIB, 1971-2009**  
(En porcentajes promedios anuales)

	1971-1980	1981-1989	1990-1997	1998-2003	2004-2008	1990-2008	2009
Argentina	2,8	-1,0	5,0	-1,3	8,4	4,0	0,9
Brasil	8,6	2,3	2,0	1,5	4,7	2,6	-0,2
Chile	2,5	2,8	7,0	2,7	4,9	5,4	-1,5
Colombia	5,4	3,7	3,9	1,1	5,5	3,6	0,8
México	6,5	1,4	3,1	2,9	3,5	3,1	-6,5
Perú	3,9	-0,7	3,9	2,0	7,6	4,4	0,9
Uruguay	2,7	0,4	3,9	-2,1	8,3	3,2	2,9
Venezuela (Rep. Bol. de)	1,8	-0,3	3,8	-2,7	10,3	3,5	-3,3
<b>América Latina (19)</b>							
PIB total	5,6	1,3	3,3	1,4	5,4	3,2	-1,9
PIB por trabajador	1,7	-1,5	0,6	-1,1	3,0	0,6	-3,8
<b>PIB per cápita</b>							
América Latina (19 países)	3,0	-0,8	1,5	-0,2	4,0	1,7	-2,9
Asia (6)	4,9	5,0	5,6	2,0	3,5	3,9	-1,0
Estados Unidos	2,2	2,4	1,6	2,1	1,4	1,7	-3,3
Mundo	1,9	1,4	1,2	1,3	2,2	1,5	-3,2

Fuente: elaboración sobre la base de datos de la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), el Banco Mundial y el Fondo Monetario Internacional (FMI). Las cifras para 2009 son provisionales.

Nota: Asia (6) comprende a Corea, Filipinas, Indonesia, Malasia, Tailandia y la provincia china de Taiwán, esta última excepto en 1971-1980.

PIB: producto interno bruto.

a su composición) y de las expectativas o humores de los actores económicos. Todas estas son variables macroeconómicas.

Las variables más determinantes de estos cambios macroeconómicos, que han generado brechas recesivas entre el PIB potencial y el efectivo en gran parte del período 1990-2009, han sido las variaciones cíclicas en los flujos de capitales desde y hacia el exterior.<sup>3</sup>

El crecimiento tan modesto implica que la brecha del PIB por habitante entre los países de la región y los países desarrollados se mantenga marcadamente elevada. En los antecedentes disponibles para el año 2008 se aprecia que el PIB per cápita de América Latina representaba apenas el 27% del nivel alcanzado por los

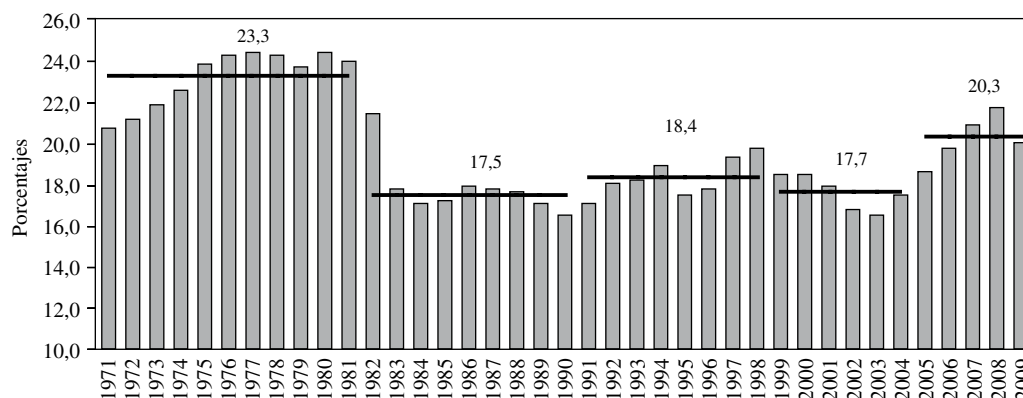
habitantes del Grupo de los Siete (G-7) y un 23% del de los Estados Unidos. A su vez, la notoria brecha social subsiste, pues la razón entre el quinto y el primer decil de los países latinoamericanos casi triplica la del G-7 (34 veces versus 12).

El grado de dinamismo del PIB depende de una serie de factores, siendo muy determinante la tasa de inversión. El gasto en equipos y maquinaria, construcciones comerciales y residenciales e infraestructura —que constituyen la formación bruta de capital fijo (FBCF)— se relaciona estrechamente con el entorno macroeconómico que enfrentan y prevén los inversionistas productivos. Aquí se constata que la tasa de formación de capital ha sido notoriamente baja (véase el gráfico 1); baja con respecto a la registrada en otras economías emergentes exitosas y en relación con lo alcanzado por la región en los años setenta. En el lapso 1990-2008, la tasa de FBCF se situó en un 18,5% del PIB en comparación con el 23,3% logrado en los años setenta.

<sup>3</sup> La inestabilidad macroeconómica resultante no solo es recesiva y depresiva del crecimiento, sino también tiene un definido sesgo regresivo (CEPAL, 2010; Ffrench-Davis, 2010b).

GRÁFICO 1

**América Latina: formación bruta de capital fijo, 1971-2009**  
(En porcentajes del PIB)



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

Nota: Las cifras para 2009 son preliminares. Las cifras sobre las líneas horizontales representan los promedios anuales de los respectivos períodos.

PIB: producto interno bruto.

### III

## Estabilidad del nivel de precios e inestabilidad de la economía real

El desempeño de los países latinoamericanos ha sido impulsado por un entorno macroeconómico en que los principales actores —empresarios, trabajadores, inversionistas y Estado— enfrentaron fluctuaciones considerables en la demanda agregada (o interna), la actividad económica y los precios macroeconómicos (CEPAL, 2000, cap. 6; CEPAL, 2010, cap. II; Ffrench-Davis, 2005, caps. I y II). El gráfico 2, donde se muestra que la demanda agregada se ha comportado como una “montaña rusa”, es elocuente al respecto.

En estos dos decenios de reformas del Consenso de Washington, la macroeconomía ha sido un factor determinante del desempeño volátil e insatisfactorio de la producción regional. Se puede observar que las fluctuaciones de la demanda son seguidas rápidamente por fluctuaciones en el PIB; por definición, esto involucra fluctuaciones en la tasa de utilización del capital y trabajo disponibles. En efecto, si la economía estuviese en equilibrio macroeconómico, lo que implica ausencia de una “brecha recesiva” sustantiva entre el PIB potencial

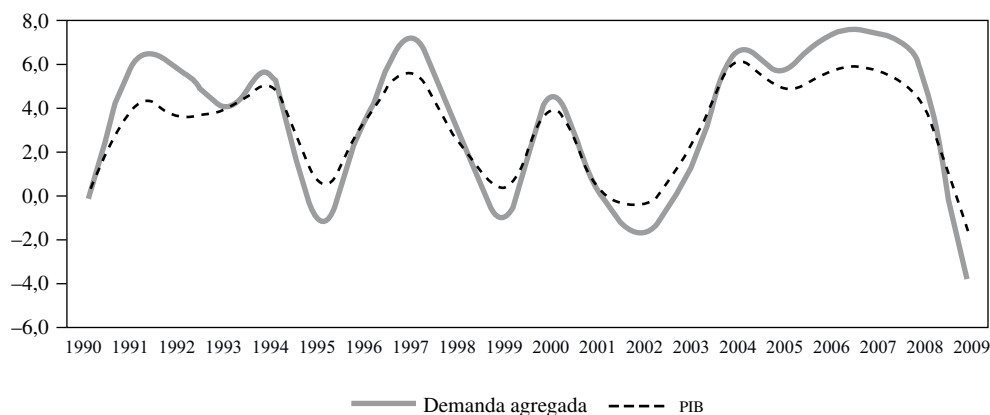
(PIB\*) y el PIB efectivo (PIBE),<sup>4</sup> alzas fuertes y persistentes de la demanda interna —tales, por ejemplo, como las registradas durante los períodos 1990-1994, 1996-1997, y 2004-2007— habrían sido seguidas de una evolución relativamente constante de la tendencia del PIB y por rebrotes de la inflación, deterioro del balance externo similar al de mayor variación de la demanda agregada, o ambos, lo que en general no ha sucedido; en cambio, han entrañado alzas del PIBE, lo que es posible “exclusivamente” si hay una brecha entre ambos PIB.

La conclusión, de grandes implicancias, es que rutinariamente desde los años ochenta la región ha estado operando significativamente por debajo de la frontera productiva, con altibajos que la acercan y alejan del PIB potencial, pero sin estacionarse en él. A su vez, cuando

<sup>4</sup> Esta definición de recesión o brecha del producto difiere de la usada modalmente (dos trimestres seguidos de caída del PIB). La definición modal parece relevante en economías con pequeñas fluctuaciones de la actividad, pero no en los países de América Latina.

GRÁFICO 2

**América Latina (19 países): demanda agregada y PIB, 1990-2009**  
(En tasas de variación anual)



Fuente: R. Ffrench-Davis, *Reformas para América Latina después del fundamentalismo neoliberal*, Buenos Aires, Siglo XXI Editores/CEPAL, 2005 y actualizaciones en Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), *La hora de la igualdad: brechas por cerrar, caminos por abrir* (LC/G.2432(SES.33/3), Santiago de Chile, mayo de 2010, gráfico II.5, para 19 países.

PIB: producto interno bruto

se ha aproximado al PIB\*, usualmente lo ha hecho con elevados déficits externos influidos por tipos de cambio excesivamente apreciados. Ello constituye un grave desequilibrio macroeconómico.

