ÍNDICE

	<u>Página</u>
RESUMEN	1
INTRODUCCIÓN	3
I. LA ESPECIFICIDAD DEL PROBLEMA MACROECONÓMICO Y LA INTERACCIÓN "MICRO-MACRO"	5
1. Algunas precisiones sobre el problema a estudiar	5
2. De lo macro a lo micro: la especificidad del problema macroeconómico y las mutaciones estructurales	8
3. De lo micro a lo macro: desbalance estructural y estabilidad macroeconómica	13
4. La interacción micro-macro, la estructura productiva y el crecimiento	16
II. INESTABILIDAD MACROECONÓMICA Y REFORMA ESTRUCTURAL: AMÉRICA LATINA EN LOS NOVENTA	21
1. Los desafíos macroeconómicos en los noventa	21
2. La importancia de lo macro en los resultados micro: la apertura comercial en la Argentina y en el Brasil comparadas	25
3. La importancia de lo micro: fallas de mercado financieras, liberalización y estabilidad	29
4. Una reflexión final sobre política económica	34
BIBLIOGRAFÍA	36

RESUMEN

Durante los ochenta, la crisis de la deuda generó un nivel inédito de inestabilidad macroeconómica. En ese contexto, la estabilización adquirió una prioridad absoluta y la cuestión del crecimiento fue relegada a un segundo plano. En los últimos años, sin embargo, la problemática relacionada con el crecimiento y el desarrollo productivo ha ido ganando espacio. Se ha estado buscando la reactivación de las fuentes del mismo a través de la implementación de reformas estructurales orientadas a profundizar el rol de los mercados y a aumentar la eficiencia de la estructura productiva. Debe tenerse en cuenta, no obstante, que la consolidación de la estabilidad está lejos de ser un hecho.

El artículo analiza los factores que afectan la relación entre consistencia agregada y desarrollo productivo. El carácter del mismo es exploratorio. Nuestro mayor anhelo es que sea de alguna utilidad para estudios interdisciplinarios de la relación entre lo "micro" (i.e. los factores relacionados con la estructura productiva) y lo "macro" (i.e. la consistencia agregada). Creemos que buena parte de los secretos del crecimiento se encuentran escondidos en la compleja trama de las relaciones "micro-macro". Al identificar las formas más importantes de interacción "macro-micro", sería posible analizar la manera en que diferentes escenarios macroeconómicos afectan la conducta de los agentes, la morfología institucional y, por ende, la eficiencia y el sendero de crecimiento de la estructura económica. Y sería también posible evaluar si las reformas estructurales orientadas a cambiar las características del contexto en el cual se toman las decisiones microeconómicas es esperable que actúen en favor o en contra de la consolidación de la estabilidad. En la sección primera se analiza por qué "el problema macroeconómico" tiene entidad propia y cómo afecta y es afectado por la estructura microeconómica, tanto real como financiera. También se hace un intento por identificar los canales de transmisión "micro-macro" de mayor relevancia. La sección se cierra con algunas reflexiones sobre la forma en que las interacciones micro-macro contribuyen a determinar la potencialidad de crecimiento de una economía. El tratamiento que hacemos de las cuestiones mencionadas en esta sección es relativamente abstracto. En la segunda sección, se aplican las ideas desarrolladas en la primera para explicar algunos hechos estilizados de la interacción micro-macro extraídos de la experiencia latinoamericana. Los hechos estilizados que hemos seleccionado para el análisis están estrechamente vinculados con los desafíos de política del presente, cuyo núcleo lo constituye la relación entre estabilización y reforma estructural. En primer lugar, se presenta una visión estilizada de los principales problemas macroeconómicos que enfrenta la región en los noventa y su relación con los desbalances estructurales. Posteriormente, se exponen dos ejemplos relacionados con el proceso de reforma estructural. El primero se refiere a la influencia de lo macro sobre la micro. Se examinan las consecuencias diferenciales que tuvo sobre la evolución de la estructura productiva la existencia de dos configuraciones macro muy diferentes en las recientes experiencias de apertura comercial en Brasil y la Argentina. El segundo ejemplo enfatiza los efectos de lo micro sobre lo macro. Se compara la evolución reciente de la estructura financiera en algunos casos seleccionados de países de América Latina y, sobre esa base, se muestra cómo tal evolución condiciona lo que puede hacerse en el plano de la estabilización macroeconómica. En ambos casos se trata de mostrar también los efectos interactivos y de *feedback* (*retroalimentación*) micro-macro. Esta sección (y el trabajo) terminan con algunas reflexiones finales sobre política económica.

INTRODUCCIÓN

Durante los ochenta, la crisis de la deuda generó un nivel inédito de inestabilidad macroeconómica. En ese contexto, la estabilización adquirió una prioridad absoluta y la cuestión del crecimiento fue relegada a un segundo plano. En los últimos años, sin embargo, la problemática relacionada con el crecimiento y el desarrollo productivo ha ido ganando espacio en la agenda de política económica en América Latina. Esto, sin lugar a dudas, representa un importante avance. El factor fundamental que posibilitó el cambio en las prioridades asignadas a la estabilidad y el crecimiento ha sido la transformación operada en el mercado internacional de capitales: en lo que va de los noventa se registró una fuerte caída en las tasas de interés externas y hubo una sensible flexibilización en el racionamiento del crédito que los países de la región venían sufriendo. De tal forma, se desactivaron los dos factores fundamentales que habían actuado como generadores de la crisis de la deuda. Bajo estas nuevas circunstancias, los gobiernos han contado con más grados de libertad para llevar a cabo en forma exitosa políticas de estabilización y, como consecuencia, se observa una generalizada mejoría en la evolución de las variables agregadas clave en los países de la región (con la excepción importante de Brasil) (Damill y otros, 1993). Al dejar de ser la estabilización una necesidad tan acuciante, se abrió la posibilidad de pensar en el crecimiento. Como regla general, se ha estado buscando la reactivación de las fuentes del mismo a través de la implementación de reformas estructurales orientadas a profundizar el rol de los mercados y a aumentar la eficiencia de la estructura productiva.

Debe tenerse en cuenta, no obstante, que la consolidación de la estabilidad está lejos de ser un hecho. Algunos factores estructurales de inestabilidad macroeconómica están intactos, la crisis de la deuda dejó secuelas que no han sido superadas y han aparecido nuevas tensiones macroeconómicas como subproducto de la aceleración del ritmo en la implementación de las reformas estructurales.

Hemos planteado que la nueva situación representa un avance. Pero si se toman en cuenta los factores potenciales de desequilibrio remanentes se hace necesario agregar que también representa un desafío. El núcleo de este último consiste en cómo utilizar inteligentemente el mayor espacio para implementar políticas de reforma y crecimiento conservando los logros recientes en términos de estabilidad. Una condición para enfrentar este desafío es entender —aunque más no sea de manera rudimentaria— la forma en que interactúan los factores macroeconómicos y microeconómicos. Esto es, entender cómo las restricciones de consistencia macroeconómica (de corto y largo plazo) condicionan y son condicionadas por los desequilibrios generados durante el proceso de reformas y por los cambios consecuentes en la base productiva.

Este artículo analiza los factores que afectan la relación entre consistencia agregada y desarrollo productivo. Tales factores son sumamente complejos. En el tratamiento de esa problemática es ineludible la utilización de resultados analíticos pertenecientes no sólo a la macroeconomía y la microeconomía sino también a la teoría del crecimiento, la teoría financiera, las finanzas públicas, la organización industrial, el comercio internacional y la dinámica del cambio tecnológico. El enfoque ha de ser necesariamente interdisciplinario para ser fructífero. Este es, precisamente, uno de los obstáculos más difíciles de superar.

La interacción sistemática en el plano analítico entre los macroeconomistas y los especialistas pertenecientes a cada una de las ramas mencionadas —en especial con aquellos dedicados al análisis de la organización industrial, la innovación y el cambio tecnológico— es reducida. Es por ello que el carácter de este artículo no puede sino ser exploratorio (entre otras cosas debido al sesgo macroeconómico de la formación de sus autores). Nuestro mayor anhelo al escribirlo es que sea de alguna utilidad para futuros estudios interdisciplinarios de la relación entre lo "micro" (i.e. los factores relacionados con la estructura productiva) y lo "macro" (i.e. la consistencia agregada). Este anhelo tiene sus raíces en la firme creencia de que buena parte de los secretos del crecimiento se encuentran escondidos en la compleja trama de las relaciones "micro-macro".

Si las formas más importantes de interacción "macro-micro" pudieran ser identificadas, entonces sería posible analizar la manera en que diferentes escenarios macroeconómicos, caracterizados por diversas configuraciones de las variables agregadas, afectan positiva o negativamente la conducta de los agentes, la morfología institucional y, por ende, la eficiencia y el sendero de crecimiento de la estructura económica. Y sería también posible evaluar si las reformas estructurales orientadas a cambiar las características del contexto en el cual se toman las decisiones microeconómicas es esperable que actúen en favor o en contra de la consolidación de la estabilidad. Obviamente, dados nuestros objetivos, el análisis estará orientado primordialmente a dilucidar cuáles son las particularidades de esos mecanismos en el actual contexto latinoamericano, caracterizado por una estabilidad no consolidada y por una aceleración de las reformas estructurales orientadas a profundizar el rol de los mercados.

El contenido del artículo es el siguiente. En la sección primera se analiza por qué "el problema macroeconómico" tiene entidad propia y cómo afecta y es afectado por la estructura microeconómica, tanto real como financiera. También se hace un intento por identificar los canales de transmisión "micro-macro" de mayor relevancia. La sección se cierra con algunas reflexiones sobre la forma en que las interacciones micro-macro contribuyen a determinar la potencialidad de crecimiento de una economía. El tratamiento que hacemos de las cuestiones mencionadas en esta sección es relativamente abstracto. En la segunda sección, en cambio, hacemos un esfuerzo por aplicar las ideas desarrolladas a problemas concretos. El propósito es dar cuenta de algunos hechos estilizados de la interacción micro-macro extraídos de la experiencia latinoamericana. Los hechos estilizados que hemos seleccionado para el análisis están estrechamente vinculados con los desafíos de política del presente, cuyo núcleo lo constituye la relación entre estabilización y reforma estructural. En primer lugar, se presenta una visión estilizada de los principales problemas macroeconómicos que enfrenta la región en los noventa y su relación con los desbalances estructurales. Posteriormente, se presentan dos ejemplos relacionados con el proceso de reforma estructural. El primero se refiere a la influencia de lo macro sobre la micro. Se examinan las consecuencias diferenciales que tuvo sobre la evolución de la estructura productiva la existencia de dos configuraciones macro muy diferentes en las recientes experiencias de apertura comercial en Brasil y la Argentina. El segundo ejemplo enfatiza los efectos de lo micro sobre lo macro. Se compara la evolución reciente de la estructura financiera en algunos casos seleccionados de países de América Latina y, sobre esa base, se muestra cómo tal evolución condiciona lo que puede hacerse en el plano de la estabilización macroeconómica. En ambos casos se trata de mostrar también los efectos interactivos y de feedback micro-macro. Esta sección (y el trabajo) terminan con algunas reflexiones finales que, a modo de conclusión, exponen las implicancias principales de nuestro análisis para la política económica.

I. LA ESPECIFICIDAD DEL PROBLEMA MACROECONÓMICO Y LA INTERACCIÓN "MICRO-MACRO"

1. Algunas precisiones sobre el problema a estudiar

Es conveniente realizar algunas aclaraciones que nos ayudarán tanto a evitar confusiones como a delimitar nuestro objeto de análisis. Comencemos con una aclaración semántica. Utilizamos los términos "micro" y "macro" por razones de conveniencia y brevedad y sin mucho respeto por la tradicional división del trabajo en nuestra disciplina. En este estudio, el "problema macro" abarca las cuestiones de corto plazo que trata tradicionalmente la macroeconomía; pero también abarca otras que se relacionan con la consistencia entre el ahorro y la inversión en el largo plazo y que suelen analizarse en teoría del crecimiento. Nuestro uso del término "micro", en tanto, hace referencia a una gama de características de la estructura económica que en un sentido es más amplia y en otro más estrecha que las que usualmente constituyen el objeto de estudio de la microeconomía. Es más amplia porque dentro del "problema micro" incluimos cuestiones normalmente tratadas en los enfoques institucionales y en la literatura sobre innovación y organización industrial. Es más estrecha porque, por ejemplo, no haremos referencia a cuestiones relacionadas con la teoría del consumidor.

Usualmente, la relación micro-macro se analiza en la literatura sobre "microfundamentos" de la macroeconomía. El propósito de esa literatura es estudiar cómo a partir de las conductas individuales determinadas por una estructura micro *dada* (recursos, tecnología, gustos y estructura de mercados), pueden fundamentarse las proposiciones más importantes de la macroeconomía de forma tal de contar con una teoría unificada. En definitiva, se trata de "diluir" el problema macroeconómico convirtiéndolo en un epifenómeno de las conductas micro, explicable por ende en el marco de una teoría general basada sólo en principios de conducta referidos a cada agente individual. A pesar de la cantidad de esfuerzo invertido, no se ha arribado a resultados que cuenten con un mínimo de consenso entre los especialistas. La discusión que sigue se relaciona sólo tangencialmente con esa problemática y, digámoslo de una vez, no tenemos ninguna voluntad de reinventar la rueda.

A diferencia del enfoque de microfundamentos que trata de resolver un problema teórico, el que se usa aquí se origina en nuestra experiencia de estudios de casos en América Latina. Dada la falta de una estructura teórica integrada, en el análisis económico aplicado a casos concretos, los problemas de la estructura microeconómica y los macroeconómicos se estudian por separado. De manera consistente con esto, en este estudio asumimos como premisa metodológica que los problemas macroeconómicos tienen entidad *per-se* y que lo mismo ocurre con los problemas micro relacionados con la estructura productiva. A partir de ello —y basándonos en los hechos estilizados que hemos identificado a partir del estudio de casos— nos preguntamos cómo es la interacción entre ambos problemas. Cómo determinadas estructuras micro afectan la estabilidad macroeconómica y cómo diferentes desequilibrios macroeconómicos contribuyen a modelar una estructura micro determinada. Este enfoque no supone que la estructura micro está *dada* y que es invariable ante la ocurrencia de fenómenos de desequilibrio macroeconómico.

