

¿QUÉ HA FALLADO EN LA MACROECONOMÍA Y FINANZAS SUDAMERICANAS DESDE 1997?

Ricardo Ffrench-Davis¹

INTRODUCCIÓN

La emergencia de la crisis global ha reforzado los planteamientos sobre el rol central que desempeña el estilo de hacer políticas macroeconómicas para lograr crecimiento con equidad en América Latina. La línea central de este artículo es que se precisa pasar del fuerte sesgo financierista y cortoplacista aun vigente a pesar de correcciones recientes, a un enfoque que prioriza explícitamente el desarrollo productivo sostenido y el impacto sobre la equidad; para ello se requiere un balance equilibrado entre objetivos, de manera que se logre una estabilidad funcional para el desarrollo.

La región efectuó intensas reformas en las dos décadas recientes, con una fe extrema en que el desarrollo resultaría naturalmente de los mercados liberalizados de trabas, regulaciones e intervenciones de los gobiernos. No obstante, en general, los resultados en cuanto a crecimiento económico y equidad han sido nítidamente deficientes. Este artículo está centrado en las experiencias macroeconómicas y financieras de 5 países sud-americanos (que representan sobre el 60% del PIB del conjunto de América Latina).

En la sección 1 se sintetizan los resultados exhibidos entre 1990 y 2010 por el conjunto de Argentina, Brasil, Chile, Colombia y Perú (SA5), comparándolo con el promedio del total de América Latina (AL.19). En la sección 2 se destacan rasgos comunes a la mayoría de los países en cuanto a las políticas macroeconómicas y los quiebres cíclicos que los diversos países experimentan. Se expone el desempeño en cuatro sub-períodos: la situación hacia 1997, el sexenio recesivo de 1998-2003, los años de recuperación sustantiva de 2004-08, y el contagio de la crisis global

¹ Julio de 2011. El autor agradece la colaboración de Felipe Labrín.

financiera en 2008-09 y la recuperación en 2010. La sección 3 contiene las interpretaciones de por qué el desempeño fue tan mediocre hasta 2008, con fuerte inestabilidad del entorno que enfrentan los productores del PIB, esto es, trabajadores, dueños del capital y emprendedores. La sección 4 concluye con algunas lecciones macroeconómicas y financieras que contribuyan al desarrollo económico.

1. ¿Cuán heterogéneo ha sido el desempeño de los países de la región?

En los decenios recientes se observa una creciente heterogeneidad entre los países de la región en diversos aspectos de su accionar económico y social. Sin embargo, en las reformas y políticas macroeconómicas, comerciales y financieras --en nuestra opinión--, hay rasgos muy determinantes de los resultados económicos, que son comunes a distintos países y le imprimen el sello negativo que hemos recontado para el conjunto de la región desde 1990. De hecho, la mayor parte de la población de la región experimentó la crisis de la deuda externa, la recuperación de los noventa, el sexenio recesivo con el contagio de crisis asiática, el auge de 2004-08, el contagio de la crisis global, y la recuperación iniciada alrededor del cuarto trimestre de 2009. Hemos planteado en diversas ocasiones (Ffrench-Davis, 2005; 2010), que ello responde a reformas y políticas económicas relativamente compartidas por diversos países, con resultados relativamente similares. Estos rasgos de las reformas y políticas son esencialmente comunes a los 5 países aquí considerados, cuyos efectos parecen imponerse a las múltiples variantes que son expuestas en detalle en Agosin y Mortecinos (2011), Carvalho y Pires de Souza (2010), Corso (2010), Damill, Frenkel y Simpson (2010 y 2011), Dancourt y Jiménez (2010).² ¿Es el predominio de los rasgos comunes de las políticas económicas y sus efectos algo inevitables, dada la actual globalización de mercados y normas o es una opción? Las principales excepciones las destacaremos a través del texto. Ellas demuestran que hay espacio para políticas alternativas, pero para su eficacia se requiere acciones persistentes, coordinadas y coherentes en el tiempo.

- a) Los cinco sudamericanos dentro de América Latina

² Estos trabajos están disponibles en <http://www.itf.org.ar>, sección Documentos técnicos.

Aquí comparamos el desempeño de los cinco países sudamericanos (SA5) con el promedio de los 19 PALs (AL19) habitualmente comprendidos en las estadísticas de la región. El cuadro 1 muestra la significación relativa de SA5 respecto a LA19. SA5 representa alrededor de 60% del PIB, FBK y exportaciones de AL19. Luego el cuadro 2 muestra los logros en la domesticación de la inflación de la región, particularmente notable en SA5. Aquí estaban localizados focos de hiperinflaciones notables como las de Argentina, Brasil y Perú en 1989 y 1990, con tasas anuales entre 2.000% y 7.000% en estos tres países. Con profundas reformas en los balances fiscales y su financiamiento, entre otras medidas, asistidas por apreciaciones cambiarias, rápidamente redujeron sus ritmos inflacionarios de una media de 2.000% a 7,8% en 1997.³

Cuadro 1
Sudamérica (5) y América Latina (19): Comparación de variables económicas principales, 2009

(millones de USD 2009, %)

	Sudamérica (5)	América Latina (19)
	(1)	(2)
PIB	2.429.793	3.935.690
Formación Bruta de Capital Fijo	454.424	773.590
Exportaciones de Bienes y Servicios	373.854	778.636
Inversión (%PIB)	18,7%	19,7%
Exportaciones (%PIB)	15,4%	19,8%

Fuente: CEPAL, cifras en dólares corrientes de 2009. Sudamérica (5) Incluye Argentina, Brasil, Chile, Colombia y Perú. Las cifras de AL(19) incluyen las exportaciones brutas de México y otros PALs sin corrección por la maquila. SA5 no tiene maquila propiamente tal.

³ Las apreciaciones fueron con frecuencia insostenibles, destacando la de Argentina y su explosión en 2002. Pero, recrudescimientos de la inflación, como en años recientes en Argentina, se sitúan en rangos notablemente moderados en comparación con los años setenta a inicios de los noventa. Ver Damill, Frenkel y Simpson (2011) para reestimaciones de la tasa de inflación argentina desde 2007.

Cuadro 2
Sudamérica (5): Inflación, 1989-2010

(var. porcentual c/r al año anterior)

	1989	1990	1997	2003	2007	2008	2009	2010
Argentina*	3079.3	2314.0	0.5	13.4	8.8	8.6	6.3	9.6
Brasil	2702.1	1600.0	6.9	14.7	3.6	5.7	4.9	4.8
Chile	17.0	26.0	6.1	2.8	4.4	8.7	1.5	1.3
Colombia	25.9	29.1	18.5	7.1	5.5	7.0	4.2	2.2
Perú	-	7478.8	8.5	2.3	1.8	5.8	2.9	1.5
Sudamérica (5)	2021.5	1913.1	7.8	11.8	4.4	6.4	4.6	4.5
América Latina (19)	1259.8	1222.8	13.3	11.4	5.4	8.3	5.7	5.5

Fuente: CEPAL, sobre la base de cifras oficiales de cada país. Sudamérica (5) corresponde al promedio anual ponderado por población de las tasas de variación del IPC de cada país. América Latina (19) replica la misma metodología para 19 países. *En el caso de Argentina, las cifras oficiales subestimarían la tasa de inflación desde 2007 en adelante (ver Damill, Frenkel y Simpson, 2011).

Los logros comunes de reducción de la inflación anual a un dígito y notoria mayor disciplina fiscal, compartida con LA19, no bastaron para alcanzar crecimiento sostenido del PIB. En efecto, el crecimiento de SA5 entre 1990 y 2008 promedió 3,2%, manteniéndose el promedio de los años iniciales de aplicación del CW. Por consiguiente, la mayor madurez del proceso no ha permitido mejorar el record mediocre en cuanto a crecimiento económico ni a estabilidad de la economía real. En términos comparativos internacionales, el cuadro 3 muestra que se ha logrado acotar levemente la gran distancia respecto del PIB p/c de los Estados Unidos, marchar a velocidad similar a la del promedio mundial, y hacerlo notablemente más lento que Asia Oriental (1,8% versus 2,7%), a pesar de que éstos sufrieron su crisis profunda en 1998.

Más aun, los resultados en cuanto a crecimiento económico, con algunas variantes, son sustancialmente similares en cuanto a los quiebres cíclicos experimentados por la región. Los SA5 sufre el contagio de la crisis asiática con notorias caídas del crecimiento del PIB, los 5 gozan de la recuperación con el auge de los precios de exportación; los 5 vuelven a sufrir un freno abrupto en el 2009, y los 5 se recuperan en el 2010. Tránsito zigzagueante, compartido por AL19 en su conjunto, como lo expone el cuadro 3. ¿Qué rasgo es compartido por los 5 y varios de los restantes países de la región, tales como Costa Rica, México y Uruguay? Clasifican como “Economías de Mercados Emergentes”, por lo tanto “beneficiarios” de flujos de capitales financieros. Estos flujos han sido los líderes de las intensas fluctuaciones que han impactado a estos países en los mencionados ciclos.