Mientras que antes de los años noventa, las fluctuaciones de la demanda agregada respondieron con frecuencia a déficits fiscales financiados con emisión monetaria, de manera general se puede afirmar que las fluctuaciones recientes han sido generadas, principalmente, por perturbaciones externas de la cuenta de capitales y de los términos de intercambio. En el gráfico 3 se presenta un índice de perturbaciones (*shocks*) externas sufridas por la región, incluidas las fluctuaciones de los términos de intercambio y de los flujos de capitales netos (la transferencia neta de recursos) y su relación con la evolución de la demanda agregada.

Es un antecedente muy relevante que, en muchos países, las fluctuaciones en el exceso de gasto sobre la producción (esto es, el déficit externo) se han concentrado en proporción sustantiva en el sector privado.<sup>5</sup>

<sup>5</sup> El inicio del tránsito hacia el desequilibrio no se ha originado en la economía nacional, sino que ha solido ser ocasionado por una perturbación financiera externa positiva. La combinación de crecientes

En efecto, dado que las cuentas fiscales se han tornado más estables y balanceadas, se puede concluir que la inestabilidad de la demanda agregada y del balance externo se focaliza, principalmente, en el sector privado, como lo documenta Marfán (2005). Esto no implica que la política fiscal haya sido plenamente equilibrada, eficiente o funcional para el desarrollo y el combate a la desigualdad; significa simplemente que las fluctuaciones procíclicas del balance externo se ubicaron más en el sector privado que en el fisco.

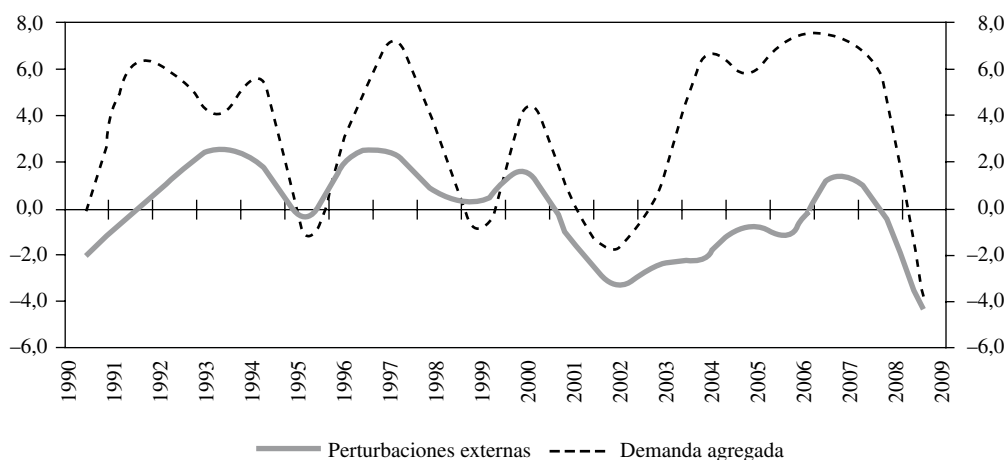
En general, este comportamiento ha respondido a las señales resultantes de la combinación de una gran oferta de financiamiento externo y políticas macroeconómicas internas permisivas, procíclicas (Kaminsky, Reinhart y Vegh, 2004; Ocampo, 2007), a menudo elogiadas por los mercados financieros y por las agencias calificadoras de riesgo.

déficits externos con acumulación de reservas internacionales durante los auges es una prueba de ello. Luego de la perturbación externa inicial, el flujo suele volverse endógeno a través de políticas monetarias y cambiarias internas procíclicas. El examen de diversos episodios nacionales refuerza estas conclusiones para el conjunto de la región. Véase Ffrench-Davis (2005), cap. VI.

GRÁFICO 3

**América Latina (19 países): perturbaciones externas y crecimiento de la demanda agregada, 1990-2009**

(En porcentajes del PIB, tasas anuales de variación)



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

Notas: Las perturbaciones externas o *shocks* externos representan la transferencia neta de recursos provenientes del exterior más el efecto de la relación de intercambio, ambos medidos como porcentajes del producto interno bruto (PIB). La transferencia neta de recursos comprende el flujo neto de capitales (incluye errores y omisiones), más el balance neto de rentas de factores, más el balance neto de transferencias corrientes, excluidas las remesas de migrantes.

Un proceso similar al registrado en los períodos 1990-1994 y 1996-1997 se repitió en el lapso 2004-2008, con un auge ahora fundamentalmente liderado por el mejoramiento de los términos de intercambio. Una parte sustancial de esta mejora implicó una mayor recaudación de ingresos públicos, lo que se reflejó en la reducción de sus pasivos y, a veces, en el establecimiento de fondos de estabilización, con un creciente superávit fiscal primario entre 2003 y 2007 (CEPAL, 2009a y 2010, cap. II). La intensidad de la mejora de los términos de intercambio implicó que entonces la región mostrase un significativo superávit en la cuenta corriente. Ahora la región se encontraba en mejor posición que en los dos ciclos anteriores, gracias a la acumulación de recursos propios y pasivos menos elevados. En consecuencia, cuando el balance externo se revirtió abruptamente en 2008-2009 con la crisis internacional, muchos gobiernos de la región pudieron ejecutar políticas contracíclicas para mitigar los efectos recesivos y regresivos del contagio de la crisis financiera global (CEPAL, 2009a). En paralelo con su repercusión en la demanda agregada, cada uno de los ciclos expansivos de oferta de financiamiento externo tendió a generar un proceso de apreciación cambiaria en la mayoría de los países de América Latina. Las expectativas de una persistente apreciación estimularon a los agentes financieros que operaban dentro de los horizontes de apreciación esperada de las monedas locales, a canalizar fondos adicionales hacia la región.<sup>6</sup> La experiencia

---

<sup>6</sup> Si la apreciación se percibe como persistente, este proceso tendería a desalentar la inversión en la producción de rubros transables

en los países latinoamericanos ha sido que el tipo de cambio real (TCR), un macroprecio fundamental para las decisiones de producción y gasto en productos transables, ha mostrado un comportamiento extremadamente procíclico. Su evolución ha estado intensamente correlacionada con los movimientos cíclicos de flujos de capitales financieros (CEPAL, 2010, gráfico II.8). De manera habitual, cada auge de la oferta de fondos ha conducido a fuertes revaluaciones cambiarias, que reiteradamente han resultado desequilibrantes para la cuenta corriente (*to overshoot*). La combinación de cuenta de capitales abierta, elevados pasivos líquidos y expectativas de depreciación ha conducido, al ser constatadas esas vulnerabilidades por los mercados, a una abundante salida de flujos de capital, que habitualmente ha sido abrupta y acompañada de traumáticas devaluaciones.

Una importante conclusión para el diseño de políticas es que una estrategia de desarrollo que requiere del éxito exportador no puede confiar la determinación del tipo de cambio al comportamiento “cortoplacista” de algunos agentes financieros; optar por ese enfoque revela un grave grado de inconsistencia de las políticas.

---

intensivos en insumos nacionales. Por lo tanto, es muy relevante observar qué pasa con los tipos de cambio durante la etapa expansiva o *boom*. Entonces es cuando suelen generarse los desequilibrios externos y los descalces de monedas y madurez.



## IV

### Flujos financieros intrínsecamente procíclicos

Un rasgo sobresaliente de las recientes crisis macroeconómicas en Asia oriental y en América Latina es que han afectado a economías que estaban clasificadas como “exitosas” por los agentes e instituciones financieras internacionales y las agencias calificadoras de riesgo.<sup>7</sup> A consecuencia de ello, las economías emergentes han sido “premiadas” con abundantes flujos de capitales privados y márgenes (*spreads*) descendentes, en paralelo con la acumulación de crecientes volúmenes de pasivos externos.

Entonces los países latinoamericanos han transitado hacia zonas de vulnerabilidad: una combinación variada de crecientes pasivos externos con una elevada cuota de liquidez; un auge crediticio interno; desajustes en vencimientos y en monedas; un déficit externo significativo; una tasa de cambio apreciada; altos coeficientes precio/utilidad en el mercado bursátil; precios elevados de los bienes raíces de lujo, además de bajos coeficientes de inversión productiva. Al mismo tiempo, los agentes especializados en los segmentos financieros de corto plazo adquirieron una voz dominante en la generación de las expectativas macroeconómicas.

Existe una literatura sumamente relevante sobre fuentes de inestabilidad financiera: las asimetrías de información entre acreedores y deudores y la falta de asimilación adecuada de las externalidades negativas que genera cada agente (a través de una creciente vulnerabilidad) cimientan los ciclos de abundancia y escasez de financiamiento externo (Krugman, 2000; Rodrik, 1998; Stiglitz, 2000; Harberger, 1985). Como han enfatizado Heymann (2000) y Ocampo (2007), las finanzas tratan sobre el futuro y evidentemente la “información” concreta acerca de este no se encuentra disponible. La tendencia a equiparar opiniones y expectativas con “información” contribuye a una conducta de rebaño y a equilibrios múltiples. De hecho, se registran episodios de un notorio contagio, primero de excesivo optimismo y luego de excesivo pesimismo en las crisis financieras experimentadas durante las últimas tres décadas, desequilibrios apoyados con frecuencia por la agencias calificadoras de riesgo (Reisen, 2003).

<sup>7</sup> Véanse análisis complementarios en Fanelli (2003); Frenkel (2003), y Reisen (2003).