Un ejemplo puede ser ilustrativo. En la literatura tradicional se supone que la inflación se produce por una falla de coordinación que hace que la demanda agregada supere a la oferta. Supongamos que ello se debe a un exceso de oferta de dinero. Para que el desequilibrio desaparezca sería suficiente con que la autoridad monetaria realice una política monetaria contractiva que resulte en una cantidad real de dinero exactamente igual a la demanda que surge de la agregación de las demandas de cada uno de los

agentes individuales. La estructura microeconómica es invariable ante el fenómeno de desequilibrio macroeconómico. Hay una y sólo una cantidad de dinero demandada compatible con cada nivel de inflación. Esto no siempre es consistente con los hechos estilizados de América Latina. Supongamos que hay una tasa dada de inflación y la misma se acelera debido a un aumento de la tasa de emisión monetaria y que, como consecuencia, la demanda de dinero baja. Supongamos además que, mediante políticas de estabilización, las autoridades logran retrotraer la tasa de inflación y emisión al nivel previo. En un contexto como éste, en América Latina muchas veces hemos observado que el nivel de la demanda de dinero no vuelve a su nivel original y, lo que es muy importante, hay mercados financieros que directamente desaparecen (típicamente los de más largo plazo). Esto es, para una misma tasa de inflación podrían observarse —aunque no necesariamente— dos niveles **distintos** de la demanda de dinero y dos estructuras **diferentes** de mercados financieros. Si esto ocurre, ello implica que una vez que el desequilibrio macroeconómico es eliminado no se vuelve a la "misma" economía. El desequilibrio macro produce una mutación en la estructura micro. Este tipo de fenómenos no es privativo del campo monetario ya que tiene lugar también en el lado real. Ello ocurre, por ejemplo, cuando las variaciones de la tasa de inflación producen variaciones **permanentes** en la duración promedio de los contratos o cuando **desaparecen** lisa y llanamente algunos tipos de contrato. En ambos casos, la estructura productiva puede sufrir mutaciones porque hay actividades productivas que devienen **inviabiles** si determinadas formas de contratación no están disponibles.¹

El argumento no es que todo desequilibrio macro induce siempre mutaciones micro sino que es posible identificar configuraciones de desequilibrio macro que efectivamente producen mutaciones estructurales. Es obvio que cualquiera sea el tipo de desequilibrio, lo macroeconómico es per-se importante porque tiene entidad causal suficiente como para condicionar las decisiones individuales de los agentes; independientemente de que el marco microeconómico se considere invariable o no. Pero cuando esas decisiones llevan a cambios en la tecnología o en la propensión a innovar, a destrucción de riqueza, a variaciones en la relación capital/producto o a transformaciones en las instituciones (cambios en el tipo de contratos, desaparición de mercados, etc.), no puede asumirse que el marco micro dentro del cual se toman las decisiones individuales ha permanecido invariable. La importancia de esta cuestión resulta clara cuando se observa la evolución de largo plazo de la estructura micro. Hay rasgos de la estructura económica que no pueden explicarse sólo en términos micro y sin hacer referencia al contexto macro en que tal evolución se produjo. Es necesario explicar, entonces, cuáles son las características que asumen algunos tipos específicos de desequilibrio macro que hacen que, como consecuencia de su ocurrencia, se produzcan mutaciones permanentes en la estructura micro. En este sentido, el objetivo no es sustituir el enfoque macroeconómico tradicional de corto plazo que supone un marco micro dado, sino complementarlo incluyendo en el análisis los efectos de "largo plazo" que los fenómenos de inconsistencia agregada pueden inducir en el marco micro.

En este trabajo argumentaremos que para realizar tal extensión del análisis macro tradicional es necesario incluir junto a los fenómenos de desequilibrio estable, aquéllos en los cuales pueden darse fenómenos de inestabilidad del desequilibrio. Esto es, hay que incluir escenarios macroeconómicos caracterizados no sólo por situaciones inestables explosivas (vgr. hiperinflación) sino también, y fundamentalmente, aquéllos que muestran períodos prolongados de desequilibrio que no devienen explosivos (vgr. lapsos extendidos de inflación de tres dígitos) o que muestran una sistemática propensión a generar desequilibrios pronunciados y recurrentes de forma tal que ello se convierte en una característica inherente del contexto macroeconómico. Desde nuestro punto de vista, es justamente la

¹ Sobre la relación entre inflación y contratos véase Frenkel (1990).

percepción por parte de los agentes económicos de que viven en una economía con rasgos de inestabilidad macroeconómica la que los induce a poner en práctica cambios de conducta que terminan por provocar mutaciones estructurales en el entorno micro.

De hecho, la importancia de esta cuestión está ya implícita en el lenguaje mismo con se discuten los fenómenos macroeconómicos en América Latina. Cuando en la literatura se hace referencia a problemas macroeconómicos en los países desarrollados, se habla de **desequilibrio** macroeconómico. Cuando se discute de macroeconomía en Latinoamérica, sin embargo, se cambia sin mucha discusión la palabra **desequilibrio** por **estabilidad** y se discurre sobre el problema de la **estabilidad** macroeconómica y las políticas de **estabilización**. En el primer caso, implícitamente se asume que la economía es **estable** y el problema de política macroeconómica es cómo hacer más rápida la vuelta al equilibrio de una economía inherentemente estable. En el segundo caso, no se asume —creemos que correctamente— que la economía sea estable. El problema no es acelerar la vuelta a un equilibrio predefinido sino cómo encontrar políticas para convertir en estable a una economía inestable. Se trata de definir una **nueva** configuración del equilibrio y nuevas formas de ajuste dinámico en **desequilibrio**.

Es justamente por esta razón que la política de estabilización suele incluir elementos de reforma estructural y que es tan difícil separar ambos componentes. Asimismo, este es un motivo importante por el cual es necesario adoptar un enfoque macroeconómico que incluya cuestiones normalmente tratadas en teoría del crecimiento. Si la economía tiene rasgos de inestabilidad es necesario cambiar los parámetros que la definen para hacerla estable. Es decir, reformar parte de su estructura. Y si se obtiene éxito en la estabilización, la economía estabilizada **no** será estrictamente la misma economía que generaba el **desequilibrio** macroeconómico que llevó a la implementación de la política de estabilización. Las economías inherentemente estables no se estabilizan, se equilibran. Son las inestables las que deben estabilizarse. Esto es, las que deben ser transformadas estructuralmente para que muestren senderos estables de retorno al equilibrio y por ende puedan ser pasibles de ser equilibradas.

La estrecha relación entre estabilización y reforma estructural que plantean los fenómenos de inestabilidad, genera a su vez problemas adicionales. Al diseñar las políticas de cambio estructural que deben acompañar la estabilización, ¿cuáles son los parámetros estructurales que deben ser cambiados?; ¿qué características de la estructura micro son las que generan la propensión a la inestabilidad?; ¿cómo afectan esos cambios la capacidad de crecimiento de la economía?. Esta cuestión es precisamente la que obliga a analizar los efectos que lo micro tiene sobre lo macro.

En suma, en el enfoque que adoptamos en este estudio, la relación entre lo micro y lo macro es concebida como un camino de doble vía y, por ende, tenemos por delante dos cuestiones a analizar. La primera es por qué existe un "problema" macroeconómico con una especificidad y una entidad que le son propias, y que amerita un tratamiento (analíticamente) separado del resto de las cuestiones atinentes a la evolución de las actividades productivas. Particularmente, es crucial tener una idea de por qué el **desequilibrio** macroeconómico y, frecuentemente, la aparición de fenómenos de inestabilidad han afectado tan sensiblemente el ritmo de crecimiento y la morfología de la estructura productiva de América Latina. La segunda tarea es examinar de qué manera los desbalances existentes en la estructura productiva así como un mayor desarrollo y sofisticación de la misma, podrían contribuir a la desactivación de los factores estructurales que están en la base de la propensión de las economías de la región a generar fuertes **desequilibrios** macroeconómicos en forma recurrente y que suelen asumir el carácter de inestables.

2. De lo macro a lo micro: la especificidad del problema macroeconómico y las mutaciones estructurales

La cuestión que dio lugar a la aparición de la literatura sobre los microfundamentos es que, partiendo de los principios microeconómicos, no es posible deducir como teorema los hechos estilizados observados a nivel macroeconómico, como el desempleo o la importancia de las variables nominales en la determinación del nivel de actividad agregado. La imposibilidad de resolver esta cuestión hizo que, como hipótesis de trabajo, el problema macroeconómico se concibiera como teniendo una entidad propia e independiente de las conductas individuales. Para definir tal entidad, el análisis macroeconómico identifica un grupo de **variables fundamentales** que determinan la evolución de la economía a nivel agregado. Tales variables son las asociadas con la evolución del sector externo, de las cuentas fiscales y del balance entre el ahorro y la inversión globales.² Cuando se producen cambios pronunciados y no anticipados en estas variables fundamentales aparecen **fallas de coordinación** entre los planes individuales y desequilibrios de entidad macroeconómica.

El núcleo central del problema macroeconómico es la existencia de esas fallas de coordinación. Cuando éstas se producen, ello determina que no todos los agentes económicos estén en condiciones de transar ex-post en los mercados las magnitudes que habrían planeado ex-ante. Existe desequilibrio macroeconómico porque existen fallas de coordinación a nivel agregado.

La principal distorsión que plantea una situación de desequilibrio es que los agentes se ven obligados a realizar transacciones que pueden superar o ser menores en magnitud a las deseadas y ello afecta la restricción de presupuesto y la posición de riqueza de los mismos.³ Como consecuencia, los agentes se ven compelidos a llevar a cabo ajustes no previstos con el objeto de recomponer el equilibrio deseado en su "hoja de balance" y, tales ajustes, pueden abarcar tanto el lado real (reasignación de factores) como al financiero (decisiones de cartera) y tanto a los flujos (decisiones dentro del período) como a los stocks (reasignaciones intertemporales de recursos). Estas cuestiones aparecen ante cualquier situación de desequilibrio. Pero cuando ellas se deben a "fallas de coordinación" a nivel agregado, el dato clave es que habrá un número macroeconómicamente importante de agentes realizando transacciones en desequilibrio y ajustando, por ende, sus hojas de balance. A su vez, las consecuencias de esos ajustes sobre la hoja de balance de otros agentes —que en un principio pueden no haber sido afectados— no pueden ignorarse ya que serán de magnitud no despreciable. En otras palabras, se producirán efectos de "derrame" sobre otros mercados que tenderán a profundizar los efectos impacto del desequilibrio en un

² En la discusión sobre estabilización y crecimiento en América Latina, el rol crucial de estos tres factores llevó al desarrollo de la literatura basada en los modelos de "tres brechas": la fiscal, la externa y la doméstica (de ahorro/inversión). Véase, por ejemplo, Fanelli, Frenkel y Rozenwurcel (1992).

³ En la literatura de desequilibrio tradicional (Leijonhufvud, 1968; Benassy, 1982) se enfatizan las transacciones que **no** se realizan debido a las fallas de coordinación. Sin embargo, en otro lugar hemos argumentado que este énfasis es injustificado (Fanelli, 1988). Sobre todo en el plano financiero donde en situaciones de desequilibrio típicamente los agentes sobreendeudados tienen la posibilidad de atrasarse en los pagos obligando consecuentemente a los acreedores a prestar **más** que lo que ex-ante estaban dispuestos a prestar. Este tipo de situación fue muy común durante la crisis de la deuda en que varios países latinoamericanos entraron en moratoria de pagos. Cuando se enfatizan las transacciones que **no** se realizan, el esquema de racionamiento en desequilibrio que se utiliza es que "manda el brazo corto del mercado" (vgr, si existe exceso de oferta se transan las cantidades determinadas por la demanda). Cuando se permite que se hagan **más** transacciones que las deseadas, el esquema de racionamiento puede basarse en que "manda el brazo largo del mercado" o una combinación lineal de las cantidades determinadas por el brazo corto y el largo. En el primer caso todas las transacciones son voluntarias, en el segundo pueden existir transacciones forzosas o no voluntarias.

mercado o mercados determinados. Además, como las transacciones fuera del equilibrio pueden afectar no sólo a los flujos sino también a la posición de stocks, el efecto de derrame puede tener consecuencias intertemporales importantes. El desequilibrio puede "leerse" en la hoja de balance de cada agente observando las decisiones de stock y flujo que deberá tomar para solucionar su desequilibrio y es justamente por ello que las fallas de coordinación son fundamentales para entender porqué lo macro afecta a lo micro.

Los canales de transmisión a través de los cuales las fallas de coordinación a nivel agregado terminan afectando las decisiones de los agentes son variados y numerosos. En función del tipo de análisis que aquí nos preocupa, sin embargo, basta con una categorización general de los canales fundamentales. El mecanismo de transmisión básico en una economía de mercado, obviamente, es el que opera a través del sistema de precios. Esto es, a través de variaciones de los precios relativos tanto en el lado real como en el financiero. Sin embargo, el sistema de precios no actúa en forma óptima porque los precios no son completamente flexibles; la información no es perfecta; existen factores que debilitan la competencia; y hay rigideces y "fricciones" en la reasignación de recursos. En realidad, es por estas imperfecciones de mercado que se producen fallas de coordinación y desequilibrios que llevan a la generación de señales "falsas" de precios relativos. La falta de optimalidad del mecanismo de precios en tales circunstancias, induce sobrecorrecciones (overshooting) o subcorrecciones de precios que dan lugar a que se produzcan variaciones de cantidades (ofertadas o demandadas) y decisiones financieras erróneas. Es decir, decisiones que impedirán que los agentes puedan transar las cantidades planeadas en los mercados reales y financieros. Los fenómenos de desempleo en el lado real y las situaciones de sobreendeudamiento o severa restricción de liquidez en el lado financiero son los indicadores más visibles de este tipo de situaciones.