Cuadro 3
Crecimiento comparativo del PIB, 1990-2010
(tasas de crecimiento promedio anual, %)

PIB	1990-1997	1998-2003	2004-2008	1998-2008	2009	2010
Argentina	5,0	-1,3	8,4	3,0	0,9	8,4
Brasil	2,0	1,5	4,7	3,1	-0,6	7,7
Chile	7,6	2,7	4,9	3,7	-1,7	5,2
Colombia	3,9	1,1	5,5	3,0	0,8	4,0
Perú	3,9	2,0	7,6	4,6	0,9	8,6
Sudamérica (5)	3,2	1,0	5,8	3,2	-0,1	7,4
América Latina (19)	3,3	1,4	5,4	3,2	-1,9	6,1

PIB per cápita	1990-1997	1998-2003	2004-2008	1998-2008	2009	2010
América Latina(19)	1,5	-0,2	3,9	1,6	-3,2	4,7
Sudamérica (5)	1,6	-0,5	4,6	1,8	-1,1	6,4
Asia(6)	5,8	2,2	3,9	2,7	-2,0	-
Estados Unidos	1,6	2,0	1,4	1,7	-3,4	1,7
Mundo	0,6	2,0	3,3	1,8	-3,5	3,7

Fuente: Basado en datos oficiales de CEPAL, Banco Central de Chile, OCDE y Oficina del Censo de los EE.UU. Cifras preliminares para 2009 y 2010.

2. LOS QUIEBRES CÍCLICOS EN EL ENTORNO MACROECONÓMICO⁴

a) Los logros efectivos y las apariencias hacia 1997

En 1997, luego de las intensas reformas efectuadas en los años precedentes, se había registrado una tasa relativamente alta de crecimiento del PIB, con una inflación baja y descendente, haciendo resurgir un intenso optimismo en diversos medios. Aquel año, junto con 1994 (el año previo a la crisis del “Tequila”), habían sido los mejores desde 1980. Destacaba con un shock de reformas del CW, un crecimiento significativo de 5% anual, e inflación cercana a cero; se presentaba como un caso ejemplar de reformas (ver FMI, 1997). Entonces prevalecía un ambiente eufórico entre las autoridades. Se generalizó –en IFIs, Wall Street, agencias evaluadoras de riesgo, analistas financieros, bancos centrales y muchos gobiernos-- la opinión de que las reformas neo-

⁴ En Ffrench-Davis (2005) examinamos las principales reformas y la evolución económica de la región, desde la implementación del llamado Consenso de Washington o enfoque neo-liberal.

liberales habían “funcionado”.⁵ Argentina, con frecuencia, era destacada como un caso notable.

Esa percepción tenía sustento en que se habían realizado progresos significativos en varios frentes, tales como una reducción drástica de la inflación y mejoras sustantivas de los balances fiscales. Las autoridades nacionales expresaban reiteradamente la necesidad de preservar los equilibrios macroeconómicos, reconociendo la importancia de mantener bajo control las causas de las explosiones inflacionarias. Como prueba de ello, la hiperinflación había desaparecido y muchos países registraban tasas de inflación de un dígito. El balance fiscal había mejorado considerablemente. De hecho, en el lustro previo al contagio de la crisis asiática, el déficit fiscal promedió sólo 1,5% del PIB. A su vez, la expansión monetaria para financiar los déficit públicos, causa frecuente de hiperinflaciones, prácticamente había cesado. El volumen de las exportaciones crecía rápidamente y se diversificaba en términos de los artículos exportados y de los mercados de destino; muchos países acumulaban importantes reservas internacionales.

Con el auge de 1997 culminó una significativa reactivación económica de la región. Los 5 mostraban cifras positivas de crecimiento, incluido Brasil con su plan real derrotando la hiperinflación, enfrentando la crisis bancaria de 1995 y reiniciando cierta reactivación de la economía (Carvalho y Pires de Souza, 2010). La expansión de la demanda interna, en los 5, fue liderada por el ingreso de capitales desde mediados de 1995, luego del breve lapso de sequía de flujos asociada a la crisis del Tequila. El auge subsistió hasta la llegada del contagio de la crisis asiática durante 1998.

La oferta de fondos, fenómeno generalizado hacia las economías emergentes, tuvo lugar en el marco de una intensa globalización financiera de la economía mundial, y del predominio de la creencia que la posibilidad de crisis financieras graves había sido superada luego de la crisis del Tequila.

Como consecuencia del retorno de las entradas de capitales, en 1996-97, (i) el tipo de cambio real promedio se apreció (no obstante que, dada la liberalización de las importaciones que se había registrado, era evidente la necesidad de devaluaciones compensadoras); (ii) el déficit en la cuenta corriente más que se duplicó; (iii) el índice de

⁵ Ver, por ejemplo, Banco Mundial (1997); BID (1997); FMI (1997).

precios de acciones también se duplicó con respecto a su mínimo de comienzos de 1995.⁶ En paralelo, reiterando su comportamiento pro-cíclico (ver Reisen, 2003), las agencias evaluadoras de riesgo mejoraban las calificaciones a los países de la región y aplaudían las tendencias observadas en la reducción de la inflación, el aumento de las exportaciones, el control de los presupuestos fiscales y el mayor PIB efectivo. No obstante, se ignoraban las vulnerabilidades que se estaban generando en la macroeconomía real, y la ausencia de avances notorios en la formación de capital (muy deprimida) y agravamiento de la heterogeneidad estructural del aparato productivo y del empleo.

Frente al caso argentino, exhibido como alumno estrella del CW, estaba el caso de Chile, que promedió un crecimiento notablemente mayor, de 7% anual, con aumentos tributarios para financiar mayor gasto social, fortalecimiento de derechos laborales, cierta mejora de la distribución del ingreso, y un sistemático aumento de la tasa de inversión. Todo ello asistido (entre 1990 y 1996) por la regulación contra-cíclica de la cuenta de capitales y una administración activa de la flexibilidad cambiaria, recetas ambas condenadas por el CW (Ffrench-Davis, 2008).

b) *El contagio de la crisis asiática y el “sexenio perdido”: 1998-2003*

En 1998-99 hubo *shocks* comerciales y financieros de gran magnitud, asociados al contagio de la crisis asiática, lo que luego fue reforzado por la crisis rusa a fines de 1998 (ver Carvalho y Pires de Souza, 2010). Los términos de intercambio cayeron 4,1%, la tasa de crecimiento del volumen exportado se redujo 3,3 puntos, y hubo interrupción de entradas y fuga de flujos de cartera. La región enfrentó el contagio en un contexto de desequilibrio en su macroeconomía real, dando así inicio a la fase contractiva con evidentes debilidades: necesidad de reducir la demanda interna e importaciones y depreciar fuertemente los tipos de cambio.

No obstante, algunos factores moderaron los efectos negativos de las vulnerabilidades generadas durante el auge precedente. Primero, el nuevo período de auge financiero había durado sólo algo más de un par de años. Segundo, hubo una mayor

⁶ Ver cuadros VI.2, VI.3 y VI.4 en Ffrench-Davis (2005).

participación de flujos de IED (nueva o *greenfield*), que suelen ser más estables que los fondos bursátiles y los créditos de corto plazo. Tercero, en 1995 se había efectuado una corrección fuerte de los déficit en cuenta corriente; gracias a ello, alcanzó a registrarse sólo un año de déficit externo elevado, en 1997. Cuarto, en consideración a las crisis bancarias de México, Argentina y Brasil (ver Carvalho y de Pires de Souza, 2010) después del tequilazo, éstos y otros países introdujeron algunas *reformas a sus reformas* financieras, fortaleciendo la regulación y supervisión prudencial de sus sistemas bancarios; Chile ya lo había hecho luego de la profunda crisis de 1982 (ver Agosin y Montecinos, 2011), y Perú luego del contagio asiático con una reestructuración drástica del sistema bancario, con 11 de los 25 bancos liquidados o fusionados (ver Dancourt y Jiménez, 2010). Con todo, el ajuste requerido en 1998-99 se ambientó en economías con *stock* de pasivos externos más moderados que en 1982 y 1995, con carteras bancarias más sanas y con economías menos sobrecalentadas. Quinto, hubo un apoyo de gran envergadura de las IFIs, particularmente a Brasil. Todas estas fortalezas contribuyeron a reducir vulnerabilidades frente a eventuales shocks externos negativos.