Un evidente contagio de exceso de optimismo entre los acreedores suele catalogarse como “apetito” por el riesgo de los agentes seguidores de los “líderes”, pero lo que prevalece es ignorancia o subestimación de los riesgos subyacentes.<sup>8</sup> A su vez, como se expone enseguida, los “líderes” suelen tener “certezas” de ganancias de capital más que mayor apetito por el riesgo. Con respecto a los deudores, en períodos de exceso de optimismo la evidencia es que la mayoría de ellos no se endeudan previendo no cumplir y esperando ser rescatados o beneficiados con una moratoria. Al contrario, las expectativas de grandes beneficios tienden a prevalecer, como por ejemplo, expectativas de apreciación cambiaria. Asimismo, los deudores también son víctimas del síndrome de euforia financiera durante los auges.

Más allá de estos factores, hay dos rasgos adicionales de los acreedores que son de crucial importancia. Uno es la naturaleza particular de los agentes líderes que actúan desde la oferta. Existen asimetrías naturales en el comportamiento y los objetivos de los distintos agentes económicos. Los agentes orientados a los mercados financieros son especialistas en inversión líquida, operan dentro de horizontes estrechos y por ello son sumamente sensibles a cambios en las variables que afectan a las ganancias de corto plazo.

La segunda característica es la difusión gradual de la información, entre los agentes susceptibles de engrosar la oferta, sobre las oportunidades de inversión en las economías emergentes. En efecto, agentes de los diferentes segmentos de los mercados financieros son gradualmente atraídos a nuevos mercados internacionales, a medida que se enteran de oportunidades rentables ofrecidas por las economías emergentes hasta entonces olvidadas o desconocidas para ellos. Esto explica, desde la oferta, por qué los flujos de capital hacia los países de América Latina —en los períodos 1977-1981, 1991-1994, 1995-1997 y 2004-2007— han sido procesos crecientes que han perdurado por varios años, en lugar de involucrar cambios abruptos consistentes en un salto de la oferta.

<sup>8</sup> Calvo y Mendoza (2000) examinan cómo la globalización puede promover el contagio al desincentivar la recolección de información, fortaleciendo incentivos para imitar el portafolio del mercado. Esto introduce una nueva asimetría de información entre “líderes” del mercado y “seguidores”.

El proceso ha sido retroalimentado por la existencia de capacidad instalada (PIB potencial) subutilizada en el inicio de cada uno de esos procesos, que durante el auge vuelve a utilizarse gradualmente, lo que autoridades, mercados y algunos economistas suelen interpretar erróneamente como persistentes aumentos estructurales de la productividad total de factores (mayor PTF).<sup>9</sup> Todo ello se refuerza por sí solo para que algunas variables —la bolsa de valores, el tipo de cambio, las evaluaciones de riesgo y los precios de bienes raíces— puedan moverse en una determinada dirección, primero recuperándose y luego pasándose de largo, alejándose así de los equilibrios sostenibles por lapsos prolongados, ofreciendo a los agentes económicos “certezas” de evolución en una dirección única de los mercados financieros y estimulando flujos de capitales que persiguen ganancias de capital (*rent-seeking flows*).

En este sentido, cabe destacar la significación —para el diseño de políticas públicas— de la distinción entre dos tipos diferentes de volatilidad de los flujos de capitales financieros. Entre altibajos de corto plazo o aleatorios (*random walk*) y la inestabilidad de mediano plazo. Esta última involucra que variables como el tipo de cambio y los precios de las acciones y de activos inmobiliarios puedan moverse, persistentemente, en una determinada dirección, proveyendo al mercado de las mencionadas certezas erróneas de movimientos en una dirección única de los precios de activos y rentabilidades. Ello estimula flujos continuados adicionales, que en algún momento van deteriorando crecientemente los fundamentos macroeconómicos, pero que todavía ofrecen sucesivas ganancias de corto plazo. Naturalmente, estos agentes se especializan en buscar ganancias de capital en vez de ganancias por productividad, hasta que los precios de activos y el tipo de cambio real (TCR) alcanzan niveles evidentemente desalineados (*outliers*). Entonces alguien da la voz de alarma y se produce la estampida con reversión de los flujos y un marcado y costoso sesgo procíclico. A diferencia de la inversión en capital fijo, que tiene mucha o alguna irreversibilidad, estos capitales financieros son plenamente reversibles.

La sensibilidad de los acreedores ante noticias negativas se incrementará notablemente en algún momento —es probable que en forma abrupta— cuando el país se encuentre posicionado en las “zonas de vulnerabilidad”. Entonces los acreedores tomarán nota de: i) el

nivel de sus activos en aquel mercado; ii) el grado de dependencia de flujos netos adicionales requerido por ese mercado, lo que se vincula al déficit en cuenta corriente; iii) la magnitud del atraso cambiario; iv) la altura de los coeficientes precio de las acciones/utilidades, y v) el volumen de pasivos líquidos y de corto plazo del país. Por lo tanto, no resulta sorprendente que, a medida que se penetra en esas zonas de vulnerabilidad, crezca abruptamente la probabilidad de que las expectativas se reviertan.

Mientras más prolongada y profunda sea la incursión de una economía en las zonas de vulnerabilidad, mayores serán la probabilidad de crisis y la gravedad de sus efectos. Ello 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 son variables cruciales. La explicación estriba, en pleno ámbito de la heterogeneidad estructural, en la diversa capacidad de acción y reacción de los agentes típicos en los diversos mercados nacionales.

En resumidas cuentas, la interacción entre dos factores —la naturaleza de los agentes y un proceso de ajuste— explica la dinámica de los flujos de capital en el tiempo: el por qué los proveedores siguen proveyendo fondos aun cuando se estén deteriorando los fundamentos macroeconómicos reales.

Por consiguiente, tanto la acumulación de activos en el extranjero por parte de proveedores financieros hasta bien avanzada esa etapa expansiva del ciclo, como la súbita reversión posterior de los flujos pueden ser consideradas respuestas “racionales” de los agentes individuales dado el corto plazo de sus horizontes. Ello es así porque a estos inversionistas no les es relevante si los fundamentos reales están siendo mejorados o empeorados mientras ellos continúan invirtiendo atraídos por ganancias esperadas en el corto plazo. Lo que sí les importa es que los indicadores cruciales desde su punto de vista —precios de bienes raíces, bonos y acciones y tipo de cambio— puedan seguir proveyéndoles ganancias a corto plazo y, obviamente, que la liquidez de los mercados les permita, si es necesario, revertir a tiempo sus decisiones. Así, continuarán suministrando flujos netos hasta que emerjan expectativas de una inminente reversión.

Cabe reiterar que, para los operadores financieros, las variables de mayor pertinencia no se relacionan con los fundamentos de largo plazo de la economía nacional, sino con su rentabilidad de corto plazo. Esto explica por

<sup>9</sup> Una distinción sistemática entre PIB potencial y PIB efectivo permite evitar esa interpretación errónea y constituye un componente esencial para una política macroeconómica orientada al desarrollo.

qué su opinión sobre un determinado país puede cambiar radical y repentinamente, a pesar de que, salvo la liquidez en moneda extranjera, los fundamentos económicos de ese país permanezcan inalterados durante la transición de los financistas desde un optimismo exagerado a un pesimismo exagerado.

Naturalmente, cuando los mercados deudores se han ajustado “suficientemente” hacia abajo surge el proceso opuesto, que puede ser sustentado durante algunos años, como en los períodos 1991-1994 y 1995-1997, y probablemente luego de la crisis global de 2008-2009. En conclusión, los agentes económicos especializados en la colocación de fondos financieros, que pueden ser muy eficientes en su campo, pero que operan con horizontes de planeación cortos— “por formación y por las recompensas a que están afectos”—, han sido determinantes en la evolución de la coyuntura macroeconómica e influido decisivamente en el diseño de las políticas en los países de América Latina. Esto implica el predominio de una actitud “financierista” sobre un enfoque “productivista”, lo que entra en conflicto con el doble objetivo de crecer con equidad que requiere mejorar los incentivos para aumentar la productividad, más que privilegiar la búsqueda de rentas financieras (*financial-rent seeking*) o ganancias de capital. Para lograr crecer con equidad, de manera sostenible, resulta necesario volver a equili-

brar las prioridades y las voces de los diversos actores económicos y sociales.

La heterogeneidad mostrada por la cuenta de capitales en la reciente era de globalización financiera hace imprescindible distinguir entre el comportamiento y los efectos de sus diversos componentes. La inversión extranjera nueva y los créditos de largo plazo vinculados a las importaciones de bienes de capital presentan relativa estabilidad en el ciclo y están indisolublemente ligados a la inversión productiva. En contraste, los flujos financieros han mostrado gran volatilidad procíclica y, debido a su misma “fluctuabilidad”, han tenido una escasa asignación a la financiación de la FBCF (Uthoff y Titelman, 1998); estos flujos suelen dirigirse a la compra de activos previamente existentes y al consumo, generando burbujas y desplazando (*crowding-out*) al ahorro nacional. De hecho, frecuentemente, en lugar de estabilizar la macroeconomía la han desestabilizado y no han contribuido a la formación de capital productivo.<sup>10</sup>

<sup>10</sup> Planteamientos contrapuestos en dos textos importantes publicados por el Fondo Monetario Internacional aparecen en Prasad y otros (2003) y Singh (2006).