Cuando los agentes aprenden que sus decisiones pueden ser erróneas porque los precios **no** incluyen toda la información relevante o incluyen información que puede ser errónea, buscan información complementaria a la brindada por los precios relativos. Como los efectos más visibles del desequilibrio operan sobre las cantidades reales transadas y sobre las variaciones en la posición financiera de los agentes, aparecen dos conjuntos nuevos de señales a tomar en cuenta en las decisiones individuales: la información de cantidades reales transadas en los mercados y la información de cantidades brindada por los indicadores financieros elaborados sobre la base de la hoja de balance de los agentes. En función de esto, es necesario incorporar dos mecanismos de transmisión adicionales al de precios que afectan las decisiones microeconómicas y a través de los cuales, por ende, lo macro afecta a lo micro. Ellos son, por una parte, los que operan a través de los indicadores de cantidades en el lado real (vgr. desempleo y capacidad ociosa) y, por otra, los que actúan a través de variaciones en los indicadores financieros de cantidad. Entre estos últimos los hay de flujo/flujo (como el indicador pago de intereses/ventas); stock/stock de corto (vgr. el indicador de liquidez: activos líquidos/deuda de corto exigible) y de largo (vgr. endeudamiento/patrimonio neto) y stock/flujo (vgr. ventas/deuda).

Una vez definida la especificidad del problema macroeconómico en base a las variables fundamentales y las fallas de coordinación por una parte, y los mecanismos de transmisión entre el desequilibrio agregado y las conductas microeconómicas por otra, queda por analizar cómo es que los efectos del desequilibrio económico inducen, bajo ciertas circunstancias, mutaciones en la morfología y en la evolución en el tiempo de la estructura micro. Ya dijimos que los fenómenos de inestabilidad son fundamentales en relación con esto. Ahora queremos mostrar cómo ello se correlaciona con la magnitud cuantitativa de las fallas de coordinación, su duración temporal y su recurrencia.

La coordinación completa (i.e. la ausencia de problemas macro) sólo se produce en un contexto de equilibrio general y tal contexto es una construcción ideal. No obstante ello, es una construcción útil pues la referencia a esa situación permite considerar diferentes grados de desequilibrio macroeconómico. Aunque las economías se encuentran siempre en situación de desequilibrio, un grado reducido de desequilibrio puede ser considerado poco relevante en la determinación de su funcionamiento y por ende la estilización de equilibrio puede ser útil para modelarlo. El problema macroeconómico aparece en plenitud cuando la magnitud del desequilibrio en las variables fundamentales es tal que afecta en forma esencial el funcionamiento de la economía.

En el análisis macroeconómico tradicional, el desequilibrio agregado es concebido como un fenómeno temporal y el énfasis está puesto en la búsqueda de herramientas de intervención óptimas —sobre todo referidas al uso de las políticas fiscales, monetarias y cambiarias— capaces de solucionar las fallas de coordinación minimizando simultáneamente el período durante el cual la economía funcionará en desequilibrio. Más allá de las recientes discusiones referidas a si tales políticas son o no necesarias, el análisis tradicional asume que el desequilibrio es temporal. Sea porque la economía se autorregula adecuadamente sin necesidad de intervenciones de política, sea porque no lo hace pero es posible acelerar el recorrido a través del sendero que lleva al equilibrio mediante un proceso de **fine tuning** (afinamiento). Si este fuera el caso, las consecuencias a nivel micro de los desajustes macro no serían excesivamente relevantes.

Este enfoque, sin embargo, resulta demasiado estrecho cuando se analiza el problema macroeconómico en economías como la latinoamericana típica. La razón básica es que los problemas macroeconómicos que enfrenta la región suelen revestir características diferentes a los que típicamente se observan en las economías desarrolladas. Las diferencias más marcadas se asocian con la **magnitud**, la **duración temporal** y la **recurrencia** de los desequilibrios macroeconómicos. Estos rasgos se manifiestan de manera múltiple y variada en cada economía en particular. Sin embargo, hay un rasgo que sintetiza la diversidad de factores que contribuyen a determinar la propensión de una economía a generar fallas de coordinación: el **grado de volatilidad e impredecibilidad estocástica en la evolución de las variables fundamentales**. Cuanto más volátil y más difícil de modelar el proceso estocástico que genera la evolución observada de las variables fundamentales, mayor la dificultad para anticipar tal evolución, mayor la incertidumbre y, por ende, mayor la propensión de la economía a generar desequilibrios externos, fiscales o entre el ahorro y la inversión. En un contexto tal, habrá períodos recurrentes durante los cuales se producirán fallas de coordinación de magnitud.

En una economía que muestra estas características en la evolución de sus variables fundamentales, se observarán a nivel microeconómico conductas que estarán ausentes cuando ello no ocurre. Lo que queremos resaltar es que una cosa es pasar por una etapa de desequilibrio y otra vivir en una economía propensa a generarlo en forma sistemática. En este último caso, a diferencia de lo que se enfatiza en el análisis macroeconómico tradicional, como el desequilibrio macroeconómico se percibe como un fenómeno **recurrente**, aparecen como **rentables** conductas de adaptación microeconómica que no lo serían si el desequilibrio fuera un fenómeno esporádico y pasajero. Es razonable pensar que, en una economía "estructuralmente" propensa a generar desequilibrios macroeconómicos, la influencia de lo macro sobre la estructura micro será mucho más permanente y visible. Ya hemos visto que los mecanismos de transmisión macro-micro operan a través del sistema de precios, la información de cantidades y la posición financiera de los agentes. Vale la pena, entonces, detenerse brevemente en las características particulares que tales canales muestran en una economía con propensión al desequilibrio recurrente e inestable a nivel macroeconómico.

Empecemos con la operatoria a través del sistema de precios. Como en las economías de mercado le corresponde a los precios relativos la labor primordial de eliminar los desequilibrios, una consecuencia importante de la volatilidad de las variables fundamentales será una más alta y pronunciada variabilidad en los precios relativos. Esto es, en los precios relativos que el análisis económico identifica como "clave" justamente porque están asociados a las variables fundamentales (tipo de cambio real, salarios reales, tasas de interés, etc.). Si las señales de precio que reciben los agentes son más volátiles, el grado de incertidumbre que rodeará el proceso de toma de decisiones tenderá a ser elevado y, en consecuencia, será mayor la probabilidad de que el individuo tome decisiones erróneas que lo lleven ex-post a una situación de desequilibrio.

La evolución de las cantidades transadas en desequilibrio no es independiente de lo anterior. Ya vimos que debido a imperfecciones (rigideces, etc.), no todo el ajuste se produce vía precios. En consecuencia, las cantidades mostrarán también una evolución más volátil en un contexto en que es difícil anticipar la evolución de los precios relativos. Habrá cambios bruscos y no anticipados de cantidades durante el proceso de ajuste dando lugar de esa forma a ciclos rápidos y recurrentes de recesión/expansión que agregarán incertidumbre al contexto de decisión microeconómico.

Por último, como en una economía monetaria a toda transacción del lado real le corresponde otra del lado financiero, los indicadores de la hoja de balance financiero también tenderán a mostrar cambios marcados y no anticipados. En realidad, las variaciones de precios y cantidades no anticipadas, pueden poner en desequilibrio a los agentes aún cuando éstos "no decidan nada" en el plano financiero. Ello ocurre, por ejemplo, cuando las devaluaciones no anticipadas generan transferencias de riqueza también no anticipadas que suelen cambiar fuertemente la posición financiera de los agentes (vgr. convirtiendo una posición financiera sólida en una altamente especulativa o Ponzi) o cuando profundas recesiones llevan a posiciones financieras insostenibles.

Es justamente esta forma diferencial en que operan los mecanismos de transmisión micro-macro lo que explica que, en una economía con tendencia a generar inestabilidad, los desequilibrios macro produzcan mutaciones micro. En realidad, las mutaciones que se observan están de una u otra manera relacionadas con el siguiente hecho: en una economía de alta incertidumbre macroeconómica donde es más fácil equivocarse, **la flexibilidad para cambiar decisiones del pasado tiene un premio económico.**⁴ Empíricamente, la forma más directa de constatar este hecho es observando el enorme diferencial de riesgo entre el nivel de las tasas de rendimiento de corto y largo plazo. Suelen observarse situaciones en las que tal diferencial se torna infinito para algunos plazos haciendo **desaparecer** de tal forma los mercados de crédito de largo plazo.

Esta suerte de "**preferencia extrema por flexibilidad**" tiene consecuencias fundamentales sobre la asignación de recursos reales, la morfología financiera y —vía sus efectos sobre la inversión y la capacidad de innovación— sobre el crecimiento. Más adelante utilizaremos este resultado que es una de las conclusiones centrales de nuestro análisis porque afecta de manera directa el desarrollo productivo. Por ahora nos interesa remarcar dos puntos adicionales que tienen que ver con la dinámica de ajuste en desequilibrio y las restricciones que una economía inestable pone a la política macroeconómica.

⁴ Nuestro uso del concepto de flexibilidad está inspirado en Hicks (1974).

En una economía inestable, las reacciones de los individuos no sólo producen mutaciones en la estructura micro, además tales mutaciones pueden generar mecanismos de ajuste en desequilibrio que lleven a senderos dinámicos explosivos. Por ejemplo, se produce un déficit fiscal y la inflación se acelera. Para cubrirse de los efectos de la aceleración los individuos reaccionan acortando en forma generalizada la duración de los contratos. Este hecho achica el horizonte intertemporal de decisión microeconómica. Hay proyectos de inversión que no se realizarán y activos financieros que dejarán de demandarse. Como consecuencia, cae el nivel de actividad y es más difícil para el gobierno y el sector privado colocar deuda incluso a plazos muy cortos. Un nivel de actividad más bajo reduce la recaudación tributaria, el déficit fiscal aumenta y en el contexto de caída en la demanda de bonos públicos la única forma de financiar al gobierno es aumentar la tasa de emisión monetaria. Esto acelera la inflación, etcétera. El sendero de ajuste en desequilibrio comienza a mostrar signos de explosividad y esto convalida como correcta la decisión individual de acortar los contratos para adaptarse a una economía inestable. El ajuste en desequilibrio lleva a consolidar la mutación a nivel micro.

Estos mecanismos de realimentación del desequilibrio y consolidación de las mutaciones micro también afecta la efectividad de las políticas económicas. Cuando se producen cambios frecuentes y no anticipados en el sendero temporal de las variables fundamentales, las autoridades se ven obligadas a implementar cambios frecuentes y radicales en los instrumentos de política tratando de compensar los efectos desequilibrantes. En un contexto como éste, resulta harto improbable que las autoridades consigan un grado de reputación suficiente para brindar credibilidad a sus políticas.

Esto tiene dos consecuencias negativas. La primera es que es difícil que los agentes económicos muestren rapidez y flexibilidad en adaptar sus conductas cuando el gobierno anuncia cambios radicales de política. En un contexto incierto las conductas conservadoras y defensivas pueden ser las más rentables en cuanto garanticen mayor flexibilidad. La segunda consecuencia es que obliga al gobierno al overshooting en la elección de los objetivos cuantitativos buscados con sus políticas. Existe en este sentido una suerte de trade-off entre credibilidad y dramatismo: los anuncios deben ser dramáticos si han de cambiar la conducta de agentes conservadores.

Ambos hechos son una fuente permanente de generación de fallas de coordinación macroeconómica e inestabilidad en los países de la región. Si la conducta de los agentes no cambia en el sentido buscado por las autoridades y, además, las políticas buscan objetivos dramáticos, la consecuencia en términos de desequilibrio macroeconómico y desarticulación productiva pueden ser altamente distorsivas. Este tipo de cuestiones de política económica es típica, por ejemplo, de los ciclos de política económica de protección-apertura-crisis de balance de pagos-protección que se dieron en Argentina, Chile y otros países. Para ser creíbles, las autoridades lanzan un programa rápido y muy ambicioso de apertura comercial. Con ello esperan que el sector privado tome la apertura como un hecho permanente e invierta en la reconversión. Como la apertura genera una explosión de las importaciones y un déficit insostenible en la cuenta corriente, el sector privado anticipa que el régimen no podrá ser mantenido y no invierte en reconvertirse. En tal contexto, las exportaciones se estancan y las importaciones suben. Cuando se torna imposible financiar el déficit de cuenta corriente resultante, con el objeto de garantizar un mínimo de estabilidad macroeconómica las autoridades se ven obligadas a volver a imponer no sólo altos aranceles sino directamente prohibiciones y cuotas de importación. Ex-post, las conductas defensivas son convalidadas como correctas por la política económica.

3. De lo micro a lo macro: desbalance estructural y estabilidad macroeconómica

No todos los países muestran el mismo grado de inestabilidad macroeconómica porque en cada país la volatilidad de las variables fundamentales y los mecanismos específicos de ajuste ante el desequilibrio difieren. Tales particularidades se correlacionan estrechamente con las características estructurales de cada economía. Es justamente debido a esto que los factores micro son relevantes en la determinación de la capacidad de la economía para procesar shocks macroeconómicos con mayor o menor eficiencia.

La estructura económica está compuesta por una base productiva (tecnología, recursos, capacidad de innovación), individuos, mercados e instituciones. Por lo tanto, la capacidad de la economía para absorber shocks que se traducen en fallas de coordinación puede evaluarse en función de: (a) la cantidad y calidad de los mecanismos de autoregulación existentes (mercados e instituciones) para amortiguar y distribuir en el tiempo los shocks; (b) las características del sistema productivo que lo hacen más o menos flexible en la reasignación de los factores de producción con el objeto de adaptarse a situaciones nuevas (i.e. post-shock).

En función de lo anterior, las economías podrían ordenarse de acuerdo al grado de desarrollo de los mercados, las instituciones y la diversificación de su estructura productiva. Si se toman, por ejemplo, las economías con algún grado significativo de desarrollo industrial, los dos criterios mencionados podrían utilizarse para crear un orden donde las economías capitalistas desarrolladas estarían en un extremo y las economías ex-socialistas en transformación en el otro, al tiempo que las economías latinoamericanas de mayor tamaño ocuparían lugares entre ambos extremos.