La combinación de fortalezas y vulnerabilidades implicó que en 1998-99 no se generalizaran recesiones abruptas ni crisis bancarias de gran profundidad, como había ocurrido en 1982 y 1995. En paralelo, el entorno internacional tendió a mejorar: Corea y Malasia dejaron rápidamente atrás su recesión (ver Mahani, *et al.*, 2005) y, por otro lado, Estados Unidos entraba en una breve fase de gran auge. Así, tuvo lugar una corta y moderada recuperación en el año 2000, arrastrada por una reversión de los shocks externos; sin embargo, ello fue seguido por una desaceleración mundial en 2001-03. Entonces, volvió a constatarse la vulnerabilidad macroeconómica de la región, pues durante el sexenio 1998-2003 el desempeño fue alarmantemente bajo, al crecer sólo 1,4% anual en promedio; una cifra similar a la de la “década perdida” con la crisis de la deuda de los ochenta. SA5 experimentó una recesión aun mayor, al promediar apenas un alza de 1% anual, claramente bajo su modesto crecimiento potencial del orden de 3%. La apariencias del “éxito” del experimento argentino daban lugar a la realidad, y la economía decrecía 1,3% anual en el sexenio 1998-2003, incluyendo el dramático colapso de 2001 (ver Damill, Frenkel y Simpson, 2011).

En breve, en 1999 se evitó un colapso como el de 1982, pero no se logró evitar una recesión muy prolongada. Esta es una de las ineficiencias más flagrantes en la asignación de recursos: asignarlos a la cesantía por prolongados lapsos. Su corrección requiere reformas en el diseño de las políticas macroeconómicas nacionales y en la arquitectura del sistema financiero internacional.

La prolongación del entorno recesivo por un período tan largo –media docena de años– dejó una huella negativa profunda en términos económicos y sociales. Incluso, una economía con tantos méritos como la chilena, redujo su tasa de crecimiento desde 7,6% en 1990-97, gracias entonces a sus políticas macroeconómicas sólidamente contracíclicas, a 2,7% en 1998-2003, y sufrió un alza de 3-4 puntos en la tasa de desempleo (ver Ffrench-Davis, 2008). Chile había retrocedido hacia una política más pro-cíclica (Agosin y Montecinos, 2011)

En contraste con los dos casos ya mencionados de Corea del Sur y Malasia, en general, los 5 fueron incapaces de crear las condiciones para una vigorosa reactivación, como lo muestran los magros resultados exhibidos en el cuadro 3. No lograron hacer uso pleno de su capacidad productiva (PIB*), sea porque no pudieron por la falta de recursos propios o financiamiento compensador, o porque no se decidieron a recurrir a una activa política macroeconómica fuertemente contracíclica. En consecuencia, sus entornos macroeconómicos permanecieron sujetos a la transmisión de *shocks* externos negativos, con salidas masivas de capitales y fuertes depreciaciones cambiarias, persistentes por todo un sexenio.

En síntesis, las brechas recesivas (entre PIB potencial y PIB efectivo) fueron sustanciales entre 1998 y 2003. Esta brecha recesiva implicó una pérdida de productividad total de los factores efectiva y la consiguiente pérdida de bienestar por concepto de PIB potencial no utilizado, y una dinámica que frenó la inversión en capital físico y humano, y deterioró la situación laboral.

En general, durante este sexenio recesivo, el optimismo desapareció y, entre los propugnadores del Consenso de Washington, predominó la visión de que las reformas habían sido insuficientes o débiles y se requería más del mismo enfoque (Krueger, 2004). Sin embargo, es relevante constatar, que signos preciados del enfoque neo-liberal se impusieron. En 1999 Colombia liberó el tipo de cambio dejándolo flotar libremente

(Corso, 2010), en paralelo también lo habían hecho Brasil y Chile, en tanto que Argentina aun sufría la caja de conversión; predominaban las “soluciones esquina”, con los países alejándose del pragmatismo. Se adoptaron formalmente enfoques de “metas de inflación”, con la novedad de que Colombia y Perú usan activamente variaciones notables de las tasas de encaje bancario en su política monetaria (y de “desdolarización en el caso de Perú, ver Dancourt y Jiménez, 2010).

El tipo de cambio libre estaba, en general, acompañado de metas de inflación que se imponían por sobre otros objetivos de la macroeconomía, como ser “amigable” con el empleo y el crecimiento económico. Esto, cabe reiterarlo, requiere que la demanda interna se mantenga cerca de la capacidad productiva o PIB potencial y que el tipo de cambio sea consistente con un balance sostenible de la cuenta corriente.

c) Una recuperación impulsada por shocks externos positivos: 2004-08

En el 2004 se evidenció que existía una significativa capacidad instalada subutilizada. De otra manera no tiene explicación que ese año se registrase una vigorosa recuperación, con una tasa de crecimiento del PIB que se empujó a 6%. Lo que constituyó una novedad en el último tercio de siglo fue que esa recuperación no estuvo liderada por un reflujo de capitales, sino por mejoramientos en los términos del intercambio comercial, con un alza notable en los precios de las exportaciones de recursos naturales. Por su parte, tras la estagnación sufrida en el trienio 2001-2003, la actividad económica, la ocupación, las utilidades, las cuentas fiscales y las exportaciones evolucionaron favorablemente.

Estas tendencias persistieron hasta avanzado 2008, sustentadas en la mejora del valor de las exportaciones, que fue crecientemente acompañada por el retorno de flujos de capitales privados. El cuadro 4 comprueba como la gran mayoría del alza en la actividad económica se localizó en la producción para el mercado interno; aquí era donde se ubicaba la brecha recesiva luego del deprimido sexenio precedente. Este hecho, que refleja que la inestabilidad de la producción para el mercado interno (que depende de las políticas macroeconómicas nacionales) ha sido la dominante en comparación con la del otro componente del PIB, que son las exportaciones (que dependen más de la

macro internacional). Ello tiene implicancias significativas para la evaluación de políticas macroeconómicas y su corrección.

Cuadro 4
Sudamérica (5): Crecimiento del PIB, las exportaciones y PIB no exportado
 (tasa de crecimiento promedio anual)

	PIB	Exportaciones	PIB no exportado
1990-1997	3.2	6.2 (0.6)	3.1 (2.8)
1998-2003	1.0	6.5 (0.8)	0.2 (0.2)
2004-2008	5.8	7.3 (1.0)	5.6 (4.8)
2009	-0.1	-7.6 (-1.0)	1.0 (0.9)
2010	7.4	7.9 (1.0)	7.4 (6.4)
1998-2010	3.2	5.7 (0.7)	2.9 (2.5)

Fuentes: Basado en Ffrench-Davis (2005) y actualizado con datos oficiales de CEPAL. Cifras preliminares para 2010. Sudamérica (5) Incluye: Argentina, Brasil, Chile, Colombia y Perú. El valor agregado exportado, que es el que se registra en este cuadro, corresponde a las exportaciones brutas de bienes y servicios menos una estimación de su contenido importado. Entre paréntesis, el aporte de cada componente al crecimiento total del PIB.

El aumento del PIB promedió 5,8% en el quinquenio 2004-08, cifra inédita desde los años setenta. El nuevo *peak* del crecimiento promedio del PIB no fue consecuencia de un incremento abrupto de la productividad estructural (interpretación técnica tan errada), sino de la productividad (PTF) efectiva gracias a una mayor tasa de utilización del stock de factores productivos. La FBC, desde atrás, se fue incrementando gradualmente, elevando así el crecimiento del PIB potencial, pero siempre por debajo del aumento del PIB efectivo. En realidad, en 1998-2003 se había acumulado una sustancial subutilización de la capacidad productiva. Ello explica que el alza del PIB saltase desde 1,0% en 1998-2003 a 5,8% en 2004-08, mediando una moderada expansión de la tasa de inversión desde un promedio de 16,5% del PIB a 18,3%. Tasa ésta, evidentemente insuficiente para sostener un crecimiento superior al 5% anual.

La recuperación drástica en 2004-08, una vez más, hizo renacer el optimismo y mejorar el estado de ánimo entre observadores y autoridades. Volvía a reiterarse que “las

reformas funcionaban eficazmente”, sin considerar las profundas fallas en las políticas macroeconómicas y en el financiamiento para el desarrollo.

El dinamismo comercial fue tan vigoroso que impulsó una apreciación cambiaria generalizada en la región. Los países utilizaron variadas intervenciones para detener las apreciaciones desestabilizadoras. En ello, Argentina fue particularmente sistemática, y exitosa, hasta inicios de 2007, logrando mantener un “tipo de cambio real competitivo”; intervino activamente el mercado y reguló la cuenta de capitales (ver Damill, Frenkel y Simpson, 2011). Las intervenciones fueron incompletas o contradictorias en los otros países. En Brasil con tasas de interés notablemente altas, sufrió una apreciación de 42% entre primer semestre de 2004 y septiembre de 2008 (Carvalho y Pires de Souza, 2010); Colombia modificó la libertad cambiaria cuando el Banco Central decidió intervenir en el mercado desde septiembre de 2004 (Corso, 2010), a pesar de lo cual la tasa experimentó una apreciación real significativa de 31% entre 2003 y 2008. Perú aplicó, con altibajos, endurecimientos del encaje bancario, en particular de depósitos y créditos en moneda extranjera. En tanto, Chile mantuvo su tasa libre con intervenciones especiales en sólo dos ocasiones (Agosin y Montecinos, 2011) a pesar de lo cual su apreciación, sí con mucha inestabilidad, es sólo de 11%; es determinante de ello la política fiscal de balance estructural que implica esterilizar parte sustancial del notable alza del precio del cobre. Naturalmente, el atraso cambiario generalizado en combinación con una expansión intensa de la demanda agregada, llevó a un crecimiento del volumen de importaciones de SA5, en el trienio 2006-08, de 40% frente a un magro 6 % del quantum de las exportaciones. La notable alza transitoria de los términos del intercambio ocultaba el desequilibrio que se estaba generando en el sector externo, en detrimento de la economía real.