## V

### Efectos de la inestabilidad de la macroeconomía real: sesgo recesivo y depresor del crecimiento<sup>11</sup>

La inestabilidad de la macroeconomía real tiene efectos recesivos y regresivos. Ello se relaciona con la inflexibilidad de precios, la presencia de mercados de factores incompletos y la profunda heterogeneidad estructural de las economías de la región. Las consecuencias, a través del ciclo, son variadas. Una, la más estándar en la literatura económica aunque subestimada en estos años de moda neoliberal, es una mayor disparidad entre oferta y demanda agregada, con la consiguiente recurrente

brecha entre la capacidad productiva potencial y el uso de ella, en particular en las etapas de freno (*stop*) que siguen a las etapas de arranque (*go*). En algunos sectores la demanda se ve frenada por el pleno uso de la capacidad y en otros es marcadamente deficiente. En un contexto de intermitencia (*stop-and-go*) la demanda global inestable significa, inevitablemente, un uso neto promedio más bajo que la capacidad productiva y una productividad real efectiva inferior, en comparación con una situación de proximidad estable a la frontera productiva. Por supuesto, a mayor inestabilidad corresponderá una mayor brecha recesiva del producto y un mercado laboral más deteriorado, con mayor informalidad (CEPAL, 2010, cap. V).

<sup>11</sup> En un texto para la Organización Internacional del Trabajo (OIT) se examinan los efectos también regresivos de esta inestabilidad (Ffrench-Davis, 2010b).

## 1. Inestabilidad ante mercados con heterogeneidad estructural

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 a la diversa capacidad de acción y reacción de los agentes típicos en distintos segmentos de los mercados (como por ejemplo, grandes y pequeños empresarios; trabajadores de elevada y reducida calificación; inversionistas productivos o generadores de PIB e inversionistas financieros o compradores de activos existentes; inversionistas productivos y consumidores), y en las asimetrías entre sus respectivas respuestas ante la inestabilidad de la actividad económica y los macroprecios. En períodos de auge (en contraposición con una tendencia relativamente estable de la actividad económica), la remoción de las restricciones de liquidez para los consumidores tiende a manifestarse más rápidamente que para los inversionistas productivos, dada la debilidad de los segmentos de largo plazo de los mercados de capital. De igual forma, los consumidores pueden reaccionar antes que los inversionistas productivos, dado que estos últimos necesitan identificar, diseñar y desarrollar nuevos proyectos, lo que constituye un proceso demorado. Más aún, dada la irreversibilidad de la inversión, las expectativas favorables tienen que ser percibidas, por parte de los inversionistas de largo plazo, como sostenibles antes de que inicien nuevos procesos de inversión.

Es evidente que la frontera productiva establece un límite para la recuperación del PIB efectivo; solo por plazos breves el nivel de PIB efectivo puede superar al del PIB potencial. En cambio, en los contextos recesivos, el PIB efectivo puede estar muy por debajo del PIB potencial durante períodos prolongados. Por lo tanto, la inestabilidad real es intrínsecamente asimétrica e implica inevitablemente, en promedio, una subutilización de la productividad potencial y una menor producción efectiva. En efecto, la recuperación incrementa el flujo de producción actual hasta la máxima utilización de la capacidad existente, pero no se puede recuperar la producción que no se generó en el pasado. Mientras subsista la brecha recesiva entre ambos niveles, también subsistirán los efectos depresivos en la inversión productiva, el mercado laboral y la situación de las pequeñas y medianas empresas y sectores informales.

En consecuencia, la magnitud de la brecha entre demanda efectiva y frontera productiva tiene efectos estáticos y dinámicos importantes. Primero, afecta a la

productividad observada (la PTF efectiva) y la rentabilidad de los proyectos llevados a cabo. Segundo, tasas más altas de utilización del capital suelen implicar que el nivel promedio del empleo sea superior y que la fuerza laboral se combine con un acervo (*stock*) más elevado de capital físico en uso. El aumento consiguiente de la productividad observada significa que el bienestar de los trabajadores y los inversionistas (salarios y utilidades) puede mejorar inmediatamente, en virtud del mayor índice promedio de utilización de la capacidad. A su vez, también se elevarán los ingresos fiscales. Lo habitual es que la pobreza disminuya en esas situaciones y se eleve la probabilidad de que la distribución del ingreso mejore en la coyuntura reactivadora. El signo del efecto 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 “endogeneizador” del crecimiento, el segundo suele ser reversible y acotado (Bourguignon y Walton, 2007).

## 2. Brechas recesivas y dinámica de la formación de capital

En la dimensión dinámica el grado de estabilidad tiene varios efectos en la construcción del futuro. Los índices de utilización más altos y el consiguiente aumento de la productividad efectiva promedio (en la econometría convencional aparecería como un aumento de la PTF) tenderán a estimular la inversión en nueva capacidad. El efecto dinámico en la tasa de inversión será mucho más significativo si se generan expectativas sólidas entre los actores económicos respecto de que las políticas públicas mantendrán a la demanda efectiva cerca de la frontera de producción, y si además las autoridades emprenden reformas para completar los mercados de capitales de largo plazo y mejorar la capacitación de la fuerza laboral y la innovación productiva.

En el gráfico 4 se advierte la estrecha relación que ha existido entre la brecha recesiva y la tasa de inversión en capital fijo en América Latina. Ello refleja uno de los principales efectos dinámicos, negativos, de la subutilización de los factores productivos. Esta relación responde a diversos factores (Ffrench-Davis, 2005, cap. II; Aizenman y Marion, 1999): i) una capacidad ociosa elevada desincentiva invertir en nuevos activos productivos; ii) un entorno volátil de la actividad económica y del tipo de cambio disuade la inversión irreversible; iii) la subutilización implica menores utilidades y escasez de fondos propios, lo que también suele coincidir con 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 a la calidad de la evaluación de los proyectos; v) el desaliento de la adquisición de nuevos equipos y maquinarias dificulta la innovación tecnológica que se vincula a ellos, y vi) las intensas fluctuaciones recesivas tienden a deprimir los ingresos públicos, induciendo recortes en la inversión pública complementaria de la privada (Easterly y Servén, 2003).

También en el gráfico 4 se evidencia la importancia de la continuidad de los procesos de reactivación y de la sostenibilidad de los equilibrios que se registren al eliminar progresivamente la brecha recesiva. Se observa que cuando la reactivación económica ha sido más prolongada, la tasa de inversión ha alcanzado niveles mayores en una escalada creciente. El bienio 2007-2008, con las tasas más altas desde los años setenta, tuvo lugar después de la recuperación continuada iniciada en 2003; enseguida, con el contagio de la crisis, la tasa perdió dos de los puntos porcentuales que había ganado hacia 2008.

El caso de Chile es ilustrativo del efecto del entorno macroeconómico en la inversión. Después de presentar

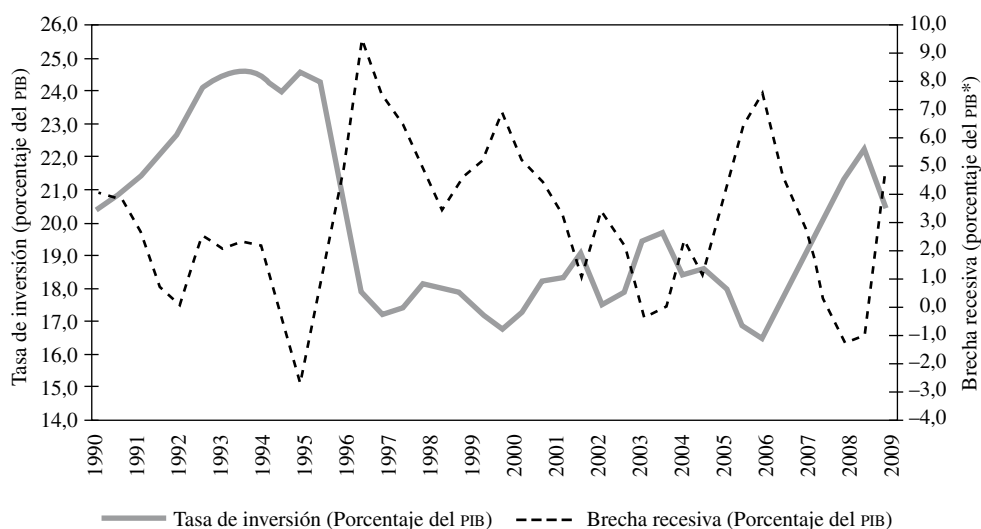
una tasa que promediaba cerca del 15% del PIB en los años setenta y ochenta —y luego de un ajuste recesivo en 1990—, la tasa mostró una prolongada reactivación hasta 1998, elevándose alrededor de 8 puntos (Ffrench-Davis, 2008a). La persistencia del proceso es clave para estimular efectivamente a los inversionistas a inmovilizar sus fondos y crédito durante los largos plazos que involucra la actividad productiva.

Paradójicamente, la tasa de formación de capital ha fluctuado en función de los ciclos económicos mucho más intensamente que en respuesta a las reformas micro y mesoeconómicas realizadas en la región para elevar la productividad y reducir la heterogeneidad estructural. Ante una macroeconomía que se comporta bien lo determinante de la evolución de la tasa de inversión serían las reformas micro y mesoeconómicas.

Por consiguiente, existe una clara conexión entre la volatilidad real y el crecimiento económico a largo plazo, que opera a través de sus efectos en el volumen de inversión en capital fijo. En efecto, la formación de capital funciona como una variable principal de la evolución del PIB potencial, que arrastra consigo

GRÁFICO 4

#### América Latina (9 países): brecha recesiva y tasa de inversión bruta, 1990-2009



Fuente: R. Ffrench-Davis, *Reformas para América Latina después del fundamentalismo neoliberal*, Buenos Aires, Siglo XXI Editores/CEPAL, 2005 y actualizaciones en Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), *La hora de la igualdad: brechas por cerrar, caminos por abrir* (LC/G.2432(SES.33/3), Santiago de Chile, mayo de 2010, gráfico II.9, basado en datos de la CEPAL y A. Hofman y H. Tapia, "Potential output in Latin America: a standard approach for the 1950-2000 period", *serie Estudios estadísticos y prospectivos*, N° 25 (LC/L.2042-P), Santiago de Chile, Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), 2003. Publicación de las Naciones Unidas, N° de venta: E.03.II.G.205.