El criterio (a) hace depender la capacidad de autorregulación del grado de desarrollo de los mercados y las instituciones. Tanto la estructura de mercados como las instituciones directa o indirectamente relacionadas con la actividad económica son cruciales porque de ellas depende la capacidad de **administrar la incertidumbre** inherente a todas las actividades económicas y, por ende, pueden contribuir significativamente a suavizar los efectos desequilibrantes generados por la volatilidad.

Cuanto mayor el grado de desarrollo de la **estructura de mercados**, más aceitado resultará el proceso de determinación de precios y por lo tanto menor será la probabilidad de ocurrencia de desequilibrios duraderos y de procesos inestables. Un sistema de mercados "completo" permitiría que la eliminación de los desequilibrios spot pueda ser distribuida en el tiempo a través de la operación de los mercados futuros y que la incertidumbre pueda procesarse a través de la operatoria de los mercados de seguros. En este sentido, el modelo ideal de referencia es la estructura de mercados y de información "perfecta" que cuenta con todos los mecanismos necesarios para garantizar la coordinación completa de los planes y decisiones descentralizadamente decididos por los individuos y donde la reasignación de los recursos ante "noticias" que cambian el contexto de información se hace en forma más o menos instantánea y sin incurrir en costos significativos.

Ninguna economía real tiene tales características, pero las economías capitalistas desarrolladas poseen las estructuras que más se aproximan a esa estilización teórica. Aunque la estructura de esas economías exhibe numerosas "fallas de mercado", es usual que existan sustitutos próximos de los mercados que faltan. Por ejemplo, la ausencia de mercados de futuro generalizados tendrá menos efectos cuanto más desarrollados estén los mercados de capital de diferentes plazos y si bien no existen mercados para asegurarse ante todo tipo de riesgo, los mercados de seguro para diferentes clases de riesgo están mucho más desarrollados que en la economía latinoamericana típica.

De lo anterior se concluye que la mayor o menor "completitud" de la estructura microeconómica de mercados es relevante para la dinámica macro porque existe una correlación estrecha entre los problemas de "falla de coordinación" macroeconómica y la magnitud de las "fallas de mercado". A mayor número e importancia de las fallas de mercado, mayor la debilidad —o ausencia— de mecanismos de mercado de amortiguación del desequilibrio y mayor en consecuencia la tendencia de las economías a generar desequilibrios y senderos de ajuste dinámico que tiendan a reproducir o amplificar los desbalances en lugar de corregirlos.

El grado de desarrollo de las instituciones relacionadas con la actividad económica afecta la probabilidad de ocurrencia de "fallas de coordinación" macroeconómica por varias razones. Vale la pena mencionar dos. La primera es que existen arreglos institucionales que pueden suplir "fallas de mercado" como la inexistencia de algunos mercados de futuro o seguros clave y que, en tal carácter, son mecanismos relevantes de reducción de la incertidumbre. Estas instituciones son importantes en el establecimiento de relaciones de "clientela" para reducir la incertidumbre en las relaciones entre firmas que operan en un mundo de mercados spot; para suplir las "fallas" en el mercado de trabajo o las externalidades generadas en el proceso de aprendizaje financiado por firmas particulares; para proveer sustitutos de mercados de crédito inexistentes, a través de bancos estatales o a través de las relaciones crediticias cliente/proveedor/firma, etc.

La segunda razón es que la fortaleza institucional reduce la volatilidad de las variables fundamentales. Cuanto más desarrolladas las instituciones del sector público (vgr. la estructura impositiva), menor será la probabilidad de ocurrencia de shocks fiscales que lleven al desequilibrio macroeconómico. Cuanto más eficiente la supervisión bancaria y los mecanismos de screening (selección) en la asignación de crédito por los bancos comerciales, menor la probabilidad de que se produzca una crisis financiera con las consecuentes externalidades negativas sobre el equilibrio macroeconómico. Adicionalmente, el desarrollo institucional es relevante porque existe una correlación entre éste y el grado de estabilidad del marco jurídico y de regulaciones lo cual, a su vez, es determinante en la evolución de la inversión en particular y de la incertidumbre en general. En una economía basada en la propiedad privada, la seguridad jurídica no sólo es una condición necesaria de la existencia misma de los mercados sino también de la inversión que garantice la reproducción del sistema económico.

El criterio (b) hace directa referencia a la estructura productiva. En general, cuanto menor la diversificación y sofisticación productiva, menor la capacidad para reasignar rápidamente los recursos hacia nuevas actividades ante la ocurrencia de shocks permanentes. En las economías poco desarrolladas productivamente, existe una mayor cantidad de rigideces que impiden una rápida reconversión de la estructura productiva. Ello hace que el proceso de transición y ajuste post-shock sea de mayor duración y, en consecuencia, será mayor el período durante el cual la economía funcionará en desequilibrio. Es importante destacar que —por lo menos empíricamente— está probado que los factores (a) y (b) no son independientes y que, este hecho, tiende a reforzar los mecanismos de reproducción y prolongación del desequilibrio. En efecto, en primer lugar, se observa que la falta de desarrollo productivo se correlaciona positivamente con la falta de desarrollo de los mercados financieros y de capital. De tal forma, la propensión a la inestabilidad se refuerza porque la rigidez de la estructura productiva determina que los procesos de transición sean largos y la falta de mercados de capital hace que sea muy difícil financiar procesos largos de reconversión productiva. El resultado es que en la economía latinoamericana típica, por ejemplo, se observan prolongados períodos de retracción productiva que no necesariamente llevan a una reconversión exitosa del aparato productivo sino a pérdidas netas de capacidades de producción que habían sido adquiridas. Los procesos de apertura económica de shock caracterizados por la desaparición de partes importantes del sector industrial sin que aparezcan nuevas especializaciones y economías de

escala en determinados segmentos del sistema industrial debido a la falta de financiamiento para la reconversión, son el ejemplo paradigmático en este sentido.

En segundo lugar, también se observa empíricamente que existe una correlación entre el grado de desarrollo productivo y la sofisticación de las instituciones asociadas con la actividad económica. Esto hace que el desarrollo de instituciones orientadas a sustituir a los mercados faltantes —debido a fallas de mercado— también se retrase y, de esta forma, la capacidad para procesar la incertidumbre se relaciona directamente con la escasa sofisticación de la estructura productiva. En realidad, a la luz de la literatura sobre organización industrial, este hecho no resulta sorprendente. De esa literatura surge que el desarrollo de las instituciones orientadas al manejo de la incertidumbre al margen del mercado, como las relaciones entre clientes, proveedores y firmas, tiende a ser mayor en los sectores industriales de mayor sofisticación, donde los precios juegan un rol mucho menor en la asignación de los recursos que, por ejemplo, en los mercados de commodities y materias primas en general.⁵ Así, a menor sofisticación productiva, menor será la presencia económica de estas instituciones y, por ende, mayor el rol de la incertidumbre y la inestabilidad.

Dos ejemplos simples pueden servir para aclarar lo que hemos tratado en esta subsección. El primero se refiere a los efectos multiplicadores e ilustra el rol de los cambios en la estructura micro en la determinación de la dinámica de ajuste macro.

La magnitud del efecto multiplicador del gasto es mayor en una economía como la argentina que en la economía norteamericana actual. Es conocido que el efecto multiplicador se ha ido debilitando en la economía norteamericana, al punto que su misma existencia ha sido puesta en duda desde principios de los años sesenta. En cambio, el efecto se observaba claramente en los años treinta. Esta transformación en la dinámica de comportamiento macroeconómico a lo largo del tiempo puede atribuirse a la complejización de la estructura económica (desarrollo de los mercados e instituciones y acumulación de riqueza). Sintéticamente, los asalariados poseen ahora mayor riqueza, cuentan con el seguro de desempleo y tienen mayor acceso al crédito, de modo que una reducción transitoria de su ingreso corriente afecta menos su gasto de consumo que sesenta años atrás. La economía argentina, en cambio, tiene al respecto una estructura más parecida a la de Estados Unidos en los treinta. Una reducción del ingreso corriente de los asalariados (más pobres que sus homólogos norteamericanos y sin seguro de desempleo generalizado) les impone una restricción de liquidez que limita su gasto en consumo. Se observan entonces las repercusiones de los "efectos ingreso" que determinan la magnitud del multiplicador. Esos mismos mecanismos, dependientes de la estructura de la economía, determinan también otros comportamientos diferenciales ante situaciones de desequilibrio como, por ejemplo, los efectos que se observan ante una devaluación. La diversidad estructural —en particular en lo relativo a la diversificación de la base productiva— determina que la devaluación sea recesiva en Argentina y expansiva en los Estados Unidos.

El segundo ejemplo se refiere a la falta de diversificación productiva como causa directa del grado de volatilidad macroeconómica. Uno de los determinantes principales de la variabilidad del saldo de la cuenta corriente en América Latina es la variabilidad de los términos del intercambio. Como las exportaciones muestran un bajo nivel de diversificación fruto de la falta de competitividad de los sectores más dinámicos de la industria (Guerrieri, 1993), la cuenta comercial suele sufrir cambios significativos

⁵ Scherer (1980) aporta una cantidad abrumadora de hechos estilizados atinentes a la organización industrial que apoyan esta afirmación.

ante la ocurrencia de shocks externos negativos. La falta de diversificación productiva hace que la volatilidad de los términos del intercambio se traduzca en forma directa en volatilidad de las variables fundamentales que afectan al sector externo. La dependencia de pocos productos de exportación impide suavizar la volatilidad vía la diversificación de riesgo implícita en una estructura exportadora diversificada. De esta forma, la falta de desarrollo productivo se convierte en forma directa en una fuente de volatilidad macroeconómica.

4. La interacción micro-macro, la estructura productiva y el crecimiento

Hasta aquí hemos analizado cómo la inestabilidad macro puede inducir mutaciones en la estructura micro y cómo las debilidades micro —en la estructura productiva, de mercados e instituciones— pueden generar fallas de coordinación. La división que hemos hecho en el tratamiento de estas dos cuestiones obedece exclusivamente a razones metodológicas y de exposición. Para evitar confusiones, nos gustaría remarcar que, a nivel empírico, la regla general es que existen una miríada de interacciones y mecanismos de feed-back entre lo macro y lo micro que hacen que, de hecho, se produzca una suerte de determinación simultánea de las características micro y macro de una economía específica. En el análisis de casos concretos es muy difícil determinar si una economía muestra, digamos, graves fallas de mercado debido a su inestabilidad macroeconómica o si, por el contrario, es la falta de algunos mercados clave —como el de capitales de largo plazo— el que generó la situación de inestabilidad agregada.⁶

Esto **no** quiere decir, obviamente, que en una situación concreta el resultado evolutivo final del proceso de interacción entre los factores micro y macro no pueda analizarse separando la incidencia de cada uno de esos dos factores. En realidad, la posibilidad de realizar esta separación analítica entre factores micro y macro es fundamental para comprender las restricciones al crecimiento que una economía enfrenta en una coyuntura económica dada. Para completar nuestro enfoque metodológico queremos justamente detenernos en las implicancias que el mismo tiene para el crecimiento.

A los efectos de presentar la cuestión de las restricciones al crecimiento de manera sucinta, en otro trabajo (Fanelli y Frenkel, 1994) las hemos sistematizado en términos de cuatro problemas que, de una u otra manera, las economías deben resolver para estar en condiciones de crecer. En primer lugar está el problema "smithiano"; para crecer de manera rápida y sostenible una economía debe generar una tasa de ahorro que le permita mantener una alta tasa de inversión financiada con sus propios recursos. El segundo es el problema "keynesiano", que resalta que no sólo es necesario ahorrar, también hay que contar con mecanismos eficientes para intermediar entre el ahorro y la inversión. Esto es, contar con una estructura desarrollada de mercados e instituciones capaces de garantizar que el esfuerzo de ahorro se transforme efectivamente en inversión productiva. El tercero es el "neoclásico" que enfatiza que los recursos disponibles deben ser asignados eficientemente para maximizar la tasa de crecimiento. No sólo importa cuánto se invierte sino también la eficiencia de la inversión. Por último, el problema

⁶ Normalmente ocurre que ambos fenómenos tienden a retroalimentarse y, en realidad, es por ello que en períodos de crisis aguda —cuando tanto la inestabilidad como la falta de mercados clave pasan un umbral crítico— es tan difícil encontrar una salida. Las políticas de estabilización no acompañadas de otras de reforma estructural tienden a fracasar debido a las deficiencias existentes en la estructura de mercados y las de reforma estructural sin las de estabilización fallan debido a la incertidumbre de un contexto macroeconómico desequilibrado. Esto es un argumento adicional en favor de que las estrategias de estabilización vayan acompañadas de políticas de reforma y también en favor de que las políticas de reforma que pueden llevar a agudizaciones del desbalance macroeconómico no sean implementadas (Fanelli y Frenkel, 1994).

"schumpeteriano" hace referencia a la creatividad como motor del crecimiento y enfatiza el rol del empresario y las firmas que innovan (en el plano tecnológico, organizacional, etc.).⁷

Las interrelaciones micro-macro que hemos desarrollado son fundamentales para los últimos tres problemas del crecimiento mencionados en tanto:⁸ contribuyen a modelar los mercados y las instituciones de intermediación financiera entre el ahorro y la inversión; determinan la eficiencia con que la información económica relevante es procesada —a través de las señales de precios, cantidades y financieras— influyendo de tal forma en la optimalidad en la asignación de los recursos; afectan de manera marcada la capacidad de innovación de la economía al influir sobre la conducta individual de los agentes y sobre las instituciones que conforman el sistema nacional de innovación.⁹

Buena parte de estos efectos pueden examinarse a partir de las mutaciones micro que se producen en contextos de alta inestabilidad. Ello es así porque en esos contextos, los mecanismos en operación se "ven" con mayor claridad en la medida en que los efectos sobre las variables son más marcados que en situaciones de desequilibrio leves.