La holgura de fondos externos, sustentada en la mejora de 22% de los términos del intercambio ((2007-08)/(2000-03)), generó fuertes superávits en los balances externos, reducción de la deuda pública externa, y notables acumulaciones de reservas internacionales; en el ámbito social, se elevó el porcentaje del PIB destinado a gasto social, se redujo la tasa de desempleo y la pobreza (CEPAL, 2010a). Sin embargo, la generación de nueva capacidad productiva era mediocre, la FBC era notoriamente insuficiente, y el impulso a la diversificación de la producción de transables se había

debilitado con los graves atrasos cambiarios. Una excepción era la Argentina con su sistemática intervención contra-cíclica hasta avanzado ese período.

d) El contagio de la crisis global y la recuperación

La crisis externa emergió en el mundo desarrollado a mediados de 2007, sin que pereciere contagiarse hacia la región. Un año después aun parecía confirmarse la hipótesis del desacople, pues la región mantenía el ritmo de crecimiento de los años recientes. Tal como con el contagio de la crisis asiática, éste llegó con un rezago. Pero, luego de ello, lo hizo con intensidad, no obstante las fortalezas generadas. Sin duda, las fortalezas constituyen un valioso activo una vez instalado el contagio. En efecto, permitieron activar políticas fiscales contra-cíclicas y moderar las depreciaciones cambiarias (ver CEPAL, 2009), logrando que en el último trimestre de 2009 ya se hubiera iniciado la reactivación económica.

No obstante, los países sufrieron impactos sustantivos recesivos y regresivos desde mediados de 2008. Las exportaciones --volumen y precios--, descendieron abruptamente; simultáneamente, los flujos de capitales se cortaron. Incluso, se revirtieron algunos ingresos anteriores, pues inversionistas financieros extranjeros, por ejemplo en Brasil, liquidaron sus activos locales para cubrir problemas de liquidez en sus matrices (ver Carvalho y Pires de Souza, 2010), y, contra la percepción predominante sobre la “irreversibilidad” de la IED, hubo salidas de fondos desde filiales, por ejemplo en Perú, a las casas matrices por el mismo problema de liquidez (ver Dancourt y Jiménez, 2010).

Los efectos se traspasaron rápidamente a las economías internas, como se aprecia en el cuadro 4 (más arriba), con una caída de la producción para el mercado nacional, desde un sólido crecimiento de 5,6% en 2004-08, a 1,0% en 2009. Esta deprimida cifra ya refleja la reactivación iniciada en el último trimestre de ese año. Así es que el cuadro 5 muestra que el ajuste recesivo del PIB se inició en el cuarto trimestre de 2008, con reducción sustancial del crecimiento del 6,8% a 1,8%, liderada por una drástica caída del volumen de las exportaciones de 5,7%, que se profundizó a 11% en el primer trimestre de 2009. Ya en el curso del cuarto trimestre las exportaciones iniciaron su recuperación, el PIB promedió un alza de 3,9% liderada por una recuperación de la

producción para los mercados internos de 4,8%. Es el efecto reactivador de las políticas contra-cíclicas adoptadas por los bancos centrales y, principalmente, los ministerios de hacienda y economía.

Cuadro 5
Sudamérica (5): Crecimiento Trimestral del PIB, Exportaciones y resto, 2008-2009
(tasas de crecimiento sobre el mismo trimestre del año previo)

Año	Trimestre	PIB	Exportaciones	PIB No Exportado
2008	I	6.8	3.4 (0.5)	7.3 (6.3)
	II	6.8	4.3 (0.6)	7.2 (6.2)
	III	6.8	6.4 (0.9)	6.8 (5.9)
	IV	1.8	-5.7 (-0.8)	2.9 (2.5)
2009	I	-1.2	-11.3 (-1.5)	0.4 (0.3)
	II	-2.0	-7.0 (-0.9)	-1.3 (-1.1)
	III	-1.1	-9.8 (-1.3)	0.2 (0.2)
	IV	3.9	-1.5 (-0.2)	4.8 (4.1)
2010	I	7.6	8.3 (1.1)	7.4 (6.5)
	II	9.3	9.8 (1.3)	9.2 (8.0)
	III	7.1	13.6 (1.8)	6.1 (5.3)

Fuente: Basado en Ffrench-Davis (2005) y actualizado con datos oficiales de CEPAL. Cifras preliminares para 2010. Sudamérica (5) Incluye: Argentina, Brasil, Chile, Colombia y Perú. Las cifras para PIB y Exportaciones corresponden a las tasas de crecimiento ponderadas por participación de cada país en el agregado del PIB y de las exportaciones a precios constantes según corresponda. El valor agregado exportado, que es el que se registra en este cuadro, corresponde a las exportaciones brutas de bienes y servicios menos una estimación de su contenido importado (estimación de carácter anual que rige para los 4 trimestres de cada año). Entre paréntesis, el aporte de cada componente al crecimiento total del PIB.

Las fortalezas acumuladas, tales como la regulación y supervisión bancarias y el apoyo decidido de los bancos centrales a las instituciones con problemas de liquidez explican que durante la recesión no se registraran situaciones de iliquidez o cortes

sustantivos en el acceso al crédito interno. Por otro lado, la mejorada solvencia fiscal le permitió ejecutar las mencionadas políticas contra-cíclicas, con expansiones del gasto, programas de empleos de emergencia y reducciones de impuestos (ver CEPAL, 2009 y 2010).

Contribuyó a la rápida recuperación el que estos países fueran exportadores de recursos naturales, cuya demanda se reactivó rápidamente, y el hecho que la incertidumbre financiera se centrara en los países desarrollados, con lo cual flujos financieros comenzaran a huir de allí hacia las economías emergentes. En el 2010, el PIB de los 5 países crecía vigorosamente así como la inversión, pero los tipos de cambio se apreciaban fuertemente. Es un problema no resuelto el de la política cambiaria.

3. Volatilidad macroeconómica real y causas de resultados mediocres⁷

Tal como para el conjunto de la región, el éxito alcanzado en el control de la inflación y la mejora de la responsabilidad fiscal no logró, por sí solo, dar estabilidad al contexto en el que se desarrollaron los productores del PIB.⁸ En efecto, la demanda interna ha experimentado notables altibajos cíclicos. Estos, a su vez, han tenido una fuerte correlación con shocks externos, principalmente de flujos financieros; la volatilidad de estos flujos, no sólo le ha impreso inestabilidad a la demanda agregada, sino también fuerte fluctuabilidad a los tipos de cambio, en perjuicio directo del desarrollo exportador. Las fluctuaciones de la demanda, por su parte, han provocado sucesivamente auges de la actividad económica y recesiones, con prolongados períodos de desocupación de trabajo y capital, que inciden negativamente sobre la inversión productiva, base del desarrollo sostenible. Ello se examina, brevemente, enseguida.