Notas: Incluye a Argentina, Estado Plurinacional de Bolivia, Brasil, Chile, Colombia, Costa Rica, México, Perú y República Bolivariana de Venezuela. El coeficiente de inversión mide la razón entre la formación bruta de capital fijo y el PIB efectivo. La brecha recesiva del producto mide la diferencia entre el producto interno bruto (PIB) efectivo y el potencial (PIB\*), como porcentaje de este último.

al empleo y la PTF (Ffrench-Davis, 2005, gráfs. II.1 y II.2; De Long y Summers, 1991). La deficiente experiencia de la región, en contraste con la de países de Asia, se vincula —más allá de las imprescindibles políticas de desarrollo productivo— con las fallas macroeconómicas y con la naturaleza de las reformas del mercado de capitales del Consenso de Washington (véase la sección VI).

### 3. Inestabilidad de un macroprecio crucial: el tipo de cambio

En la sección III se constató la inestabilidad cambiaria que ha sido liderada por los flujos financieros. Esta inestabilidad del tipo de cambio real (TCR) ha sido perjudicial para la evolución de las exportaciones, su diversificación y grado de integración en las economías nacionales (Agosin, 2007). Tasas tan fluctuantes no reflejan con certeza niveles de “equilibrio sostenible” tan cambiantes; los niveles de “equilibrio sostenible” responden a la evolución de las productividades relativas entre los países latinoamericanos y sus socios comerciales (y a un nivel de ingresos netos de capitales en volúmenes sostenibles y absorbibles eficientemente). Estas variables “estructurales” no suelen experimentar cambios abruptos, sino graduales en el tiempo. En consecuencia, la evolución tan cambiante del TCR de muchos países generalmente ha reflejado tasas desalineadas provocadas por flujos de capitales procíclicos.

Los reiterados ciclos de apreciación cambiaria, en especial luego de la significativa liberalización de las importaciones que se realizó en la región (CEPAL, 1998, cap. V), hicieron que en cada uno de los auges la recuperación de la demanda agregada, tanto de los individuos como de las empresas, fuera crecientemente intensiva en importaciones. Junto con el bienvenido incremento de las importaciones de bienes de capital, se han registrado intensos aumentos del resto de las importaciones, muchas de ellas competitivas con la tasa de ahorro y con la producción de pymes locales; así, no solo el nivel y calidad de las exportaciones han sido perjudicados, sino también los sectores productivos que compiten con las importaciones.

### 4. Competitividad sistémica y macroeconomía real

Es muy relevante para el análisis examinar en qué parte de la economía se localizan las fluctuaciones de actividad. Por ejemplo, entre los períodos 1990-1997 y 1998-2003 el 90% del ajuste en el crecimiento del PIB de la región (caída de 1,9 puntos en la tasa media de crecimiento) se concentró en la producción para el mercado interno, esto es, el PIB que no se exporta (Ffrench-Davis, 2005, cap. V; CEPAL, 2010, cap. II). Ello refleja dos hechos, uno micro y otro macro. El micro revela la dificultad de reasignar, recurrentemente, recursos desde la producción de bienes no transables hacia la de bienes exportables y sustitutos de importaciones y viceversa. En los países de la región las políticas reasignadoras se han debilitado con las liberalizaciones y los cambios en la institucionalidad comercial internacional (CEPAL, 1998; Rodrik, 2008). En consecuencia, el instrumento disponible —esto es, el tipo de cambio— adquiere una notable mayor relevancia. Renunciar a regularlo, como implica dejarlo flotar libremente sin la intervención de la autoridad económica, resulta muy contradictorio con una estrategia de desarrollo liderada por las exportaciones.

El segundo punto es de alcance macroeconómico. Aquella parte del PIB que no se exporta (cerca de cuatro quintas partes de este) 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 (Ffrench-Davis, 2005, cap. IV).<sup>12</sup> En ello se aprecia nuevamente la deficiencia de la calidad de la política macroeconómica en los países de América Latina, donde su manejo ha sido muy procíclico, multiplicando, en vez de moderar, la transmisión de las perturbaciones externas comerciales y financieras. Los progresos registrados durante los años recientes son aún muy insuficientes.

<sup>12</sup> Un crecimiento vigoroso implica que el PIB no exportado también se expanda rápidamente. De hecho, eso es lo que se ha registrado en las economías emergentes con un modelo exportador exitoso en desarrollo productivo: por ejemplo, en la República de Corea, por varias décadas, y en Chile entre 1990 y 1998, cuando la producción no exportada creció anualmente del orden de 6,5% (Ffrench-Davis, 2008a, cuadro VII.6). En América Latina, en cambio, el producto no exportado aumentó apenas un 2,7% (CEPAL, 2010, cuadro II.2).

# VI

## Macroeconomía para el desarrollo: desde el “financierismo” al “productivismo”

Una liberalización prematura, indiscriminada y mal secuenciada de la cuenta de capitales y de los mercados financieros nacionales se ha erigido en una fuente de costosas perturbaciones desestabilizadoras. Los elevados costos generados por los ciclos económicos en los países latinoamericanos se hallan relacionados, como se ha documentado, con las estrechas conexiones establecidas entre los mercados financieros internos y segmentos procíclicos de los mercados financieros internacionales. Tal como se ha efectuado la liberalización, se ha registrado un gran auge del ahorro financiero sin un aumento del ahorro nacional, con una tasa de formación bruta de capital fijo (FBCF) muy baja e intensas fluctuaciones de la actividad económica y el empleo. La causa central es un mercado financiero excesivamente dominado por agentes especializados en el corto plazo y no en la inversión productiva. En consecuencia, una baja proporción de los ingresos de capitales ha financiado inversión productiva; esa deficiencia es agravada por el hecho de que su volatilidad ha dado lugar a crisis financieras y cambiarias cuyos efectos recesivos han desalentado la formación de capital de empresas nacionales y el empleo.

Un conjunto coherente de políticas contracíclicas —fiscales, monetarias, cambiarias, del mercado financiero interno y de la cuenta de capitales— resulta esencial para lograr que el entorno macroeconómico permita utilizar plenamente el PIB potencial y estimule la generación de nueva capacidad.<sup>13</sup> Para su concreción, ese entorno amigable con el desarrollo debe ser acompañado de esfuerzos para “completar” los mercados de capitales, de trabajo e innovación.

En economías muy vulnerables a las perturbaciones externas, descansar únicamente en un determinado instrumento de política en los procesos de ajuste puede implicar resultados macroeconómicos deficientes, en comparación con una aplicación balanceada de las diversas políticas macroeconómicas. Distribuir el ajuste entre las diversas políticas suele involucrar resultados macroeconómicos superiores, en términos de macroprecios

más alineados con niveles sostenibles y un PIB efectivo persistentemente más cercano a su nivel potencial.

Los flujos volátiles, procíclicos, son parte de los fondos externos que comprenden ahorro foráneo requerido como complemento del ahorro nacional para financiar un sustantivo incremento en la tasa de inversión. Por lo tanto, no tiene validez una opción de “todo o nada”. En consecuencia, un objetivo fundamental de las políticas macroeconómicas —así como de las reformas del mercado financiero nacional— debiera consistir en cómo aprovechar, para el desarrollo productivo nacional, los beneficios potenciales del ahorro externo, al tiempo que se mitiga la intensidad de los ciclos de la cuenta de capitales y sus efectos desfavorables en las variables económicas y sociales nacionales.

### 1. La política fiscal

La crisis financiera internacional ha puesto de manifiesto la importancia central de la política fiscal como herramienta de estabilización macroeconómica (Krugman, 2009; Griffith-Jones, Ocampo y Stiglitz, 2009; Blanchard, Dell’Ariccia y Mauro, 2010). Como parte del paquete de políticas contracíclicas, el concepto de balance fiscal estructural constituye un componente sobresaliente. El rasgo esencial es la medición del presupuesto a través del ciclo económico, estimando cuál sería el nivel del gasto público consistente con el ingreso público tendencial o de pleno empleo de la capacidad productiva. Ello permite mayor eficiencia del gasto al estabilizarlo e independizarlo de las fluctuaciones cíclicas del ingreso fiscal, y mitigar o eliminar el sesgo procíclico de una política focalizada en el equilibrio anual del balance fiscal. En varios países de la región se ha estado avanzando en una programación presupuestaria que trasciende los estrechos márgenes anuales. Un caso destacado es el de Chile (Ffrench-Davis, 2010a).

Forma parte de un enfoque de esta naturaleza la constitución de fondos de estabilización de los ingresos fiscales provenientes de exportaciones cuyos precios se caracterizan por su inestabilidad. Estos fondos pueden contribuir a estabilizar los gastos fiscales normales, agregar financiamiento para situaciones críticas como

<sup>13</sup> En CEPAL (2010, cap. II) se examinan las diversas políticas macroeconómicas. En Ffrench-Davis (2008b) se desarrolla un análisis más extenso.

la de 2009, y estabilizar además el mercado cambiario regulando la oferta de divisas. Para ello, es esencial nuevamente mantener una estrecha coordinación entre la autoridad fiscal y la cambiaria, que habitualmente están radicadas en instituciones diferentes (Martner y Tromben, 2004).