Cuando tratamos las influencias de lo macro sobre la estructura micro una conclusión central fue que las mutaciones micro inducidas por la inestabilidad macroeconómica tienen la particularidad de afectar el **grado de preferencia por flexibilidad** de los agentes. En relación con los problemas de crecimiento antes listados, los cambios en el grado de preferencia por flexibilidad son fundamentales porque inducen variaciones no sólo en la cuantía sino también en la eficiencia de la inversión, así como en la capacidad de innovación. En un contexto de alta preferencia por flexibilidad, el acortamiento del horizonte temporal hace que los proyectos de inversión con períodos de maduración corto tengan un premio económico sobre los de mayor duración y, a su vez, que a igual período de maduración, los beneficios esperados de los proyectos con mayor riesgo sean descontados utilizando una tasa de descuento excesivamente alta. Asimismo, empíricamente se observa que las correcciones en las tasas de descuento para proyectos largos y/o con mayor riesgo en contextos altamente inestables no sólo incorporan rápidamente la información sobre los aumentos en el riesgo sistémico sino que, en realidad, tienden al overshooting. Los fenómenos de overshooting, a su vez, al sesgar las señales de precio y cantidad, inducen marcados errores en la asignación intertemporal de recursos. De esto se sigue que la inversión tenderá a ser ineficiente y que ello implicará un agravamiento del problema neoclásico.

En general, en una situación de alta preferencia por flexibilidad, los proyectos de inversión cortos y que muestran una menor correlación con el ciclo económico y una menor dispersión de rendimientos serán los privilegiados. En un contexto de aumento en la preferencia por flexibilidad como el observado en América Latina en los ochenta, por ejemplo, como sólo una reducida cantidad de proyectos de inversión podían cumplir con las condiciones señaladas, no es sorprendente que se hayan observado abruptas caídas de las tasas de inversión/producto como las ocurridas en la mayor parte de los países de la región. Y tampoco es sorprendente observar que la inversión extranjera directa se haya orientado a la adquisición de empresas de servicios públicos privatizados que cumplen con el requisito fundamental de ser negocios que manejan una enorme masa de recursos líquidos, utilizan tecnologías probadas y se catalogan como inversiones de bajo riesgo.

⁷ Nelson (1991 y 1992) discute el rol del empresario vis-a-vis la firma en el proceso de innovación y como agentes de la "destrucción creativa".

⁸ En este trabajo no estamos interesados en tratar la cuestión de cómo afectan a la restricción de ahorro.

⁹ Sobre los sistemas nacionales de innovación ver por ejemplo Nelson (1993), Mowery (1993) y Johnson y Lundvall (1988).

Por ejemplo, en el libro de las "betas" de activos que se utilizan en las bolsas desarrolladas para medir el **riesgo económico** de los proyectos de inversión, los negocios relacionados con servicios públicos como gas, electricidad y teléfonos son los que figuran con las betas más bajas en la lista (Brealey y Myers, 1986). Esto es, se trata de negocios de bajo riesgo y con beneficios que no tienden a moverse con las tendencias globales del mercado. Los negocios asociados con la tecnología de punta y la innovación —como la electrónica— que justamente son los que podrían aportar más en términos de aprendizaje tecnológico en los países de la región, en cambio, son los que figuran con las betas más altas. Como un beta más alta implica mayor riesgo, en un contexto de alta incertidumbre y caracterizado por el overshooting en la corrección de las tasas de descuento, la rentabilidad requerida para llevar adelante tales proyectos es tan alta que la probabilidad de que un proyecto de tecnología avanzada se lleve a la práctica se reduce a un mínimo. Un comentario adicional en relación con esto es que, si se tiene en cuenta que la inversión extranjera directa es uno de los vehículos fundamentales de transferencia tecnológica para un país en desarrollo (Dahlman, 1993 y Dahlman y Nelson, 1993) y que las privatizaciones abrieron la posibilidad para los inversores extranjeros de adquirir negocios de bajo riesgo, se llega a la conclusión de que en el actual contexto poco puede esperarse de la innovación como fuente del crecimiento. La reforma estructural en un contexto de inestabilidad puede estar actuando en cierta medida en contra de una mayor sofisticación de la estructura productiva si la adquisición de empresas públicas hace crowding-out de los proyectos de mayor riesgo y sofisticación tecnológica.

En realidad, la actividad de innovación —y por ende la posibilidad de "resolver" el problema schumpeteriano— es una de las más profundamente afectadas por los aumentos en la preferencia por flexibilidad. Un canal importante a través del cual esto ocurre es que en los países subdesarrollados el aprendizaje tecnológico está íntimamente relacionado con la adquisición de nuevos equipos de producción y por ende cuando la inversión cae el proceso de cambio tecnológico se resiente (Bradford, 1994). Hay una segunda razón por la cual el proceso de innovación tiende a paralizarse. Cuando el "ruido" que acompaña la información de precios, financiera y de cantidades es grande, los empresarios encargados de invertir adoptan típicamente estrategias defensivas de comportamiento. Y las estrategias defensivas debilitan los "animal spirits" y la disposición para la introducción de la innovación en el proceso productivo (Katz, 1993). En un sentido muy concreto, puede decirse que de la misma manera que la preferencia por flexibilidad tiende a destruir la eficiencia en la operación de los mercados empeorando el problema neoclásico, también tiende a desintegrar los sistemas de innovación nacionales al afectar severamente los comportamientos de los agentes y las instituciones que contribuyen a sostenerlo y ello, sin dudas, hace más severa la restricción schumpeteriana del crecimiento.

Las mutaciones microeconómicas que agudizan la preferencia por flexibilidad afectan también, y muy significativamente, la estructura de intermediación financiera. En una situación de preferencia generalizada por flexibilidad en las decisiones microeconómicas, se produce un corrimiento generalizado de la demanda por activos financieros hacia el corto plazo y, frecuentemente, también hacia los papeles denominados en moneda extranjera (como en los casos de Argentina, Uruguay, Perú y Bolivia). Ello implica que los papeles líquidos o de muy corto plazo aumentan de precio en relación a los de mayor período de maduración y que la relación precio de mercado/valor de emisión de los instrumentos denominados en moneda nacional tenderá a deprimirse. Asimismo, la liquidez pasa a ser un atributo tan relevante como el rendimiento a la hora de definir la preferencia por un papel determinado. Esto, a su vez, tiene como correlato del lado de la generación de crédito que las condiciones para acceder a fondos de largo plazo son cada vez más duras y que, cuando el crédito disponible lo es en moneda extranjera, las empresas ligadas en su actividad al mercado doméstico estarán obligadas a asumir un riesgo cambiario mayor.

Dicho en otros términos, al salto de las tasas de descuento debido al **riesgo económico** del negocio que hemos comentado más arriba, hay que adicionarle el aumento en tales tasas debido al salto en los **riesgos financieros**. Así, dos proyectos de inversión con **igual riesgo económico** pero que muestran **diferente riesgo financiero** —porque la estructura de financiamiento a la cual puede accederse para financiar uno y otro es diferente— pueden no "sacar la misma nota" en el proceso de selección. Podría ocurrir que uno se lleve a cabo y otro no. Es un hecho conocido que en cualquier economía el riesgo financiero afecta al riesgo económico de un negocio. La diferencia específica de una economía que muestra una excesiva preferencia por flexibilidad es que tal diferencia se exagera.

Obviamente, esto determina fuertemente la capacidad de crecimiento al afectar el proceso por el cual se da la selección de los ganadores en el proceso competitivo. La selección pasa a estar muy fuertemente correlacionada con las características **financieras** específicas de cada rama de la producción y mucho menos con las características **económicas**. Luego de un período prolongado, en una economía con mercados de capital de largo plazo faltantes o demasiado estrechos, las firmas que sobreviven en el proceso **no** necesariamente son aquellas con mayor capacidad para asignar eficientemente los recursos existentes o para innovar en productos y procesos productivos, sino aquellas que se encuentran en ramas de la producción que —por el tipo de organización industrial que las caracteriza— son menos afectadas por esa falla de mercado. Las firmas que tienden a "sobrevivir" mejor en este tipo de ambiente financiero son las capital intensivas y cuyos ingresos son previsible.¹⁰ Este tipo de empresas son las que pueden aumentar —relativamente— más su coeficiente de endeudamiento sin producir grandes saltos en sus índices de riesgo financiero. Nuevamente, las ramas de producción que suelen estar más pobladas por este tipo de empresas son las asociadas a los servicios públicos privatizados. En la escala de capacidad de sobrevivencia le siguen las empresas grandes, también capital intensivas, pero cuyos ingresos operativos son menos previsible. En este caso, la capacidad de aumentar el coeficiente de endeudamiento sin generar "saltos" en el coeficiente de riesgo financiero es menor. Los ejemplos típicos son las firmas que actúan en ramas como el acero, el cemento y la petroquímica. Por último, las que muestran una mayor vulnerabilidad son las empresas medianas y pequeñas cuyos ingresos operativos se correlacionan fuertemente con el ciclo económico global, como las que suelen pulular en amplias franjas del sector industrial latinoamericano asociadas con la rama textil, pequeños productores de bienes de capital, etc. Al sesgar las bases de selección "natural" en el proceso competitivo, se establecen fuerzas que actúan en contra de la solución del problema tanto neoclásico como schumpeteriano.

Cabe acotar, asimismo, que la falta de desarrollo del sistema financiero, también afecta a estos últimos problemas. Por un lado, la segmentación típica de los mercados poco desarrollados tiende a perjudicar fuertemente el acceso al crédito de las pequeñas y medianas empresas reforzando las tendencias antes comentadas en favor de las empresas grandes. Por otro, el sistema bancario juega un rol importante en mejorar la asignación de recursos vía los mecanismos de screening utilizados por los oficiales de crédito en la asignación de préstamos al sector privado.¹¹ Cuando el crédito es inexistente, los mecanismos de screening dejan de funcionar y los inversores privados pierden una fuente importante de evaluación independiente de sus proyectos.

¹⁰ Para una categorización de las características financieras del financiamiento empresarial en función de las características de la rama de producción ver Banco Mundial (1989).

¹¹ Sobre este rol del sistema financiero ver Stiglitz (1993).

En realidad, cuando se observan las estructuras productivas que resultaron de una década de inestabilidad y astringencia financiera en América Latina, algunas características salientes de las mismas, parecen correlacionarse con el "ranking de probabilidad de subsistencia por razones financieras" que acabamos de comentar. En efecto, en primer lugar, la interacción entre los fenómenos micro y macroeconómicos que tuvo lugar en el marco de la crisis de la deuda tuvo como resultado neto el estancamiento económico y la depresión de la tasa de inversión. A su vez, esto último —unido a la marcada inestabilidad— determinó un singular retroceso en el proceso de diversificación productiva de América Latina. La posibilidad de que se produjera un desarrollo integrado del sector industrial a partir de la experiencia de sustitución de importaciones abortó definitivamente. Los sectores industriales que sobrellevaron la crisis en mejores condiciones fueron básicamente los de procesamiento de recursos naturales y algunos de producción a escala como el automotriz —que de cualquier forma está pasando por un profundo proceso de reconversión con resultado incierto en algunos países. Otros, algo más sofisticados como el de producción de bienes de capital han tendido a desaparecer y lo mismo ha ocurrido con algunos segmentos del rubro textil. Los sectores dinámicos "nuevos" están asociados con las privatizaciones en países como Chile, Argentina y, en menor medida, México (Guerrieri, 1993; Katz, 1993).

Para finalizar con la cuestión del crecimiento queremos examinar una última consecuencia relevante de las mutaciones micro. Como ya dijimos, las situaciones de preferencia por flexibilidad suelen traducirse en un fuerte aumento de la demanda de activos en moneda extranjera. En América Latina este fenómeno toma o bien la forma de una profundización de la dolarización del sistema financiero doméstico o bien la forma de "fuga de capitales". Ambos fenómenos agudizan la restricción keynesiana en la medida en que dificultan el proceso de intermediación entre el ahorro y la inversión. Sin embargo, las consecuencias de ambos fenómenos no son las mismas. En el caso de la dolarización ya vimos que la principal consecuencia negativa es que induce a las empresas a tomar un mayor riesgo cambiario. Pero la dolarización tiene también un rasgo positivo: aumenta la capacidad prestable del sistema financiero doméstico (en dólares). Por lo tanto, no implica que el ahorro doméstico no pueda intermediarse hacia la inversión sino que los costos de tal intermediación pueden tornarse más caros para las firmas al hacerlas incurrir en un mayor riesgo cambiario. Es justamente este elemento el que diferencia a la dolarización de la fuga de capitales. En el caso de esta última, el aumento de la demanda de activos denominados en moneda extranjera implica que parte del ahorro doméstico irá a financiar proyectos de inversión en otras economías. Esto tiene consecuencias altamente negativas sobre la restricción keynesiana porque el proceso de intermediación entre el ahorro y la inversión a nivel doméstico directamente se interrumpe y el crecimiento —si no se tiene acceso al financiamiento externo, como ocurrió en los ochenta— comienza a estar restringido por la disponibilidad de ahorro. Una forma típica en que esto se manifiesta es a través del racionamiento del crédito bancario. De tal forma, los proyectos de inversión no encuentran fondos que los financien. Y ello no ocurre porque se ahorre poco internamente sino porque el ahorro se "exporta" vía la decisión de cartera de los agentes.

En realidad, históricamente, el desafío impuesto por la restricción keynesiana del crecimiento ha sido uno de los más difíciles de superar en América Latina. Puede interpretarse que los bancos públicos con propósitos de fomento del desarrollo creados en la región representaron un intento de reparación de esta falla congénita de la organización económica. Pero, en general, el funcionamiento de estos bancos también adoleció de importantes fallas, que se hicieron críticas a medida que la inestabilidad macroeconómica incrementó la magnitud de las distorsiones y aumentó los incentivos para actividades de persecución de rentas. Esto parece claro en muchos países latinoamericanos —Argentina, Brasil y Chile, entre otros— en los cuales el deterioro de las funciones de canalización de ahorros y de selección y asignación eficiente del crédito estuvo asociada con el incremento de la inflación.

Asimismo, la mayor importancia relativa del ahorro público y el financiamiento de la inversión privada vía transferencias fiscales también han sido en América Latina la contracara de la debilidad de los sistemas financieros. Pero la crisis fiscal y las necesidades de la estabilización han puesto límites estrictos a ese rol tradicionalmente jugado por el sector público.