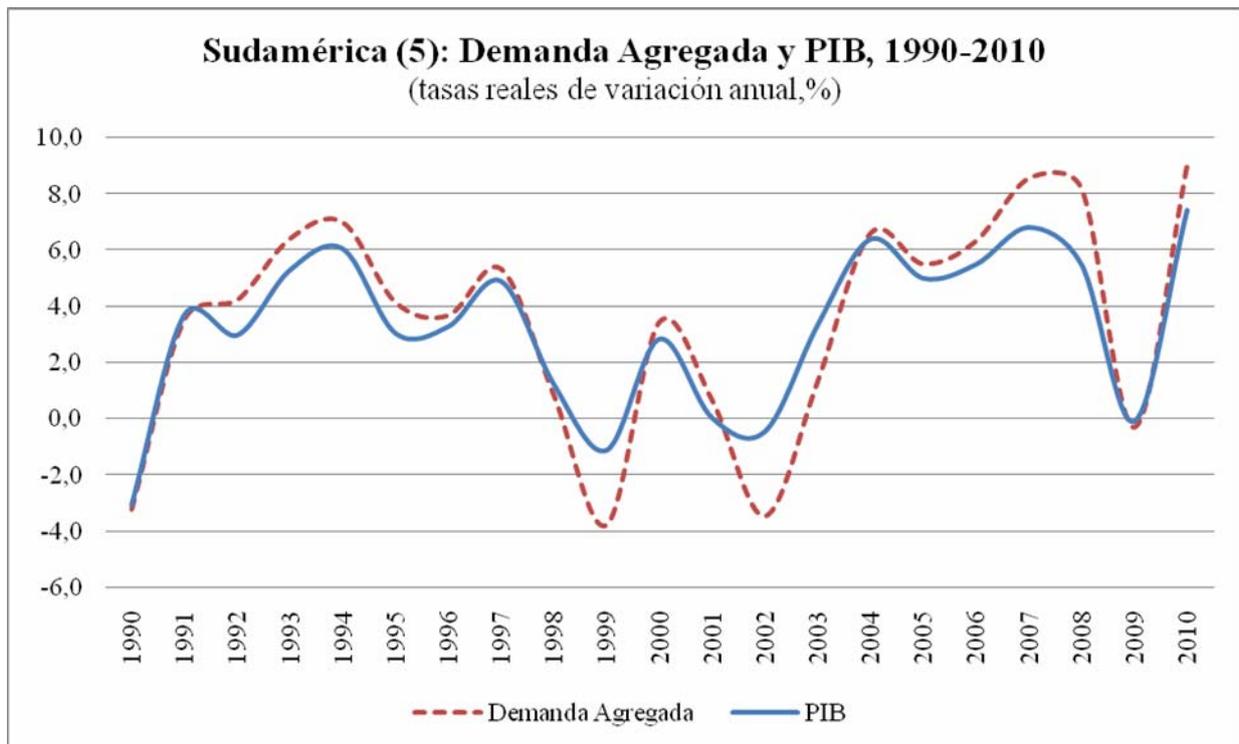
El gráfico 1, que muestra que la demanda agregada de SA5 se ha comportado como una “montaña rusa”, es elocuente al respecto. Se puede observar que las fluctuaciones de la demanda son luego seguidas por fluctuaciones en el PIB. Si la economía estuviese en equilibrio macroeconómico –esto es, con pleno uso de la capacidad productiva de trabajo y capital y macro-precios como el tipo de cambio en

⁷ Basado en Ffrench-Davis (2005, caps. II y III) y (2010).

⁸ Ver en Singh (2006), entonces Director del FMI para América Latina, un ejemplo contundente del enfoque del CW, en su versión más neo-liberal.

niveles sostenibles--, las alzas fuertes de la demanda habrían sido seguidas por rebrotes de la inflación, lo que en general no ha sucedido; en cambio, los aumentos de la demanda han involucrado alzas del PIB efectivo, lo que es posible sólo si hay una brecha entre el PIB potencial y el efectivo; ello revela, naturalmente, información sobre el nivel de PIB potencial, variable difícil de medir pero de utilidad crucial para una eficiente política macroeconómica.

Gráfico 1



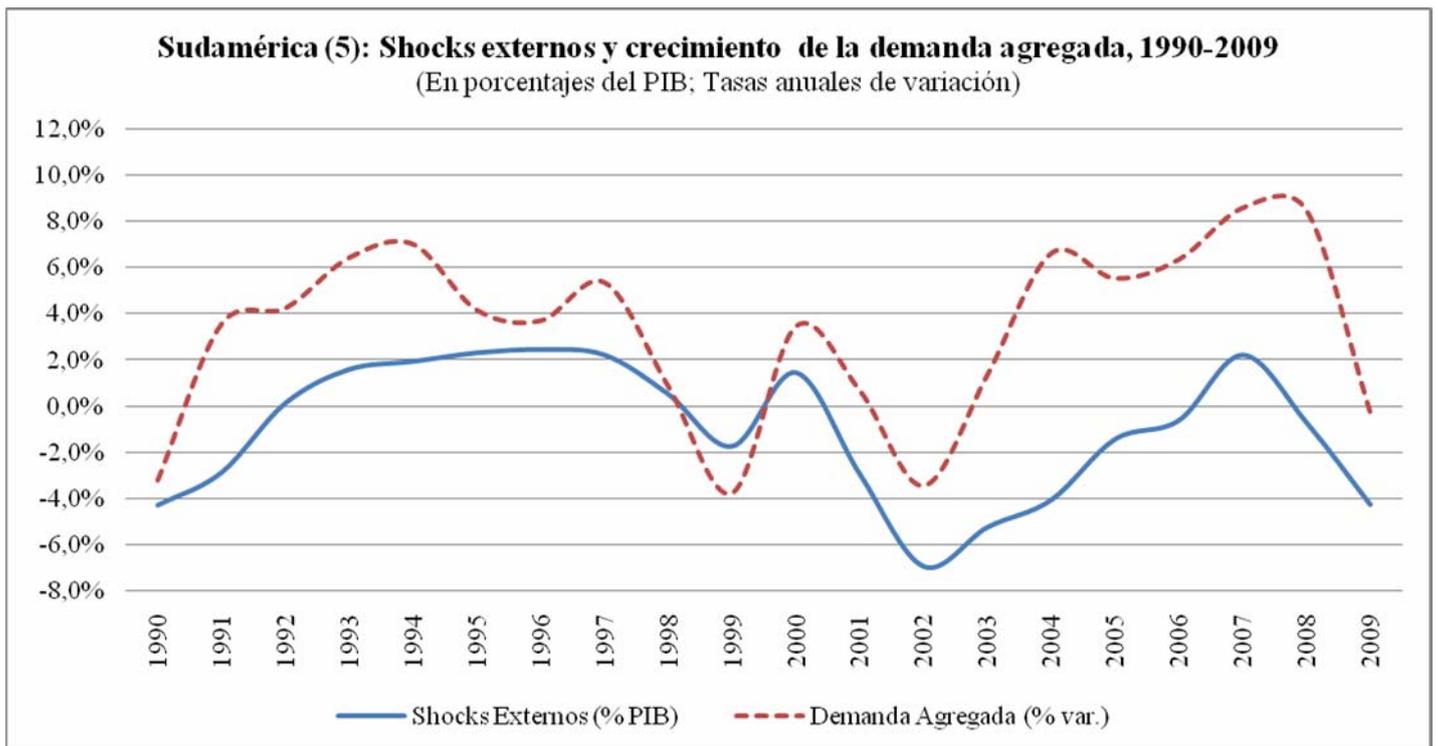
Fuente: CEPAL. Sudamérica (5) incluye: Argentina, Brasil, Chile, Colombia y Perú.

Lo registrado en un período de auge reciente es ilustrativo al respecto. El cambio positivo fue abrupto, con un salto del PIB de 6,1% en 2004, contrastando con la llanura de 1,0 % del sexenio anterior. No medió ni un auge previo en la inversión productiva ni una brusca revolución tecnológica. La fuerza motora fue el shock externo positivo, principalmente de los términos del intercambio enfrentados por la región. Pero si las economías nacionales hubiesen estado en equilibrio macroeconómico, el PIB no podría haber respondido tan positivamente. Es prueba irrefutable de la intensidad de su desequilibrio, con una gran brecha, en el sexenio precedente, entre el PIB efectivo y el PIB potencial (ver Ffrench-Davis, 2010). Rutinariamente la región ha estado operando

significativamente por debajo de la frontera productiva. Eso es un grave desequilibrio de la macroeconomía real, una falla grave que es necesario corregir.

En consecuencia, cabe examinar dónde se originan las fluctuaciones de la demanda agregada. La realidad ha sido que las fluctuaciones de la demanda agregada han sido lideradas por shocks externos principalmente de la cuenta de capitales: los flujos financieros, en vez de estabilizar la macroeconomía la han desestabilizado. El gráfico 2 presenta un índice de fluctuaciones de los términos del intercambio y de los flujos netos de capitales y sus rentas de SA5. Se observa una notoria correlación positiva entre los shocks y la evolución de la demanda. En consecuencia, al final los shocks han sido determinantes de la evolución del PIB, En contraste con el hecho de que su evolución debiera depender fundamentalmente de la inversión productiva, de la fuerza de trabajo y su calidad y de la innovación.

Gráfico 2



Fuente: Balanza de pagos de CEPAL para Shocks y Cuentas Nacionales; CEPAL para Demanda Agregada. Sudamérica (5) incluye: Argentina, Brasil, Chile, Colombia y Perú. Los shocks externos representan una estimación provisional de la transferencia neta de recursos desde el exterior, resultante de

los flujos de capital, el balance de rentas y el efecto de los términos de intercambio, medidos como porcentaje del PIB.