## 2. La política monetaria

Empero, aunque se logre perfeccionar el papel contracíclico de la política fiscal, normalmente resultará insuficiente. En los países de la región, es decisivo el hecho de que el gasto fiscal representa una fracción nítidamente minoritaria —alrededor de un quinto— de la demanda agregada. Poco se logra con una activa política fiscal a través del ciclo si las otras políticas, que influyen con mucha fuerza en el gasto privado, son dependientes de flujos volátiles y de opiniones de agentes financieros procíclicos.

La política monetaria, junto con la autonomía lograda respecto del financiamiento del balance fiscal, ha sido determinante de la notoria reducción registrada en las tasas de inflación. Pero la estabilización del nivel de precios puede ir aparejada de marcadas variaciones de brechas entre el PIB potencial y el efectivo (Blanchard, Dell'Ariccia y Mauro, 2010), como ha ocurrido con gran intensidad. Un punto determinante de la política monetaria es la ponderación que se le asigne a cada variable de alcance macroeconómico en el desempeño del banco central y, asimismo, la ya mencionada coordinación con el resto de las autoridades económicas. En una región donde mayoritariamente se han logrado tasas anuales de inflación de un dígito, la falta de consideración de otros objetivos de la macroeconomía por parte de los bancos centrales ha perdido la justificación que pudo adquirir en contextos pretéritos de irresponsabilidad fiscal y elevadas tasas de inflación. El mediocre resultado registrado en crecimiento, empleo y formación de capital se relaciona con el vacío al que estos han sido lanzados por políticas focalizadas en metas de inflación, sin considerar suficientemente los efectos en esas otras áreas directamente tan cruciales para el desarrollo.

Para que la política monetaria sea efectivamente contracíclica y contribuya al desarrollo, debe considerar explícitamente sus repercusiones en las otras variables macroeconómicas —tales como nivel de actividad económica, brecha recesiva, equilibrio externo y empleo—, optimizando un balance sostenible entre diferentes objetivos y su coordinación ineludible con la política fiscal en vez de maximizar la reducción de la inflación. Una variable macroeconómica que ha entrañado un

grave conflicto con la política antiinflacionaria ha sido la evolución del tipo de cambio real. Con frecuencia, el logro de las metas de inflación se facilitó gracias a revaluaciones cambiarias desequilibradoras.

## 3. La política cambiaria

El tipo de cambio es una variable macroeconómica esencial para la sostenibilidad de los equilibrios macroeconómicos y la asignación de recursos. Los enfoques convencionales, en que las únicas opciones cambiarias son una tasa nominal fija o una totalmente libre, asumen que el mercado determinará, de manera benigna, un tipo de cambio real (TCR) de equilibrio sostenible. Formalmente, en varios países de la región se adoptó un régimen de tipo de cambio libre. Pese a que en diversas oportunidades los bancos centrales han intervenido para moderar fluctuaciones, el TCR ha respondido con gran intensidad a variaciones de la balanza de pagos más que a la cuenta corriente.

Aunque el predominio del régimen de tipo de cambio libre evitó crisis cambiarias características de los de tipo de cambio fijo, en muchos países de la región su cotización pasó a ser extremadamente sensible a cambios procíclicos en la oferta de fondos externos. De este modo, se incurrió en una contradicción profunda, con graves consecuencias negativas para la asignación de recursos y, en especial, para su acumulación. En efecto, con las reformas liberalizadoras de las importaciones se procuraba un papel protagónico de los rubros transables, implicando que el tipo de cambio adquiriría un papel determinante de la competitividad internacional (Williamson, 2000; Agosin, 2007; Rodrik, 2008; Eichengreen, 2008). Paradójicamente, las autoridades adoptaron una política que condujo a una tasa de cambio volátil, dominada por operadores financieros de corto plazo.

Evidentemente, ello distorsiona la evaluación de proyectos para la asignación de recursos, promueve la inversión especulativa por sobre la productiva, desplaza artificialmente la producción nacional de transables importables (muchos producidos por pymes) y desalienta la generación de valor agregado a las exportaciones de recursos naturales tradicionales.

Esta grave falla de la política cambiaria es un pesado lastre para una estrategia de desarrollo liderada por las exportaciones, especialmente las no tradicionales y con mayor valor agregado que transmiten externalidades e interactúan con las pymes. El manejo de la política cambiaria es un componente esencial del conjunto de variables requeridas para ese logro.



Los regímenes intermedios, de flexibilidad administrada del tipo de cambio —tales como diversas variantes de bandas móviles, flotación sucia o ambas—, representan un intento pragmático serio de corregir esa contradicción (Williamson, 2000). En las visiones neoliberales se suele afirmar que cualquier intervención cambiaria involucra ir contra “el mercado”, y que eso siempre resulta fallido. Sin embargo, de lo que se trata en el enfoque alternativo que propugnamos, es lograr que las fuerzas reales del mercado—productores de exportables e importadores y productores de importables, que son los actores relevantes del intercambio comercial 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 y no el mercado de los operadores de corto plazo y captadores de rentas (*rent-seekers*), en lugar de los generadores de innovación y mayor productividad. Para ello es fundamental la intervención coherente y selectiva de la autoridad económica, la que naturalmente no está libre de fallas. Siempre se precisa comparar el riesgo de errar en la acción versus la alta probabilidad de errar con un tipo de cambio libre, en un entorno de voluminosos flujos de fondos procíclicos.

En síntesis, para ser consistentes con una estrategia de desarrollo en que la producción de bienes y servicios transables internacionalmente (*tradables*) tenga un papel central se requiere una profunda corrección de la política cambiaria. Ello también contribuiría al logro de una competitividad sistémica, esto es, al desarrollo de una capacidad productiva para los mercados externo e interno. En este último se localiza la gran mayoría de los trabajadores y de las empresas. Esta mayor competitividad sistémica contribuye a reducir la heterogeneidad estructural interna, lo que generaría condiciones más igualitarias en lo laboral y entre la gama de empresarios de diversos tamaños.

#### 4. Profundización del mercado de capitales para financiar el desarrollo

Como se ha destacado en este artículo, el mercado de capitales provoca notables repercusiones en los equilibrios macroeconómicos, el empleo y la formación de capital. Ello se vincula a dos rasgos de las economías de la región. Por una parte, un rasgo sobresaliente es la “incompletitud” de los mercados de capitales, con segmentos débiles o inexistentes. La incidencia, distributiva y asignadora de recursos, de las fallas del mercado de capitales se ve agravada por la pronunciada heterogeneidad estructural existente entre los diversos

agentes económicos, con perjuicio para las pymes, los trabajadores por cuenta propia, la innovación y agentes con escaso patrimonio. La heterogeneidad en el acceso al financiamiento refuerza las desigualdades en capacidades productivas e inserción en mercados ampliados, en un círculo vicioso que condena a las unidades productivas de menor capital a la vulnerabilidad y a la dificultad para crecer.

La estrecha relación con los mercados financieros internacionales más volátiles, registrada en los decenios recientes, ha acentuado la gravedad de esas deficiencias y contribuido a explicar la escasa inversión productiva y la precariedad mostrada por los mercados laborales. De hecho, ha incidido en una “profundización” de la inestabilidad.

##### a) *Del Consenso de Washington (cw) al financiamiento innovador del desarrollo*

En cuanto a las tasas de interés y plazos, han prevalecido elevados costos financieros. En lugar de “mercados profundos” para el financiamiento de la inversión, como esperaba el enfoque neoliberal, han resultado mercados profundamente segmentados y focalizados en exceso en el corto plazo (Stallings y Studart, 2005). Las reformas del mercado interno de capitales del cw provocaron el debilitamiento de la banca de desarrollo y del segmento de largo plazo. Por consiguiente, dichas reformas no se han caracterizado por concordar con las recomendaciones emanadas del Consenso de Monterrey (Naciones Unidas, 2007), con que se perseguía incrementar el nivel de los recursos destinados al desarrollo económico y social, e imprimir un efectivo carácter incluyente y contracíclico al funcionamiento de los mercados de capitales.

Ciertamente, antes de las reformas del cw, los sistemas financieros nacionales eran bastante imperfectos e insuficientes, no obstante lo cual en los años setenta financiaban una tasa de inversión mayor que la registrada con las reformas neoliberales y sostenían un crecimiento del PIB sustancialmente superior (véanse el cuadro 1 y el gráfico 1). Ignorar esas dos realidades y su contraste es de extrema gravedad.

En consecuencia, la reorganización del sistema financiero nacional debe apuntar a canalizar recursos hacia el ahorro y la inversión productiva, que es generadora de empleos sostenibles. Se necesita una institucionalidad que comprenda un vigoroso segmento de largo plazo para la intermediación del ahorro destinado a la financiación de la inversión productiva, y regulaciones prudenciales y contracíclicas. Esta institucionalidad debe incluir un papel activo de la banca pública y privada de desarrollo (CEPAL, 2010).

En economías emergentes como las de los países latinoamericanos, la reforma de los mercados internos se torna extremadamente difícil ante una cuenta de capitales abierta en forma indiscriminada. Una regulación contracíclica de la cuenta de capitales, efectiva y eficiente, emerge como una condición imprescindible para avanzar hacia una macroeconomía para el desarrollo, con espacio para la política monetaria y sostenibilidad cambiaria (Ffrench-Davis, 2005, caps. II y V; Ocampo, 2008). La regulación de los flujos de capitales permite abrir espacio, en forma simultánea, tanto a políticas cambiarias como monetarias, coherentes y contracíclicas.