En realidad, la falta de éxito en el desarrollo de estos mecanismos institucionales para suplir la falla de mercado representada por la falta de un mercado de capitales de largo plazo, no hace más que probar que la inestabilidad macroeconómica es tan perjudicial para el desarrollo de los mercados como para el de las instituciones.

II. INESTABILIDAD MACROECONÓMICA Y REFORMA ESTRUCTURAL: AMÉRICA LATINA EN LOS NOVENTA

En la sección anterior hemos planteado en términos relativamente abstractos lo que consideramos como el núcleo central en torno al cual se articulan las interrelaciones micro-macro. En esta sección queremos dar una visión (sumamente) estilizada de cómo algunos de los más importantes problemas y desafíos que hoy enfrenta América Latina pueden racionalizarse en función del esquema desarrollado. El objetivo es básicamente exploratorio y analítico. Nuestra exposición sólo pretende mostrar cómo podría ser utilizado el método de análisis. Con este propósito, hemos elegido tres cuestiones ligadas tanto con los problemas micro-macro como con la relación entre reforma estructural y política de estabilización. La primera se refiere a los desbalances macro que hoy enfrenta la región y su relación con las distorsiones estructurales asociadas a las mutaciones micro inducidas por la inestabilidad de los ochenta. La segunda muestra la importancia de las fallas de coordinación en la explicación de los resultados micro que siguieron a la reforma del régimen de comercio exterior en Brasil y Argentina. Por último, tomando como base la experiencia de la Argentina, Bolivia, el Brasil y Colombia, se examina el rol de las fallas de mercado en el plano financiero, sus efectos sobre la estabilidad y la eficacia de la liberalización financiera como herramienta para crear los "mercados faltantes" de capital.

1. Los desafíos macroeconómicos en los noventa

Aunque no con la misma intensidad en cada país, los factores macroeconómicos han jugado tradicionalmente un rol significativo en la explicación de los desbalances observables en la estructura productiva de América Latina. Este rol, sin embargo, nunca fue tan claro y determinante como en la década pasada. Esto hace que la década de los ochenta sea una fuente inestimable de hechos estilizados para el análisis de cómo la inestabilidad macroeconómica puede inducir mutaciones en la estructura micro. En otros trabajos sobre América Latina hemos analizado en forma detallada este período y no lo repetiremos aquí.¹² No obstante ello, la evolución de la economía argentina puede ser brevemente citada a modo de ejemplo extremo —y por ello paradigmático— de los efectos estructurales inducidos por la prolongada inestabilidad macroeconómica.

En la Argentina la volatilidad de las variables macroeconómicas fundamentales se manifestó desde mediados de los setenta en todas las dimensiones relevantes y, consecuentemente, los mecanismos de transmisión macro-micro en desequilibrio —vía precios, cantidades y variaciones en la posición financiera

¹² Véase por ejemplo, Fanelli, Frenkel y Taylor (1992).

de los agentes— actuaron con toda su potencialidad. En primer lugar, la volatilidad de las señales de precio se manifestó en la propia dinámica inflacionaria: las tasas de inflación fueron altas, crecientes en promedio y altamente variables. En todos los casos las desaceleraciones fueron resultado transitorio de políticas antiinflacionarias que lograban por breves períodos desactivar la dinámica altamente inestable mostrada por el proceso de variación de los precios nominales. En segundo lugar, también fue destacable la varianza de los precios relativos, no solo en cuanto esta característica está empíricamente asociada a la inflación alta, sino porque precios relativos cruciales, como el tipo de cambio real y el salario real, sufrieron variaciones de gran magnitud entre etapas del período. En tercer lugar, la demanda efectiva y el nivel de actividad mostraron ciclos acentuados, asociados —como las aceleraciones y desaceleraciones de la inflación y los cambios de precios relativos— a los choques macroeconómicos externos y de política. Por último, en el plano financiero, la variabilidad extrema en precios y cantidades reales indujo permanentes cambios en las condiciones de liquidez y en la posición financiera de los agentes. En tal contexto, los indicadores financieros tanto de stock como de flujos de la hoja de balance de las firmas mostraron fuertes desequilibrios y variaciones en su evolución. Particularmente importantes en su influencia sobre la posición financiera de stocks —y por ende de solvencia— de los agentes fueron las transferencias de riqueza inducidas por las maxidevaluaciones no anticipadas y las fuertes aceleraciones inflacionarias de carácter imprevisto (Damill y Fanelli, 1989).

La prolongada exposición a la inestabilidad indujo mutaciones permanentes en las conductas micro que incidieron en la configuración estructural de la economía. La estructura económica de principios de los noventa es, por un lado, la resultante de la acumulación de decisiones de asignación reales y financieras de los agentes, adoptadas en un ambiente de alta incertidumbre y en un contexto de cambios abruptos y frecuentes de los precios relativos. La volatilidad y los senderos de inestabilidad seguidos por las variables fundamentales se transmitió a la estructura a través de la elección de actividades, tecnología y cartera que realizan los agentes en este ambiente. Por otro lado, esos cambios de precios relativos se sumaron a las también bruscas y frecuentes variaciones de las condiciones financieras y de la demanda efectiva para determinar una alta varianza de los resultados de las actividades productivas. La inestabilidad de los mercados operó así como un duro proceso de selección. Muchas características significativas de los sectores de producción, del mercado de trabajo, de la organización financiera, de la economía del sector público y de las relaciones comerciales y financieras con el exterior observables a principios de los años noventa se explican por esa extensa exposición a un ambiente de alta incertidumbre y sujeto a cambios frecuentes y abruptos de las condiciones básicas de funcionamiento de la economía.

El proceso de selección contuvo un importante componente estocástico. Sin embargo, el resultado final fue sistemáticamente el mismo en el sentido de que hubo un corrimiento generalizado de las actividades económicas hacia un horizonte de muy corto plazo. En un contexto inestable, la **preferencia por flexibilidad** se generalizó como regla de conducta en las decisiones microeconómicas. Los proyectos de inversión que se llevaron a cabo fueron sólo aquéllos de rápido retorno y rentabilidad segura. Esto se tradujo no sólo en una fuerte caída de la tasa de inversión agregada sino también en la depreciación de la infraestructura y en el "empobrecimiento" de la base productiva al penalizarse las actividades de mayor riesgo como las asociadas con la innovación y el cambio tecnológico. Cuando las empresas realizaron cambios en la organización de la producción, su estrategia fue la de implementar sólo modificaciones marginales con el objeto de adaptarse mínimamente a un entorno cambiante caracterizado, por ejemplo, por tasas de interés reales sistemáticamente positivas (Kosacoff, 1993). Los contratos entre empresas en la industria, en el mercado de trabajo y en la economía en general redujeron su horizonte temporal y estaban sujetos a procesos de renegociación permanente a medida que las "noticias" macroeconómicas cambiaban el set de información de los agentes. En el ámbito financiero hubo un corrimiento de la demanda de activos hacia el cortísimo plazo y hacia la moneda extranjera. Como contrapartida, el crédito

para los consumidores desapareció y para las empresas devino caro, escaso y de cortísimo plazo. Muchas empresas se vieron en dificultades serias no ya para financiar la inversión sino el capital de trabajo. Esta situación se hizo aún más grave porque el Estado, aquejado por su propia crisis, no estuvo en condiciones de facilitar en el plano institucional alternativas para paliar las consecuencias de la desintegración de la estructura de mercados.

Con diferentes intensidades y bajo distintas formas los procesos ejemplificados con el caso argentino se observaron en mayor o menor medida en toda América Latina. Al terminar la década, la "crisis de la deuda" había dejado huellas sobre la estructura productiva y financiera tan profundas que no sólo eran un escollo para el crecimiento; en primer lugar lo eran para el logro de una estabilidad macroeconómica duradera. En los ochenta, la inoperancia de las políticas de estabilización por sí solas como instrumento para estabilizar una economía dinámicamente inestable resultó más clara que nunca. Se comenzó a percibir de manera nítida un hecho que hicimos notar en la sección anterior: en una economía que tiene tendencia a generar trayectorias inestables, es necesario inducir cambios en los "parámetros estructurales" que la definen para desactivar las fuentes de desequilibrio y/o los mecanismos de ajuste dinámico que dan lugar a esas trayectorias. De tal forma, las políticas de reforma de la estructura económica comenzaron a ser concebidas como un elemento indispensable, junto a las de estabilización, para el logro de un equilibrio macroeconómico sustentable.

Las tareas más acuciantes que las políticas de estabilización-cum-reforma estructural debían cumplir para restablecer el equilibrio macro y las fuentes del crecimiento eran: (a) recomponer los coeficientes de inversión y de ahorro que habían caído en varios puntos porcentuales del producto; (b) reestructurar el sector público que sufrió en forma particular los efectos del shock externo y la inestabilidad macroeconómica en tanto era el agente más endeudado de la economía con el exterior; (c) revitalizar los mercados de capital doméstico a fin de hacer posible la intermediación eficiente entre el ahorro y la inversión a tasas de interés compatibles con la estabilidad macro y la productividad de los proyectos de inversión; (d) incentivar la reasignación de los recursos domésticos hacia los sectores comercializables a los efectos de dar una solución sostenible al desequilibrio estructural en la cuenta corriente; (e) encontrar nuevas vías para la revitalización de las fuentes de crecimiento de la productividad y el empleo en el marco de una economía que, en cierta forma, había "perdido la brújula" en relación con esto atrapada entre la crisis del modelo de desarrollo de la posguerra y los efectos macroeconómicos de la crisis de la deuda.

Para llevar adelante esta tarea, dos obstáculos aparecían como fundamentales. En primer lugar, el desfavorable escenario internacional que impedía contar con los capitales externos requeridos para financiar el período de estabilización y reforma estructural. En segundo lugar, los nuevos desafíos para la política económica que representaba la necesidad de coordinar las políticas de estabilización con las de reforma estructural.

Como ya dijéramos, el primer obstáculo mencionado tendió a perder entidad debido al cambio de la situación internacional de los noventa que implicó tanto una fuerte caída en las tasas de interés externas como la reversión en el sentido de los flujos de capital hacia América Latina. En el nuevo contexto, se produjo en los países de la región una significativa reducción en los niveles de inflación, un mayor equilibrio del sector público y aumentos en los niveles de absorción doméstica (particularmente de la inversión que comenzó a aumentar a partir de los deprimidos niveles post-crisis). La mayor estabilidad permitió encarar programas de reestructuración del sector público y de la estructura productiva.

Mientras la situación internacional no sufra un vuelco significativo, las mayores dificultades estarán asociadas al segundo tipo de obstáculos que hemos mencionado. Por una parte, las economías latinoamericanas son aún macroeconómicamente vulnerables. Esto es, son proclives a generar situaciones en las cuales las fallas de coordinación a nivel agregado tendrían entidad suficiente como para abortar un proceso de crecimiento sostenido que se caracterice por una creciente sofisticación de la estructura productiva. Por otra parte, las reformas estructurales per-se pueden dar lugar a procesos de inestabilidad macroeconómica. En lo que resta de esta subsección pasamos revista de las fuentes potenciales de vulnerabilidad macroeconómica de mayor relevancia y, en las dos siguientes, ejemplificamos el tipo de problemas planteados por la reforma estructural en base al análisis de las políticas de apertura comercial y financiera.

La mayor estabilidad lograda en los noventa es aún frágil. Los cambios de estructura en el sentido de mayor robustez son aún incipientes y en consecuencia el equilibrio macroeconómico sigue siendo dependiente de variables que son potencialmente muy volátiles. En función del marco de análisis desarrollado más arriba, esta cuestión puede presentarse esquemáticamente en términos de las variables fundamentales que definen la evolución de las cuentas públicas, del sector externo y del balance entre el ahorro y la inversión.

El proceso de ajuste y reforma estructural del sector público encarado en los últimos años ha inducido una fuerte disminución en el rol desestabilizador de las variables fiscales. No obstante, el sector público está lejos de haber conseguido un ajuste sostenible en el largo plazo. Las peculiaridades del proceso, basado muchas veces en ajustes ineficientes de la tributación y el gasto, hacen probable que en el futuro las cuentas fiscales soporten cierta presión desestabilizadora. En buena medida, la estabilidad estará atada al éxito del sector público para mejorar el nivel y la eficiencia del gasto sin generar déficit importantes. Las razones fundamentales de esta afirmación son las siguientes: (a) en algunos países los ingresos por privatizaciones suplieron coyunturalmente la debilidad de los ingresos tributarios, pero aún el sistema tributaria recauda poco y es regresivo; (b) la favorable situación del mercado de capitales redujo la carga de intereses en las cuentas del gobierno y allegó nuevo financiamiento al mismo, pero esta situación no se mantendrá si la dirección de los flujos de capital sufre un vuelco importante; (c) buena parte del ajuste del gasto se hizo vía una reducción en la inversión pública y, como consecuencia, el nivel actual de inversión es incompatible con el sostenimiento de la infraestructura necesaria para el desarrollo de las actividades productivas; (d) aún si el sector privado pasa efectivamente a liderar el proceso de desarrollo, dada la proliferación de "fallas de mercado" que obstaculizan el desarrollo productivo, en el futuro habrá una presión para que el sector público apoye al sector privado en la provisión de capital de riesgo, en el establecimiento de incentivos a la innovación tecnológica y en el refuerzo necesario para la formación de recursos humanos.

La evolución de las variables del sector externo es la que muestra el mayor grado de volatilidad potencial. La recuperación en los niveles de actividad económica en los noventa fue acompañada por un proceso de creciente desequilibrio externo de la región como un todo. En general, la escasa diversificación de la estructura productiva ha impedido que la recuperación se produzca como fruto de un aumento de los niveles de competitividad externa (probables excepciones al respecto son Chile y Brasil). En discordancia con lo previsto en el enfoque ortodoxo de la liberalización, las políticas de apertura comercial han significado antes un fuerte incentivo para la demanda de importaciones, que un factor crucial para el aumento de la competitividad de las exportaciones. Lo que ha ocurrido, en términos generales, es la consolidación de las tendencias que empujaban hacia un repliegue a actividades exportadoras más relacionadas con la maquila o los productos industriales intensivos en el uso de recursos naturales. Esto es, sin diversificación de fuentes de exportación y con mayores importaciones, los déficit

de cuenta corriente han aumentado y, por lo tanto, los dos factores principales de generación de incertidumbre externa se han mantenido: la dependencia de América Latina del ahorro externo y de la evolución de los términos del intercambio determinados por la evolución de los precios de productos transados en mercados de mayor volatilidad relativa.