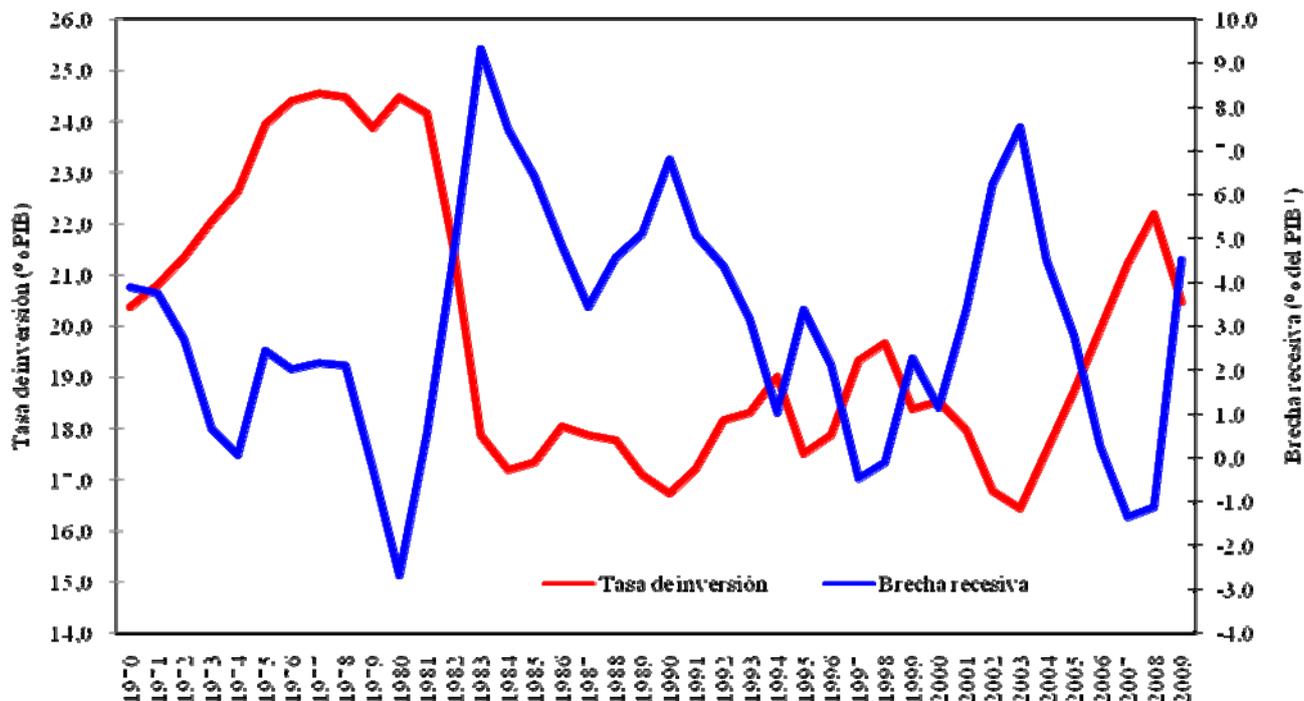
La magnitud de la brecha entre demanda efectiva y frontera productiva tiene efectos dinámicos y estáticos importantes. Primero, afecta la productividad observada y la rentabilidad de los proyectos llevados a cabo. Segundo, tasas más altas de utilización del capital implican que el nivel promedio del empleo es superior y que la fuerza laboral se combina con un stock más elevado de capital físico en uso. A su vez, también aumentarán los ingresos fiscales. Tercero, en la dimensión dinámica, los índices de utilización más altos y el consiguiente aumento de la productividad efectiva promedio tenderán a estimular la inversión en nueva capacidad. Para que la mayor inversión se concrete, los inversores deben percibir que la reducción de la brecha recesiva del producto será persistente. El efecto dinámico será mucho más significativo si se emprenden reformas para completar los mercados de capitales de largo plazo, y mejorar la capacitación de la fuerza laboral y la innovación productiva.

El gráfico 3 muestra la estrecha asociación negativa que ha existido entre la brecha del producto o brecha recesiva y la formación de capital, y refleja uno de los principales efectos dinámicos, negativos, de la subutilización de los factores productivos.⁹

⁹ Razones de por qué la tasa de formación de capital está tan asociada a los ciclos económicos se exponen en Ffrench-Davis (2010).

Gráfico 3

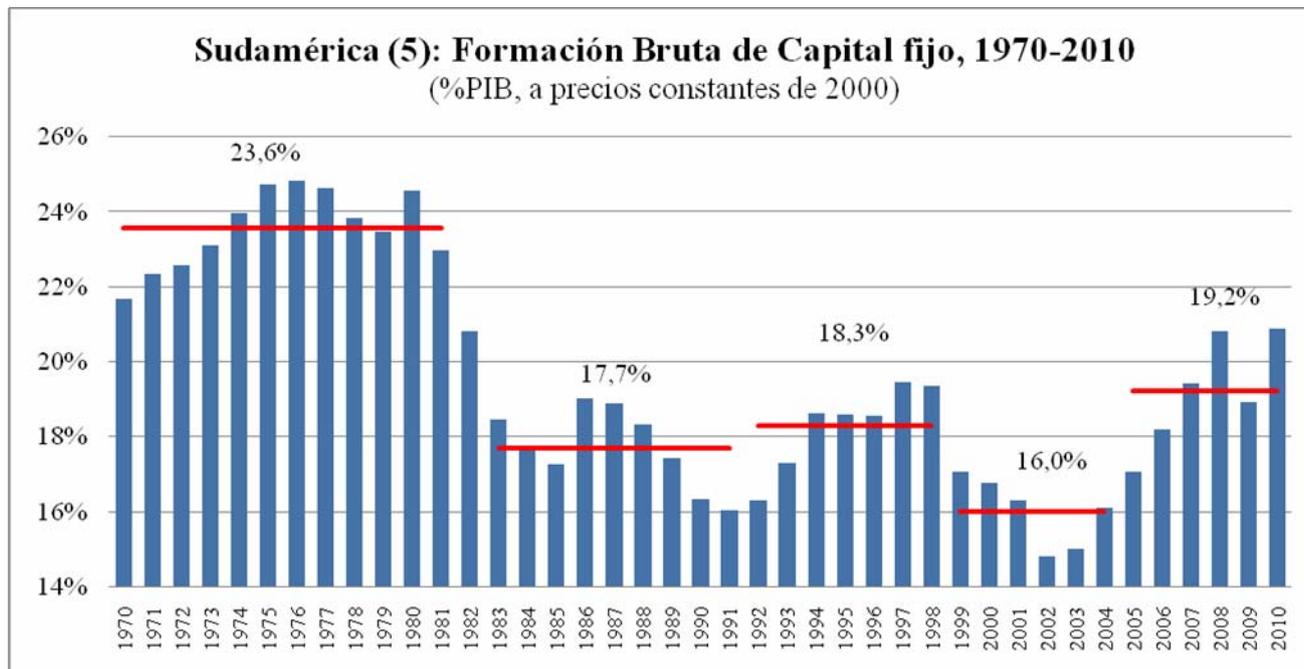
América Latina (9): Brecha recesiva y tasa de inversión bruta. 1970-2009



Fuente: Ffrench-Davis (2010). Comprende SA5 más Bolivia, Costa Rica, México y Venezuela.

El hecho concreto es que los inversionistas productivos han estado sujetos a gran inestabilidad macroeconómica, con elevadas brechas recesivas, en un mercado financiero muy incompleto y enfrentando tasas de interés elevadísimas. La consecuencia fueron coeficientes de formación de capital notoriamente bajos, como se observa en el gráfico 4. En la mayoría de los años de vigencia del CW, la tasa de inversión estuvo más cerca de la tasa de la década perdida que de la tasa de los setenta (cuando América Latina promedió un crecimiento del PIB de 5,6%). La excepción interesante fue en 2007-08, cuando se aproximó al promedio de los setenta. Ello parece asociado al hecho de que la reactivación se prolongó, con fuerza por casi un quinquenio, dándoles así tiempo a los potenciales inversionistas a diseñar y ejecutar sus proyectos, mientras se iba elevando progresivamente la tasa de ocupación de la capacidad productiva disponible.

Gráfico 4



Fuente: CEPAL. Sudamérica (5) incluye: Argentina, Brasil, Chile, Colombia y Perú. Para 2010 las cifras son preliminares.

Un entorno macroeconómico poco *amigable* aparece como un factor crucial para explicar la insuficiencia de la formación de capital, debido a: (i) la fuerte inestabilidad de la demanda agregada, asociada a los pronunciados ciclos de los flujos de capitales y, en menor medida, los términos del intercambio; (ii) macro-precios claves para las decisiones de producción e inversión (tales como tasas de interés y tipos de cambio) desalineados; (iii) debilidad en las políticas dirigidas a completar mercados de factores productivos (capacitación laboral, tecnología, y segmentos de largo plazo de los mercados de capitales), y (iv) inversión insuficiente en infraestructura y bienes públicos.