La extrema apertura financiera al exterior, como la desarrollada desde los años noventa, implica integrarse a los segmentos más especulativos de los mercados financieros internacionales. En consecuencia, el segmento de mayor dinamismo del mercado de capitales ha sido el de gran actividad financiera con flujos de corto plazo desde y hacia el exterior, caracterizado no solo por su volatilidad procíclica, sino también por su escasa conexión con la inversión productiva.

Las regulaciones de las cuentas de capitales más volátiles pueden funcionar como un instrumento macroeconómico contracíclico, actuando sobre la fuente directa de los ciclos de auge y contracción. Ellas mitigan las presiones cambiarias apreciadoras y posibilitan la adopción de políticas monetarias contractivas en los períodos de euforia financiera. A su vez, es muy relevante que la aplicación previa de regulaciones durante el auge permite posteriormente, en las coyunturas recesivas, abrir espacio para políticas monetarias y fiscales expansivas en episodios como la crisis global.

Al mismo tiempo, la regulación contracíclica de los ingresos y egresos de fondos de la cuenta de capitales provee espacio para una reorganización del sistema financiero local que apunte a canalizar recursos hacia la inversión productiva, con un sesgo inclusivo, contribuyendo a reducir la heterogeneidad estructural entre diferentes sectores productivos y sociales.

#### b) *Experiencias nacionales contracíclicas*

En general, las experiencias de uso de restricciones sobre las entradas de capitales de corto plazo o líquidas revelan su utilidad para hacer espacio a políticas macroeconómicas contracíclicas, contribuyendo así al crecimiento y el empleo (Ocampo, 2008; Stiglitz, 2000; Williamson, 2003). Estas restricciones se orientan a generar un entorno macroeconómico más estable durante el auge y minimizar los costosos ajustes recesivos durante las caídas desde posiciones de desequilibrio por sobrecalentamiento o desequilibrio externo.

La exitosa experiencia de Chile en el primer quinquenio de los años noventa es una prueba contundente de la eficacia de un caso de regulación contracíclica. Chile, recién retornado a un régimen democrático, enfrentó una oferta de financiamiento externo (en relación con su PIB) mayor que la de otras naciones de América Latina, debido a su mejor desempeño económico, su menor dimensión económica y su estabilidad política. Esa oferta de fondos fue percibida por las autoridades como un exceso desequilibrador para su macroeconomía (particularmente, de la demanda agregada y su consistencia con el PIB potencial y un balance externo sostenible) y su estrategia exportadora.

Por consiguiente, se reguló el monto de ingreso de capitales y su composición, encareciendo el flujo de fondos de corto plazo, ya fuesen crediticios o bursátiles. Para ello se aplicó un encaje no remunerado, depositado en el Banco Central; el encaje consistió en una proporción del flujo bruto que era retenido en el banco central por un determinado plazo, siendo la proporción y el plazo variables según la intensidad de la oferta de fondos externos. El encaje, al regular la composición y monto de ingresos, proporcionó espacio efectivo para aplicar, simultáneamente, activas políticas monetaria y cambiaria contracíclicas (Magud y Reinhart, 2006). Ellas le permitieron a Chile mantener una demanda agregada consistente con su capacidad productiva y un tipo de cambio sostenible. Esos equilibrios condujeron a un significativo incremento de la tasa de inversión y del ritmo de crecimiento del PIB potencial y efectivo, con el PIB promediando un crecimiento anual superior al 7%. En el segundo quinquenio de los años noventa, Chile se incorporó a la política más de moda y dejó que se debilitara el poder regulador del encaje hasta liberar la cuenta de capitales en 2001 (Ffrench-Davis, 2008a, cap. IX; Le Fort y Lehmann, 2003). De esta forma cayó en el contagio de la crisis asiática en 1999 y sufrió una merma del crecimiento del PIB del 7,1% entre 1990 y 1998 al 3,8% en el período 1999-2008.

La región ha tenido muchas y variadas experiencias de regulación de la cuenta de capitales. Controles al egreso de capitales, junto con déficits fiscales elevados y tipos de cambio claramente apreciados suelen resultar muy ineficientes y desestabilizadores. Con la regulación de la cuenta de capitales aquí propuesta, se procura lograr equilibrios sostenibles de la macroeconomía real, que es lo opuesto a pretender perpetuar desequilibrios. En pos de esos equilibrios, en la región se han estado haciendo recientemente interesantes intentos de regulación, sobre todo para evitar apreciaciones excesivas del tipo de cambio. Cabe mencionar los

casos de la Argentina, el Brasil, Colombia y el Perú (CEPAL, 2009b).

En otras regiones existen muchas experiencias positivas, recientes o vigentes, de regulación de la cuenta de capitales. En economías como la de la República de Corea se mantuvieron estrictos controles de capitales durante su notable crecimiento económico por un tercio de siglo. Luego de las liberalizaciones efectuadas a los ingresos de capitales a inicios de los años noventa, que desembocaron en su crisis de 1998, esta nación ha mantenido controles sobre egresos de fondos por residentes (Mahani, Shin y Wang, 2005). Por otra parte, controles más tradicionales, como los aplicados en China y en la India (por ejemplo, prohibiciones sobre endeudamiento financiero de corto plazo, cuotas sobre inversiones bursátiles y controles a las salidas de capitales), han

resultado muy efectivos para el objetivo macroeconómico de reducir más drásticamente la conexión de la economía interna con la volatilidad de los mercados internacionales (Ocampo, 2008). Ambas naciones han resistido con éxito la actual crisis y sus controles han hecho viable la realización del notable programa de reactivación en operación.

En resumen, la urgente reforma de las reformas del *cw* debe priorizar la relación del sistema financiero —tanto del mercado financiero nacional como de la cuenta de capitales— con el proceso de inversión interna y la economía interna más que con los mercados financieros externos de corto plazo; asimismo, debe contribuir a una mayor estabilidad de la demanda interna y de macroprecios como el tipo de cambio.

## VII

### Un recuento del gran desafío macroeconómico

Estos planteamientos se exponen en momentos en que el mundo parece haberse librado de una depresión que muchos analistas temían pudiera haber sido similar a la de los años treinta. Ello no ocurrió, ni debido a buena fortuna ni a autocorrección de los mercados, sino gracias a acciones públicas deliberadas dirigidas a corregir el entorno macroeconómico mundial. La corrección involucró operar contra el paradigma predominante de Estado pasivo y neutralidad de las políticas económicas. La respuesta de las principales economías del mundo ha sido una vigorosa política fiscal contracíclica. Evitado el colapso, afortunadamente para la gran mayoría de la población mundial, corresponde superar la situación aún recesiva y completar un conjunto de correcciones, tanto en la institucionalidad mundial como en cada uno de nuestros países.

En este artículo se ha documentado cómo el tipo de enfoque macroeconómico incide decisivamente en la estabilidad y velocidad del crecimiento, e influye en el grado de equidad que se estructura en los mercados

nacionales. El sistema financiero nacional debe desempeñar un papel imprescindible como captador y distribuidor del ahorro hacia la inversión. A su vez, el capital foráneo puede jugar un valioso papel de complemento del ahorro nacional; para ello son cruciales la composición y estabilidad de los flujos. La liberalización financiera indiscriminada se mostró ineficiente en el logro del desarrollo productivo, la estabilidad macroeconómica real y los objetivos de reducir la desigualdad. La crisis global, ejemplo de los riesgos del “financiero” desregulado, ha abierto espacio para políticas más pragmáticas, de regulación contracíclica de la cuenta de capitales en los países de la región.

La manera como se aborde la reforma de los mercados de capitales nacionales y la conexión con los mercados de capitales financieros internacionales representa un desafío crucial para lograr, sostenidamente, una macroeconomía conducente al desarrollo económico y social.