Por último, la situación en lo relativo al balance entre el ahorro y la inversión a nivel doméstico también muestra algunos signos que sugieren que los problemas macroeconómicos seguirán siendo de relevancia. En relación con esto, el punto más importante es que la tasa de inversión sigue siendo baja y la tasa de ahorro lo es aún más. Luego de la caída que sufriera durante la crisis de la deuda, con excepción de algunos países como Chile y Colombia, el ahorro no se ha recuperado lo suficiente. Una consecuencia de este comportamiento es la acentuada dependencia del financiamiento externo para cerrar la brecha entre el ahorro y la inversión interna, a la que ya hicimos referencia.

2. La importancia de lo macro en los resultados micro: la apertura comercial en la Argentina y en el Brasil comparadas

Las experiencias recientes de apertura comercial de Argentina y Brasil constituyen importantes ejemplos de la interacción entre configuraciones macroeconómicas y políticas y procesos "micro" en las nuevas condiciones de los noventa. En primer lugar, cada una de las experiencias muestra una particular combinación de similares políticas de apertura comercial con diferentes condiciones macroeconómicas. Esto permite estudiar y ejemplificar distintos tipos de interacciones macro-micro. En segundo lugar, el examen comparado de las experiencias permite desagregar las componentes de las configuraciones macroeconómicas y aislar los efectos del nivel y variabilidad del tipo de cambio real como factor crucial en la explicación de los resultados diferentes de políticas "micro" semejantes.

La oportunidad de separar analíticamente con relativa claridad el rol del tipo de cambio no se presenta habitualmente. En el análisis comparativo de experiencias nacionales resulta usualmente muy difícil aislar los diferentes factores y políticas para estar en condiciones de atribuir a algunos de éstos la causalidad de los resultados. Esto es particularmente cierto en relación a la configuración macroeconómica y a cada una de sus distintas componentes (inflación, situación fiscal, variabilidad de precios relativos, etc.) que por tal razón suelen, alternativamente, considerarse a modo de contexto de políticas más específicas.¹³ La comparación de las experiencias recientes de apertura comercial de Argentina y Brasil constituye al respecto un material excepcional porque permite separar el efecto de una variable macroeconómica, el tipo de cambio real, en la determinación de los resultados de políticas comerciales semejantes.

El cuadro comparativo está compuesto por los siguientes elementos. Semejantes políticas comerciales se ejecutaron más o menos simultáneamente en una economía altamente inestable (Brasil) y

¹³ Las experiencias del sudeste asiático, que ocupan un lugar tan destacado en el debate sobre políticas de desarrollo, son un ejemplo de la referida multideterminación. El debate sobre dichas experiencias ha privilegiado la investigación y discusión de las políticas comerciales, fiscales y financieras de promoción de la industrialización y las exportaciones. Sin embargo, también parece ser un dato relevante que esas economías experimentaron baja inflación; no sufrieron problemas fiscales de magnitud comparable a las latinoamericanas y gozaron de significativa estabilidad de precios relativos, particularmente del tipo real de cambio. La superposición de condiciones macroeconómicas favorables al desarrollo y políticas más específicas torna difícil estimar la importancia relativa de los distintos factores que confluyeron al éxito de esas experiencias y da lugar a múltiples interpretaciones y distintos énfasis.

en una recientemente estabilizada (Argentina). Pese a su desventaja relativa en lo referido a estabilidad macroeconómica, la evaluación comparativa muestra al Brasil con los mejores resultados. El comportamiento del tipo real de cambio —y la consecuente evolución mucho más robusta de la cuenta corriente— es el único elemento que diferencia a favor del Brasil los resultados del examen comparado de las configuraciones macroeconómicas de ambos países. En este sentido, que la economía brasileña sufriera un alto grado de inestabilidad durante el proceso de apertura da fuerza al punto, pues **el nivel y estabilidad del tipo de cambio real en Brasil es el único elemento de la configuración macroeconómica que jugó a favor de los mejores resultados observables en ese país.**

La política de apertura comercial se desarrolló más o menos simultáneamente en los dos países. En Brasil, en los primeros meses del gobierno de Collor se lanzó un programa gradual de apertura comercial que se sostuvo, pese a los crujidos, durante la administración de Franco. En el caso argentino, aunque los aranceles se habían reducido en 1990, la apertura comercial tuvo características de shock ya que la supresión de las barreras paraarancelarias y la reducción de aranceles fue más o menos simultánea con el lanzamiento del programa de Convertibilidad. Más allá de las diferencias en las características de los procesos de apertura, el arancel medio vigente en Brasil a fines de 1993 es de 14%, inferior al 20% que resulta en Argentina de la media ponderada de arancel y el derecho estadístico que allí rige.

En Brasil, desde 1990 hasta el último trimestre del año 1992, mientras el proceso de apertura comercial gradual se estaba desarrollando, la demanda doméstica estaba deprimida, el nivel de actividad industrial tenía tendencia recesiva y se observaban incrementos de las exportaciones que podían explicarse como efectos transitorios de la recesión. Se estaban desarrollando procesos de reestructuración y reorganización industrial que implicaban aumentos de productividad y reducción de empleo, pero estos efectos no resultaban fácilmente perceptibles y separables porque se superponían con los efectos de la contracción de la demanda doméstica. A partir de 1993, sin embargo, la economía brasileña comenzó nuevamente a expandirse. La recuperación se inició en el último trimestre de 1992.¹⁴ Son particularmente llamativas la dinámica de la industria automotriz, que viene superando repetidamente récords de producción, y la de la industria eléctrica-electrónica. El crecimiento de la industria fue acompañado por un significativo aumento de productividad. Por el lado de la demanda global, la expansión es atribuible en parte al aumento de la demanda interna —particularmente a la de bienes durables de consumo— y al **aumento de las exportaciones**. También se incrementó la inversión bruta fija, desde los bajos niveles de los años precedentes. El fuerte aumento de la demanda de consumo durable está asociado al incremento de las remuneraciones reales, a la baja de las tasas de interés y a la **caída de los precios relativos de estos bienes industriales**. La reducción de estos precios relativos está asociada a la apertura comercial que lleva adelante Brasil.

El panorama de la performance (desempeño) real reciente de la economía brasileña se completa haciendo referencia a la evolución del comercio exterior. Las exportaciones crecieron en 1993 un 10%, por aumento de ventas a América Latina, China y Estados Unidos. Brasil exportó en el año casi 39000 millones de dólares, contra 36000 del año anterior. El 24% de este total son productos primarios, 14% semimanufacturados y 60% son manufacturas. Las importaciones crecieron en el mismo período a una tasa mayor que las exportaciones (25%), impulsadas por la reducción de aranceles y la expansión

¹⁴ De acuerdo a estimaciones preliminares de las cuentas nacionales, en 1993 el producto creció 4.9% y el producto industrial 8.8%. Otras estimaciones indican un crecimiento industrial de 10%, liderado por la producción de bienes de consumo durable y bienes de capital.

doméstica. El país importó unos 26000 millones de dólares. El superávit comercial en 1993 fue de aproximadamente 13000 millones de dólares.

En el caso argentino, la reducción de barreras y la fuerte expansión de la demanda doméstica de bienes de consumo durable fueron más o menos simultáneas, aunque procesos de reestructuración estaban produciéndose desde antes, principalmente inducidos por la importante tendencia a la apreciación cambiaria de 1990. En la economía argentina la expansión se inició en 1991, después del lanzamiento del Plan de Convertibilidad. Respecto a los muy deprimidos niveles de actividad e inversión del año 1990, en el período 1990-1993 el producto aumentó 25%, el consumo 31% y la inversión 78%. En el mismo período la producción industrial subió un 18%, aunque esta tasa es un promedio de comportamientos sectoriales muy diferentes. El liderazgo y el determinante principal de la tasa media corresponde a la industria automotriz, que alcanzó récords históricos de ventas y producción. Como en Brasil, se verificaron en la industria importantes aumentos de productividad.

Los rasgos estilizados de la evolución del sector externo en ese período son un crecimiento relativamente lento de las exportaciones y una fuerte expansión de las importaciones, particularmente durante 1991-1992. Las exportaciones fueron de 12300 millones de dólares en 1990 y 13000 millones en 1993. Mientras tanto, las importaciones pasaron de 4200 millones en 1990 a 16800 millones de dólares en 1993. De esta manera, el balance comercial superavitario de 1990 y 1991 (8300 millones y 3700 millones, respectivamente) se transformó en un déficit de 3700 millones de dólares.

Pese a que existen ostensibles diferencias entre las evoluciones económicas recientes de Brasil y Argentina llama la atención la similitud de algunos rasgos estilizados. Primero, la demanda de bienes de consumo durable juega un importante rol en la expansión. Segundo, se verifica una caída del precio relativo de esos bienes, que constituye uno de los factores de crecimiento de su demanda. Aunque la dinámica de los salarios reales no es la misma, en ambos casos la caída del precio relativo de los bienes industriales implicó un aumento del poder adquisitivo en relación a estos bienes. Tercero, el aumento de la producción industrial se da con un simultáneo y fuerte incremento de productividad. Cuarto, se verifica un importante aumento de las importaciones. Quinto, la caída de precios relativos de la industria y el aumento de las importaciones están inducidos por el proceso de apertura comercial. En ambos casos la creciente importancia de las importaciones competitivas operó como un freno al incremento de precios domésticos de los bienes de producción local. Así, la reducción de aranceles de los bienes importables tuvo el efecto esperado sobre los precios relativos.

Entre los efectos similares atribuibles a la apertura en Argentina y Brasil cabe agregar también los cambios en la industria que están detrás de esos efectos. La reducción de los precios relativos de los bienes industriales de consumo, el significativo aumento de productividad y la reducción o estancamiento del empleo industrial, se produjeron a través de una importante reorganización y reestructuración de la producción industrial, en forma simultánea a un fuerte aumento de las importaciones industriales.

La característica que establece una crucial diferencia entre los dos procesos es el comportamiento de las exportaciones. Mientras que en el caso argentino éstas se encuentran prácticamente estancadas desde 1990, en el caso brasileño aumentaron más que el producto durante la expansión, de modo que constituyeron uno de los factores explicativos de la misma. En relación con esto, nótese que, a diferencia del caso argentino, los rasgos estilizados de la apertura comercial brasileña reproducen con fidelidad las predicciones convencionales acerca de los resultados exitosos de esta política: el aumento de la productividad de la economía y una expansión simultánea de ambos lados del balance comercial resultante de la mayor especialización y del aumento de la competitividad.

Más allá de las similitudes y diferencias entre los rasgos estilizados a nivel agregado, pueden señalarse también varias diferencias en lo relativo a la implementación de la apertura. En primer lugar, en Brasil se trató de un programa gradual¹⁵ y preanunciado. En la Argentina, en cambio, tuvo características de shock. Segundo, en Brasil tuvo características que algunos críticos brasileños llaman "corporativas": fueron establecidos contratos de reestructuración sectorial, con timing negociado, entre el gobierno, empresarios y sindicatos, lo que contribuyó a reducir incertidumbre y facilitó la relocalización de recursos. Los acuerdos sectoriales no estuvieron ausentes en el caso argentino —el más importante es el que dio lugar al régimen especial de la industria automotriz—¹⁶ pero tuvieron carácter excepcional. Asimismo, desde 1991, la política comercial en Argentina sufrió frecuentes cambios ad-hoc cuyo carácter precario hace prever escasos efectos permanentes sobre la localización de recursos. El más notable y de mayor cobertura es el aumento de 7 puntos en el "derecho de estadística" sobre las importaciones, cuyo mayor efecto relativo se produce sobre las importaciones procedentes del MERCOSUR.

Junto con las discrepancias en el desarrollo de la política comercial, creemos que la mayor diferencia entre las dos experiencias de apertura es de naturaleza macroeconómica y se encuentra en el nivel y evolución del tipo de cambio durante el proceso. En Brasil, la política cambiaria tendió a sostener el precio real del dólar desde comienzos de 1991 en un nivel constante, equivalente, aproximadamente, a un 75% del valor promedio de la década de los ochenta. En Argentina, en cambio, ya existía una significativa apreciación cambiaria —en relación a la media de la década de los ochenta— cuando se fijó el precio nominal del dólar en marzo de 1991 y la apreciación tendió a acentuarse sistemáticamente en los años siguientes.

Cuando se consideran conjuntamente los efectos del tipo de cambio y la reducción de barreras comerciales en cada país resulta plausible prever efectos diferentes sobre los precios relativos y los incentivos. En ambos casos la reducción de barreras induce una caída del precio relativo de los bienes importados e importables. En el caso del Brasil, el nivel y la estabilidad del tipo de cambio tiende a sostener el precio relativo de los bienes exportados y exportables, cuya competitividad puede inclusive mejorar. En el caso argentino, la incidencia del tipo de cambio bajo y la tendencia a la apreciación se suman al efecto de la reducción de barreras sobre los precios de los importados e importables, pero el rezago del tipo de cambio tiende a además a deprimir los precios relativos de los bienes exportados y exportables.¹⁷

La relevancia del tipo de cambio en la comparación de las tendencias del comercio de las economías argentina y brasileña tiene un apoyo adicional en la observación del comercio bilateral en el marco del acuerdo MERCOSUR. El volumen del comercio ha tendido sistemáticamente a crecer desde finales de los ochenta, mientras que el resultado del balance muestra una clara correlación con la evolución del tipo de cambio bilateral, explicado por la diferente evolución del tipo de cambio real.

¹⁵ La caracterización de gradual se adjudica por contraste con el caso argentino. El período involucrado en el concepto de "gradual" ha ido acortándose con el paso del tiempo. Un programa de tres años, como el brasileño, no hubiera sido calificado gradual a mediados de los años setenta cuando, por ejemplo, el programa de apertura chileno era considerado rápido.