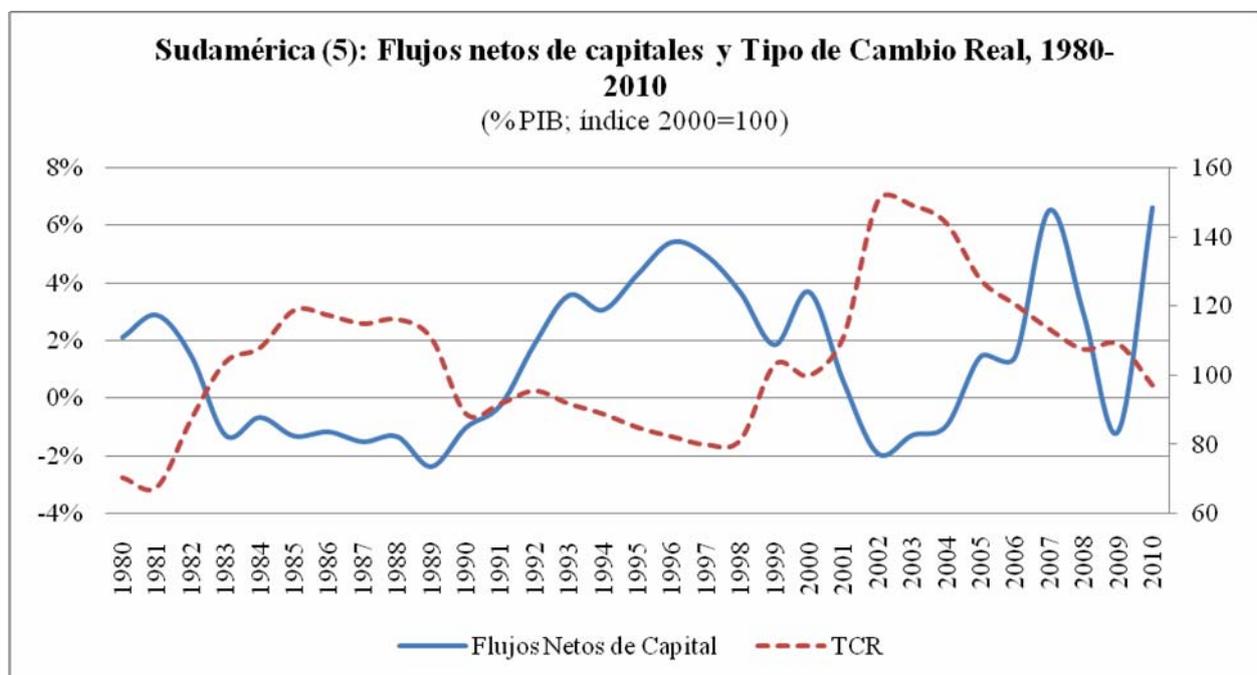
La otra variable detrás del mal desempeño, que es de carácter estructural, es la carencia de factores complementarios esenciales requeridos por el inversionista productivo, como ser un segmento vigoroso de capital de riesgo y largo plazo y capacitación de la mano de obra.

Para un crecimiento vigoroso se necesita que el PIB no exportado también se expanda rápidamente. De hecho, eso es lo que se ha registrado en las EEs con un modelo exportador exitoso: por ejemplo, en Corea, Malasia y Taiwán, por varias décadas, y en Chile en 1990-98, cuando la producción no exportada creció anualmente a tasas del orden

de 6,5%. En SA5, en cambio, el producto no exportado apenas aumentó a una tasa anual de 2,9% en 1998-2010, como lo ilustra el cuadro 4. Consecuentemente, la búsqueda de una mayor tasa de inversión en los sectores no exportadores aparece como un factor clave para expandir la función de producción nacional.

La experiencia de la región es que el TCR ha exhibido un comportamiento extremadamente pro-cíclico. Su evolución ha estado intensamente correlacionada con los flujos de capitales, los que, cabe reiterar, son extremadamente cíclicos. El gráfico 5 documenta la correlación entre el TCR y los flujos netos de capitales, para SA5.

Gráfico 5



Fuente: CEPAL y CENDA. Sudamérica (5) incluye: Argentina, Brasil, Chile, Colombia y Perú. El índice del TCR corresponde al promedio ponderado de la evolución del tipo de cambio real de cada uno de los 5 países. Para Argentina se utilizaron cifras corregidas por el CENDA. La ponderación corresponde a la participación de cada país en el PIB del agregado. Datos para 2010 son preliminares.

El rol esencial del tipo de cambio es como asignador de recursos entre transables y no transables, en la economía real, donde se produce el PIB. Tasas tan fluctuantes con certeza no reflejan equilibrios sostenibles cambiantes, sino que tasas desalineadas, las que dificultan, evidentemente, la evaluación de proyectos para la asignación de recursos, promueven la inversión especulativa por sobre la productiva y contribuyen a deteriorar la

cartera de las instituciones financieras. La intensa correlación del nivel del tipo de cambio real y los flujos de capitales, cuyo componente más volátil son los flujos financieros tan poco conectados con la inversión productiva, refleja que se está sufriendo una enorme ineficiencia para el desarrollo productivo. Se requiere que la cuenta corriente sea la que domine al mercado cambiario, no sólo con las correcciones violentas que se producen entre crisis y crisis, sino especialmente en el tránsito cotidiano, para así evitar las situaciones críticas resultantes de tasas desalineadas.

Con la adopción de la política cambiaria de tipo de cambio libre, con sus diversas variantes, la tasa pasó a ser extremadamente sensible a los cambios transitorios en la oferta de fondos externos, con la consiguiente ineficiencia para la asignación de recursos. Se han evitado las “crisis cambiarias”, pero se ha tendido a acentuar su impacto negativo para la contribución de la política cambiaria al desarrollo. Las reformas liberalizadoras de las importaciones procuraban un rol protagónico de los rubros transables, pero sus dos opciones cambiarias “esquina” o extremas (totalmente fijo o totalmente libre) se contraponen a ese objetivo (ver Agosin, 2007; Williamson, 2000; Rodrik (2008).

4. LECCIONES Y DESAFÍOS

En décadas recientes muchos países lograron éxito en reducir la inflación a cifras de un dígito y en equilibrar sus presupuestos fiscales. Sin embargo, una alta volatilidad del PIB ha sido un hecho sobresaliente del desempeño de las economías de América Latina de los decenios recientes. La trayectoria del PIB resultó condicionada por fuertes fluctuaciones en los flujos financieros y/o en los precios de exportación que provocan inestabilidad de la demanda agregada y del tipo de cambio real. Reiteradamente, los productores del PIB han estado expuestos a una significativa brecha recesiva. Se trata de un signo de desequilibrio de la macroeconomía real, que refleja una grave falla del estilo de hacer políticas. Esa inestabilidad surte efectos negativos sobre la inversión productiva y sobre la innovación, desalentándolas. Ello y la inestabilidad tienen también un impacto regresivo a través de su impacto negativo sobre el mercado laboral.

La demanda inestable significa inevitablemente **un uso neto promedio más bajo que la capacidad productiva y una productividad real inferior** en comparación con una situación de proximidad estable a la frontera productiva. La inestabilidad de la economía real es intrínsecamente asimétrica. En efecto, la recuperación de una recesión incrementa el flujo de producción hoy, hasta la máxima utilización de la capacidad existente, pero no se puede recuperar la producción que no se generó ayer. Es evidente que la producción efectiva no puede superar, salvo por lapsos breves, el máximo posible. Por lo tanto, dada la inestabilidad, la PTF y la tasa de inversión (que es afectada negativamente por la brecha recesiva) serán menores que en un contexto de mayor estabilidad macroeconómica real.

En síntesis, es necesario mejorar la capacidad para implementar políticas macroeconómicas preocupadas por el sector real con el objetivo de reconciliar la proximidad de la economía a la frontera de producción con sostenibilidad y estabilidad de precios: se trata de una mezcla de políticas contra-cíclicas efectivas orientadas al desarrollo.

Las fallas de las reformas fueron reforzadas por la liberalización de la cuenta de capitales. El segmento de mayor dinamismo ha sido el de los flujos financieros y de corto plazo, caracterizado por su volatilidad pro-cíclica y su escasa conexión con la inversión productiva.

La apertura financiera total al exterior suele implicar integrarse a los segmentos más especulativos y pro-cíclicos de los mercados del mundo desarrollado (ver Ffrench-Davis, 2005, caps. VI y VII); los préstamos de corto plazo, los capitales líquidos hacia las bolsas, inversiones “overnight” y los mercados de derivados han sido relevantes en la generación de estos ciclos. En contraste, la inserción externa debería estar dirigida a captar ingresos de capitales de largo plazo, acompañados de acceso a tecnologías y mercados externos.

La inestabilidad y sus secuelas obedecen a la naturaleza de las reformas del CW y a la globalización de la volatilidad financiera.¹⁰ Estas reformas descansaban en una serie

¹⁰ En Ffrench-Davis (2010) desarrollamos un análisis de por qué los agentes financieros son intrínsecamente pro-cíclicos.

de supuestos que se han comprobado erróneos.¹¹ Ellos llevaban a subestimar el costo de las crisis (a veces expuestas por algunos de los reformadores como inevitables, pero virtuosas por las correcciones que impondrían), a suponer que la actual globalización es una camisa de fuerza inmutable, y que la liberalización irrestricta desata el desarrollo espontáneo de mercados integrados y competitivos.

Es innegable que la globalización actual –y, especialmente, la capacidad para movilizar fondos instantáneamente de un lugar geográfico a otro– ha reducido el espacio para las políticas nacionales. Sin embargo, existe espacio para *hacer* globalización, que permita cumplir con los objetivos de mayor crecimiento y equidad en el frente interno, a pesar del nuevo contexto de mercados crecientemente integrados.