## Bibliografía

- Agosin, M. (2007), "Trade and growth: why Asia grows faster than Latin America", *Economic Growth with Equity: Challenges for Latin America*, R. Ffrench-Davis y J.L. Machinea (comps.), Nueva York, Palgrave Macmillan.
- Aizenman, J. y N. Marion (1999), "Volatility and investment: interpreting evidence from developing countries", *Economica*, vol. 66, N° 262, Londres, London School of Economics and Political Science.
- Akerlof, G. (2007), "The missing motivation in macroeconomics", *American Economic Review*, vol. 97, N° 1, Nashville, Tennessee, American Economic Association, marzo.
- Banco Mundial (2005), *Economic Growth in the 1990s: Learning from a Decade of Reform*, Washington, D.C.
- \_\_\_\_\_ (1997), *The Long March: a Reform Agenda for Latin America and the Caribbean in the Next Decade*, Washington, D.C.
- BID (Banco Interamericano de Desarrollo) (1997), *América Latina tras una década de reformas. Progreso económico y social en América Latina, Informe 1997*, Washington, D.C.
- Blanchard, O., G. Dell'Ariccia y P. Mauro (2010), "Rethinking macroeconomic policy", *IMF Staff Position Note*, SPN/10/03, Washington, D.C., Fondo Monetario Internacional, febrero.
- Bourguignon, F. y M. Walton (2007), "Is greater equity necessary for higher long-term growth in Latin America?", *Economic Growth with Equity: Challenges for Latin America*, R. Ffrench-Davis y J.L. Machinea (comps.), Nueva York, Palgrave Macmillan.
- Calvo, G. y E. Mendoza (2000), "Rational contagion and the globalization of securities markets", *Journal of International Economics*, vol. 51, N° 1, Amsterdam, Elsevier.
- CEPAL (Comisión Económica para América Latina y el Caribe) (2010), *La hora de la igualdad: brechas por cerrar, caminos por abrir* (LC/G.2432(SES.33/3)), Santiago de Chile, mayo.
- \_\_\_\_\_ (2009a), *Estudio económico de América Latina y el Caribe 2008-2009* (LC/G.2410-P), Santiago de Chile, julio. Publicación de las Naciones Unidas, N° de venta: S.09.II.G.2.
- \_\_\_\_\_ (2009b), *Balance preliminar de las economías de América Latina y el Caribe 2009* (LC/G.2424-P), Santiago de Chile. Publicación de las Naciones Unidas, N° de venta: S.09.II.G.149.
- \_\_\_\_\_ (2000), *Equidad, desarrollo y ciudadanía* (LC/G.2071/Rev.1-P), Santiago de Chile. Publicación de las Naciones Unidas, N° de venta: S.00.II.G.81.
- \_\_\_\_\_ (1998), *América Latina y el Caribe: políticas para mejorar la inserción en la economía mundial*, Santiago de Chile, CEPAL/Fondo de Cultura Económica.
- De Long, J.B. y L. Summers (1991), "Equipment investment and economic growth", *Quarterly Journal of Economics*, vol. 106, N° 2, Cambridge, Massachusetts, The MIT Press.
- Dodd, R. y S. Griffith-Jones (2007), "Report on derivatives markets: stabilizing or speculative impact on Chile and a comparison with Brazil" (LC/W.134), Santiago de Chile, Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL).
- Easterly, W. y L. Servén (2003), *The Limits of Stabilization: Infrastructure, Public Deficits and Growth in Latin America*, Stanford, California, Stanford University Press.
- Eichengreen, B. (2008), "The real exchange rate and economic growth", *Working Paper* N° 4, Washington, D.C., Commission on Growth and Development.
- Fanelli, J.M. (2003), "Micro-macro interactions, competitiveness and sustainability", *Development Economics and Structuralist Macroeconomics*, A. Dutt y J. Ros (comps.), Aldershot, Edward Elgar.
- Ffrench-Davis, R. (2010a), "Latin America: the structural fiscal balance policy in Chile", *Journal of Globalization and Development*, N° 1, Berkeley Electronic Press.
- \_\_\_\_\_ (2010b), *Macroeconomía para el empleo decente en América Latina y el Caribe*, Santiago de Chile, Organización Internacional del Trabajo.
- \_\_\_\_\_ (2008a), *Chile entre el neoliberalismo y el crecimiento con equidad: reformas y políticas desde 1973*, Santiago de Chile, J.C. Sáez Editor.
- \_\_\_\_\_ (2008b), "From financieristic to real macroeconomics: seeking development convergence in EEs", *Working Paper*, N° 44, Washington, D.C., Commission on Growth and Development.
- \_\_\_\_\_ (2005), *Reformas para América Latina: después del fundamentalismo neoliberal*, Buenos Aires, Siglo XXI Editores/CEPAL.
- Fischer, S. (1993), "The role of macroeconomic factors in growth", *Journal of Monetary Economics*, vol. 32, N° 3, Amsterdam, Elsevier.
- Frenkel, R. (2003), "Globalización y crisis financieras en América Latina", *Revista de la CEPAL*, N° 80 (LC/G.2204-P), Santiago de Chile, agosto.
- Griffith-Jones, S., J.A. Ocampo y J. Stiglitz (comps.) (2009), *Time for a Visible Hand: Lessons from the 2008 World Financial Crisis*, Nueva York, Oxford University Press.
- Harberger, A. (1985), "Observations on the Chilean economy, 1973-1983", *Economic Development and Cultural Change*, vol. 33, N° 3, Chicago, University of Chicago Press, abril.
- Heymann, D. (2000), "Grandes perturbaciones macroeconómicas, expectativas y respuestas de políticas", *Revista de la CEPAL*, N° 70 (LC/G.2095-P), Santiago de Chile, abril.
- Hofman, A. y H. Tapia (2003), "Potential output in Latin America: a standard approach for the 1950-2000 period", *serie Estudios estadísticos y prospectivos*, N° 25 (LC/L.2042-P), Santiago de Chile, Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL). Publicación de las Naciones Unidas, N° de venta: E.03.II.G.205.
- Kaminsky, G., C. Reinhart y C. Vegh (2004), "When it rains, it pours: pro-cyclical capital flows and macroeconomic policies", *NBER Working Paper*, N° 10780, Cambridge, Massachusetts, National Bureau of Economic Research, enero.
- Krugman, P. (2009), *The Return of Depression Economics and the Crisis of 2008*, Nueva York, W.W. Norton.
- \_\_\_\_\_ (2000), "Crises: the price of globalization?", *Proceedings*, Kansas, Federal Reserve Bank of Kansas City.
- Le Fort, G. y S. Lehmann (2003), "El encaje y la entrada neta de capitales: Chile en el decenio de 1990", *Revista de la CEPAL*, N° 81 (LC/G.2216-P), Santiago de Chile, diciembre.
- Magud, N. y C. Reinhart (2006), "Capital controls: an evaluation", *NBER Working Paper*, N° 11973, Cambridge, Massachusetts, National Bureau of Economic Research, enero.
- Mahani, Z., K. Shin y Y. Wang (2005), "Ajustes macroeconómicos y la economía real en Corea y Malasia: la respuesta a la crisis asiática", *Investigación económica*, vol. 64, N° 254, México, D.F., Universidad Nacional Autónoma de México, octubre-diciembre. Publicado también en R. Ffrench-Davis (comp.), *Seeking Growth under Financial Volatility*, Londres, Palgrave Macmillan/CEPAL, 2006.
- Marfán, M. (2005), "La eficacia de la política fiscal y los déficit privados: un enfoque macroeconómico", *Los desafíos del desarrollo en América Latina*, J.A. Ocampo (comp.), Bogotá, D.C., CEPAL/Alfaomega.
- Martner, R. y V. Tromben (2004), "Tax reforms and fiscal stabilization in Latin American countries", *serie Gestión pública*, N° 45 (LC/L.2145-P), Santiago de Chile, Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), junio. Publicación de las Naciones Unidas, N° de venta: E.04.II.G.73.
- Naciones Unidas (2007), *Informe del Secretario General. Seguimiento y aplicación de los resultados de la Conferencia Internacional*

- sobre la Financiación para el Desarrollo (A762/217), Nueva York, agosto.
- Ocampo, J.A. (2008), "A broad view of macroeconomic stability", *The Washington Consensus Reconsidered: Towards a New Global Governance*, N. Serra y J.E. Stiglitz (comps.), Nueva York, Oxford University Press.
- \_\_\_\_\_ (2007), "La macroeconomía de la bonanza económica latinoamericana", *Revista de la CEPAL*, N° 93 (LC/G.2347-P), Santiago de Chile, diciembre.
- Prasad, E., K. Rogoff y otros (2003), "Effects of financial globalization on developing countries: some empirical evidence", *IMF Occasional Paper*, N° 220, Washington, D.C., Fondo Monetario Internacional, septiembre.
- Reisen, H. (2003), "Ratings since the Asian crisis", *From Capital Surges to Drought*, R. Ffrench-Davis y S. Griffith-Jones (comps.), Londres, Palgrave Macmillan.
- Rodrik, D. (2008), "The real exchange rate and economic growth", *Brookings Papers on Economic Activity*, Washington, D.C., Brookings Institution Press.
- \_\_\_\_\_ (2006), "Goodbye Washington Consensus, Hello Washington Confusion? A review of the World Bank's *Economic Growth in the 1990s: Learning from a Decade of Reform*", *Journal of Economic Literature*, vol. 44, N° 4, Nashville, Tennessee, American Economic Association, diciembre.
- \_\_\_\_\_ (1998), "Who needs capital account convertibility?", *Should the IMF Pursue Capital Account Convertibility?*, P. Kenen (comp.), *Princeton Essays in International Finance*, N° 207, Princeton, Universidad de Princeton.
- Singh, A. (2006), "Macroeconomic volatility: the policy lessons from Latin America", *IMF Working Paper*, N° 166, Washington, D.C., Fondo Monetario Internacional, julio.
- Stallings, B. y R. Studart (2005), *Finance for Development: Latin America's Banks and Capital Markets after Liberalization*, Washington, D.C., Brookings Institution.
- Stiglitz, J. (2000), "Capital market liberalization, economic growth and instability", *World Development*, vol. 28, N° 6, Amsterdam, Elsevier, junio.
- Uthoff, A. y D. Titelman (1998), "La relación entre el ahorro externo y el ahorro nacional en contextos de liberalización financiera", *Flujos de capital e inversión productiva: lecciones para América Latina*, R. Ffrench-Davis y H. Reisen (comps.), Santiago de Chile, Comisión Económica para América Latina y el Caribe/Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos (CEPAL/OCDE).
- Williamson, J. (2003), "Overview: an agenda for restarting growth and reform", *After the Washington Consensus: Restarting Growth and Reform in Latin America*, P-P. Kuczynski y J. Williamson (comps.), Washington, D.C., Instituto de Economía Internacional.
- \_\_\_\_\_ (2000), *Exchange Rate Regimes for Emerging Markets: Reviving the Intermediate Option*, Washington, D.C., Instituto de Economía Internacional.
- Zahler, R. (2005), "Estabilidad macroeconómica e inversiones de los fondos de pensiones: El caso de Chile", *Crecimiento esquivo y volatilidad financiera*, R. Ffrench-Davis (comp.), Bogotá, D.C., Mayol Ediciones.