Con todo, más allá de las imprescindibles reformas a la arquitectura del sistema financiero internacional, ha renacido el debate sobre “espacio para las políticas nacionales”. A ello se adicionan los “consensos” para avanzar hacia el financiamiento para el desarrollo (Consenso de Monterrey), y el cumplimiento de los Objetivos del Milenio. El conjunto de acciones actúa sobre la evolución de la globalización, de manera que adopte un rostro humano, incorpore solidaridad, y facilite la convergencia del desarrollo.

Sin duda, la actual globalización requiere profundas correcciones. A la región le llegó con intensidad la globalización de la volatilidad financiera. En el ámbito distributivo, la desregulación indiscriminada implicó concentrar las oportunidades a favor de sectores con mayor acceso al sistema financiero y una perspectiva más cortoplacista. Esta situación privilegia un sesgo cortoplacista por sobre las preocupaciones por la productividad y los aumentos de la capacidad productiva (eso es el *financierismo*, intrínsecamente asociado al *neo-rentismo*). Entonces, predomina un *cortoplacismo* abrumador que conduce a un desempeño pro-cíclico. Por lo común, las crisis son

¹¹ Los episodios críticos han dado origen a lecciones útiles que contribuyen a comprender mejor el proceso de globalización financiera y a corregir el manejo macroeconómico en el futuro. Desde un punto de vista analítico, las crisis recientes han arrojado luz sobre una serie de hipótesis erróneas, que habían pasado a formar parte de la “sabiduría convencional” del mundo financiero. Resumimos cuatro creencias equivocadas: (i) la recuperación de las crisis es rápida; (ii) las cuentas de capital que exhiben gran apertura desalientan los desequilibrios macroeconómicos; (iii) regímenes cambiarios extremos son los únicos viables hoy en día; y (iv) los flujos financieros complementan el ahorro interno. Este planteamiento es convergente con la sustantiva crítica expuesta por Akerlof (2007) al pensamiento convencional u ortodoxo.

consecuencia de períodos de auge mal administrados. En consecuencia, una orientación rectora de las políticas macroeconómicas debiera ser su carácter prudencial, que procure la administración de los períodos de auge, como el actual, evitando que se tornen insostenibles. En particular, las autoridades económicas debieran implementar un manejo activo --prudencial, sistemáticamente contra-cíclico--, de la cuenta de capitales, con el fin de asegurar que la afluencia de capitales sea consistente con la estabilidad macroeconómica, la inversión y el crecimiento.

Se precisa evitar o moderar las intensas y prolongadas recesiones, y lograr que los auges involucren la evolución sostenible de las principales variables macroeconómicas: cuentas externas y fiscales, endeudamiento nacional y privado, tipo de cambio real, y, en general, evoluciones convergentes de la oferta agregada (PIB potencial o frontera productiva) y demanda efectiva, y tipos de cambio consistentes con su sostenibilidad a mediano plazo.

Sin duda, en la medida que el funcionamiento de los mercados financieros esté dominado por participantes que se especializan en el corto plazo, y los mercados nacionales permanezcan poco profundos, los riesgos de gran inestabilidad macroeconómica real serán inherentes a la mantención de una cuenta de capitales completamente abierta. En consecuencia, aun en un escenario internacional notablemente mejorado, se requieren correcciones profundas en la manera de hacer macroeconomía en los PALs, las que implican la regulación contra-cíclica de los flujos de capitales financieros y retomar una política cambiaria activa.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Agosin, M. (2007), "Trade and growth: Why Asia grows faster than Latin America", en R. Ffrench-Davis y J.L. Machinea (eds.), *Economic Growth with Equity: Challenges for Latin America*, Palgrave Macmillan, Nueva York.
- Agosin, M. y A. Montecinos (2011), "Chile en los años 2000: evolución macroeconómica y financiera", CEDES, Buenos Aires.
- Akerlof, G. (2007), "The missing motivation in macroeconomics", *The American Economic Review*, marzo.
- Banco Mundial (1997), *The Long March: a Reform Agenda for Latin America and the*

- Caribbean in the Next Decade*, Washington, DC.
- BID (1997), *América Latina tras una década de reformas, Progreso económico y social, Informe 1997*, Washington, DC.
- CEPAL (2009), “La reacción de los gobiernos de las Américas frente a la crisis internacional”, Santiago, mayo.
- CEPAL (2010), *La hora de la igualdad: brechas por cerrar, caminos por abrir*, Trigésimo tercer período de sesiones de la CEPAL, Brasilia y Santiago.
- CEPAL (2011), “Balance Preliminar de las Economías de América Latina y el Caribe 2010”, Santiago, enero.
- Carvalho, F. y F. Pires de Souza (2010), “Financial regulation and macroeconomic stability in Brazil in the aftermath of the Russian crisis”, CEDES, Buenos Aires.
- Corso, E. (2010), “Shock externo y respuesta de política macroeconómica en Colombia”, CEDES, Buenos Aires.
- Damill, M., R. Frenkel y L. Simpson (2011), “Macroeconomía, regulaciones financieras y la reconstrucción del sistema bancario argentino en los años 2000”, CEDES, Buenos Aires.
- _____ (2010), “Regulaciones y macroeconomía: la experiencia paradigmática de la Argentina en los noventa”, CEDES, Buenos Aires.
- Dancourt, O. y R. Jiménez (2010), “Perú: lecciones de la recesión de 2008-09”, CEDES, Buenos Aires.
- Ffrench-Davis, R. (2005), *Reformas para América Latina: Después del fundamentalismo neoliberal*, Siglo XXI Editores/CEPAL, Buenos Aires.
- _____ (2008), *Chile entre el neoliberalismo y el crecimiento con equidad: reformas y políticas desde 1973*, Cuarta Edición, JCSáez Editor, Santiago; tercera edición publicada por Siglo XXI, 2004, Buenos Aires.
- _____ (2008a), “Del financiamiento a la macroeconomía real”, *Ensayos Económicos* No 52, octubre-diciembre, 2008, Banco Central (BCRA), Buenos Aires.
- _____ (2010), “Macroeconomía para el desarrollo: desde el ‘financiamiento’ al ‘productivismo’”, *Revista CEPAL* No 102, diciembre.
- Frenkel, R. (2003), “Globalización y crisis financieras en América Latina”, *Revista de la CEPAL*, No. 80, agosto.
- Krueger, A. (2004), “Meant Well, Tried Little, Failed Much: Policy Reforms in Emerging Market Economies”, Roundtable Lecture at Economic Honors Society, New York University, marzo.

- Krugman, P. (2009), "How did Economists get it so Wrong?", *New York Times*, 6 de septiembre.
- Kuczynski, P-P. y J. Williamson (2003), eds., *After the Washington Consensus: Restarting Growth and Reform in Latin America*, Institute for International Economics, Washington, DC.
- Mahani, Z., K. Shin y Y. Wang (2005), "Ajustes macroeconómicos y la economía real en Corea y Malasia: la respuesta a la crisis asiática", en *Investigación Económica* No 254, México, octubre-diciembre 2005.
- Marfán, M. (2005), "La eficacia de la política fiscal y los déficit privados: un enfoque macroeconómico", en J. A. Ocampo (ed.), *Los desafíos del desarrollo en América Latina*, CEPAL/Alfaomega, Bogotá.
- Ocampo, J. A. (2004), "Latin America's growth and equity frustrations during structural reforms", *Journal of Economic Perspectives*, vol. 12, N°2, primavera.
 _____ (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," en Ffrench-Davis, R. and S. Griffith-Jones (eds.), *From Capital Surges to Drought*, Palgrave Macmillan, Londres.
- 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. XLIV, diciembre.
- Singh, A. (2006), "Macroeconomic Volatility: The policy lessons from Latin America," IMF Working Paper 166, July.
- Stiglitz, J. (2002), *El malestar en la globalización*, Taurus, Madrid.
 _____ (2000), "Capital market liberalization, economic growth and instability," *World Development*, Vol. 28, No. 6, June.
- Williamson, J. (2003), "Overview: An Agenda for Restarting Growth and Reform", en Kuczynski y Williamson (2003).
 _____ (2000), "Exchange rate regimes for emerging markets: reviving the intermediate option", *Policy Analysis in International Economics* 60, Institute for International Economics, Washington DC.

ANEXO
Sudamérica (5): Cifras de PIB, 2009

(cifras en dólares corrientes y de ppc)

	PIB (Mill. USD)	PIB a PPC (Mill. USD)	PIB per cápita (USD)	PIB per cápita a PPC (USD)
Argentina	308,740	585,551	7,653	14,538
Brasil	1,595,123	2,008,414	8,231	10,367
Chile	163,305	242,866	9,623	14,311
Colombia	232,271	409,076	5,087	8,959
Perú	130,355	251,678	4,470	8,629
SA(5)	2,429,793	3,497,586	7,749	11,049
AL(19)	3,935,690	5,881,490	6,796	10,618

Fuente: CEPAL para cifras en dólares corrientes, y Banco Mundial para cifras a PPC.