¹⁶ Cabe mencionar que esta industria lideró la expansión argentina y que su producción explica en gran medida la dinámica de la actividad industrial desde 1991.

¹⁷ Obviamente, a pesar de ello, podría haber un efecto positivo sobre competitividad de las exportaciones en industrias muy intensivas en importaciones y bajo componente de costo de bienes no comerciables. Está claro que el efecto negativo sobre la competitividad de las exportaciones es mayor cuanto mayor es la componente no comerciable de su costo.

Adicionalmente a las repercusiones sobre la asignación de recursos, el tipo de cambio real durante el proceso de apertura juega un rol central debido a sus efectos sobre la credibilidad y, por ende, sobre las expectativas de los agentes. Los casos de Argentina y Brasil proporcionan una clara ejemplificación del argumento que queremos hacer. En Argentina, la fuerte apreciación cambiaria y los abultados déficit de cuenta corriente resultantes, conllevan incertidumbre sobre la sustentabilidad de la política comercial. Estas deficiencias de credibilidad operan reduciendo los incentivos a la reasignación de recursos. En cambio, los sólidos resultados del sector externo brasileño otorgan mayor credibilidad a la sustentabilidad de la política comercial y potencian, en consecuencia, sus efectos asignativos. Cuando los agentes anticipan que las políticas de reforma estructural no son sostenibles porque pueden dar lugar a fuertes desbalances macroeconómico en el futuro, es muy probable que aparezcan las conductas microeconómicas conservadoras a las que nos referimos en la sección anterior. Si la política es insostenible, va en contra del principio de racionalidad económica asumir que los agentes reestructuran las firmas para adaptarse a ella.

Los argumentos que hemos desarrollado en esta subsección no pretenden, obviamente, agotar el análisis de las experiencias de apertura, sino sólo mostrar algunas interacciones micro-macro importantes que pueden aparecer durante los procesos de cambio estructural. En este sentido, cabe señalar que las conclusiones derivadas de la comparación deben matizarse porque las experiencias no han tenido un aún un desarrollo muy extenso. También cabe mencionar que la performance brasileña no puede atribuirse exclusivamente a la constelación de factores de los años noventa. La industria y las exportaciones industriales del Brasil tienen una larga historia y ésta fue la base sobre la que operó la política comercial reciente. Sin embargo, aún con carácter preliminar y sujeta a la debida consideración de las condiciones iniciales, la evidencia analizada tiende a avalar el rol crucial del nivel y tendencia del tipo de cambio real en los resultados de las políticas de apertura comercial. Los casos ilustran también de que manera incide la apreciación cambiaria, que caracteriza en general la configuración macroeconómica de los noventa, en los resultados de políticas de apertura originalmente concebidas para aumentar la competitividad de las economías.

3. La importancia de lo micro: fallas de mercado financieras, liberalización y estabilidad

La práctica inexistencia de un mercado de capitales de largo plazo y la fragilidad y reducido tamaño de los mercados financieros de corto son fallas de mercado típicas en América Latina y se cuentan entre las que más han influido en la generación de fallas de coordinación y en la reducida capacidad para amortiguar los efectos de shocks exógenos. Estas fallas de mercado determinan la inexistencia o debilidad de fuentes de financiamiento compensatorias en los períodos de caídas transitorias en el flujo de ingresos de consumidores, empresas y gobierno y, como consecuencia, se potencia la operatividad de las restricciones de liquidez sobre el gasto. Las economías restringidas por liquidez, responden de manera más volátil frente a shocks reales y monetarios y son más propensas, por ende, a generar fallas de coordinación.

El cortoplacismo y la fragilidad de la estructura financiera, sin embargo, no sólo han influenciado significativamente la dinámica macroeconómica de corto plazo, también han representado una fuerte restricción para el crecimiento. En la región, los sistemas financieros no juegan un papel importante en la canalización de los ahorros a la inversión ni en la diversificación de riesgos a través del mercado de capitales y es insignificante su rol como mecanismo de selección de proyectos y actividades rentables. En tal contexto, lo que prima en la selección competitiva de las firmas no es tanto el espíritu empresarial shumpeteriano sino la habilidad para sobrevivir en una economía restringida por liquidez, sin

financiamiento de largo plazo y con pocas posibilidades de diversificación de los riesgos del negocio a través del mercado de valores. No necesariamente las empresas líquidas, en negocios con poco riesgo y en condiciones de autofinanciarse son aquellas capaces de aportar más al crecimiento. Por ejemplo, es posible que en la selección de los managers prive como criterio la habilidad financiera y no la de innovar en el proceso productivo.

Las dos causas de las debilidades de los mercados financieros resaltadas como fundamentales en la literatura son la inestabilidad macroeconómica y la represión financiera. En consonancia con ello, se asume que una política de estabilización exitosa acompañada de una liberalización de los mercados financieros sería condición suficiente para el logro de un marcado nivel de profundización financiera.

No caben dudas sobre la importancia del factor de inestabilidad macroeconómica en la explicación de las distorsiones más graves observadas en los mercados financieros. Este es un ejemplo típico del feed-back negativo entre inestabilidad macroeconómica y fallas de mercado. La inexistencia de mercados de capital de largo plazo hace a la economía más inestable y la mayor inestabilidad tiende a achicar y eliminar segmentos importantes del mercado de capitales.

En la actualidad, el mejor ejemplo de esto último es Brasil. En Brasil la causa más directa de agudización de las distorsiones y fallas de los mercados financieros en los noventa es la persistencia y agudización de la inestabilidad. Más de una década de alta inflación y la más reciente experiencia de "megainflación" (tasas mensuales superiores al 20% conjugadas con incertidumbre respecto a cambios sorpresivos en las reglas de juego) han inducido profundas mutaciones micro en un sistema que era uno de los relativamente más desarrollados en América Latina.¹⁸ Actualmente el sistema está reducido a la mera función de administrar la liquidez. Se ha especializado en la provisión de activos internos aceptados por el público como sustitutos del dinero, al costo del práctico abandono de sus funciones de intermediación financiera básicas: el crédito al sector privado no financiero se redujo de alrededor de 35% del PIB a finales de los años setenta a 12% del PIB en 1992.¹⁹ En el ámbito de las empresas productivas también se produjeron mutaciones microeconómicas significativas. El incentivo de reducir la carga del impuesto inflacionario lleva a la concentración de recursos en el manejo de caja y al hiperdesarrollo de las tareas de administración de la liquidez en desmedro de las actividades productivas de las firmas. Se produce, así, una "financierización" de todas las actividades productivas (Dias Carneiro y otros, 1994). Este, en realidad, es un rasgo típico de situaciones megainflacionarias. Por ejemplo, un estudio de los balances de un conjunto de las mayores empresas industriales argentinas en el período de alta inflación de los ochenta las muestra desarrollando significativas actividades de intermediación financiera que explican una importante proporción de sus resultados (Damill y Fanelli, 1989).

La experiencia de los países de la región indica que una política de estabilización exitosa se traduce en la desaparición de las características más perversas de este proceso de financierización como el cortoplacismo extremo y la tendencia a la reducción sistemática del tamaño del sistema financiero. Sin embargo, la experiencia latinoamericana reciente muestra también que las fallas de mercado que están detrás de la ausencia de un mercado de capitales de largo plazo y de los reducidos coeficientes de

¹⁸ Análisis del sistema financiero brasileño se encuentra en Dias Carneiro y otros (1994).

¹⁹ La característica más destacada de esta evolución es la asociación desarrollada entre el sistema financiero y el gobierno para intermediar los pasivos del último y suplir activos líquidos indexados. El proceso llevó a una concentración de las actividades financieras en las transacciones diarias de papeles públicos de todo plazo que pueden ser utilizados como reservas bancarias, objetos de frecuentes transacciones entre bancos y con el Banco Central.

monetización no desaparecen por el mero hecho de restablecer la estabilidad macroeconómica. Las mismas parecen estar estrechamente ligadas con las características de la estructura micro. En los países que han logrado estabilizar tendió a desaparecer el fenómeno de financierización pero no se lograron niveles importantes de profundización financiera. Asimismo, debe tenerse en cuenta que en el período mucho más estable que antecedió a la crisis de la deuda, los países de la región tampoco contaban con mercados de largo plazo desarrollados.

Colombia, en realidad, es un buen ejemplo de esto último porque no fue tan significativamente afectada por la crisis de la deuda como el resto de los países de la región y, sin embargo, en Colombia, el grado de profundidad financiera es bajo, el sistema financiero es poco desarrollado y segmentado y desempeña un papel poco importante en el financiamiento de la inversión privada y pública.²⁰ Estas características no pueden atribuirse, como en otros países, a los efectos de una inestabilidad prolongada ni a crisis financieras profundas como las que afectaron a las experiencias del Cono Sur. La política financiera colombiana no se embarcó a finales de los setenta en los experimentos de apertura y liberalización y no enfrentó posteriormente una inestabilidad macroeconómica de magnitud similar a la de otros países. Si bien el país sufrió también los efectos de la crisis de la deuda, el shock externo fue allí de menor magnitud, la política económica pudo administrar la crisis fiscal sin desorganizar completamente el sistema financiero y la inflación no superó el treinta por ciento anual. Aún así, el sistema financiero también entró en crisis en 1982 y el Estado debió acudir a su auxilio. Sin embargo, los principales problemas de solvencia habían sido ya superados en 1985 sin producir grandes repercusiones macroeconómicas. En Colombia, el grado de profundización financiera y las características del sistema financiero se asemejan a los que exhibían otras economías latinoamericanas cuando experimentaban tasas de inflación del orden de las recientes colombianas, antes que se emprendieran los experimentos reformistas y antes de la alta inestabilidad de los ochenta. Parece claro, en función de lo anterior, que se necesitan políticas estructurales específicas orientadas a fomentar un mayor nivel de profundización financiera, adicionales a las de estabilización. ¿Es la liberalización financiera la respuesta? ¿Es ella capaz de llevar a la superación de las fallas de mercado y al logro de una estructura de mercados más completa?. La experiencia latinoamericana no parece apuntar en ese sentido. Un breve repaso de los casos de Bolivia y Argentina —que estabilizaron sus economías y liberalizaron completamente sus sistemas financieros— puede ser sumamente útil.

Luego de pasar por un período de alta inestabilidad, Bolivia logró estabilizar su economía a partir de 1985. Durante el período post-estabilización el sistema financiero funcionó de manera completamente libre.²¹ La extensión del período de estabilidad otorga especial interés al caso, pues el tiempo transcurrido ha sido suficiente para que las tendencias observadas puedan considerarse permanentes. En Bolivia, el proceso hiperinflacionario había llevado la desmonetización y la contracción de la intermediación financiera a niveles extremos.²² En el período más estable que siguió al éxito del plan de estabilización se produjo un proceso de remonetización y de profundización de la intermediación financiera. Sin embargo, pese a la continuidad de la tendencia a la ampliación del stock de activos financieros, al cabo de ocho años, el grado de profundización era aún muy bajo. En 1992 M3 representaba sólo un 25% del PIB.

²⁰ Análisis del sistema financiero colombiano y de las reformas en curso pueden verse en Lora, Zuleta y Zuluaga (1994).

²¹ La exposición del caso boliviano está basada en Damill, Fanelli y Frenkel (1992).

²² En el inicio del período de estabilidad, en el año 1986, M1 representaba menos de 5% del PIB y los activos totales del público en el sistema bancario eran algo mayores a 10% del PIB.

Hay tres características micro de este proceso que vale la pena remarcar porque reflejan que el tipo de desbalance estructural que da lugar a las fallas de mercado observadas no fueron superadas. En primer lugar, los plazos cortos y la dolarización del sistema han persistido. La demanda de circulante y depósitos bancarios parece haber aumentado al principio sólo hasta satisfacer las necesidades mínimas de caja de familias y empresas ya que se estancó posteriormente. El grueso de la expansión en la demanda de activos se explica por el crecimiento del segmento de depósitos denominados en dólares en los bancos locales, que es el único que mostró una tendencia creciente.²³ De tal forma, la expansión del ahorro financiero se canalizó exclusivamente a activos dolarizados. Tales activos muestran la característica adicional de ser colocaciones a plazos relativamente cortos. La persistencia del cortoplacismo y la dolarización, a su vez, determinan que no necesariamente las actividades productivas de mayor potencialidad para el crecimiento sean las favorecidas por la expansión del crédito. El cortoplacismo implica que el riesgo de descalce de plazos seguirá impidiendo que los bancos financien proyectos productivos de larga maduración. La profundización en la dolarización del sistema —en un contexto en el cual la mayor proporción del crédito está asignado a actividades no comerciables con ingresos en moneda doméstica— determina la existencia de un riesgo cambiario sistémico. Si al mayor costo del crédito por riesgo de plazos se le adiciona un mayor costo por riesgo cambiario, es esperable que el financiamiento siga siendo excesivamente caro y que haya pocos proyectos productivos capaces de pasar el test de rentabilidad a la tasa de descuento existente. La reducida tasa de crecimiento mostrada por Bolivia luego de recuperada la estabilidad —así como la deprimida relación inversión/producto— constituye la mejor evidencia en favor de esta hipótesis.

La segunda característica subrayable es que el aumento de la profundización no implicó un aumento de relevancia de la tasa de ahorro de los agentes del sector privado y, en realidad, puede haber actuado en el sentido de disminuirla. La expansión del crédito del sistema se ha canalizado principalmente al financiamiento del gasto en consumo.²⁴

Por último, cabe destacar que el desarrollo financiero post-estabilización no implicó cambios en el carácter oligopólico y segmentado del sistema financiero, que limita el acceso al crédito de empresas y productores de menor tamaño no vinculados a los bancos (Morales, 1991).

A diferencia de Bolivia, Argentina sólo logró estabilizar su economía a partir de 1991. En consecuencia, en este caso la inestabilidad macro está aún mucho más viva en la "memoria" microeconómica. Por ende, no puede descartarse que las conductas defensivas tengan aún un rol importante en la explicación de la falta de desarrollo del mercado de capitales junto a las estructurales. En el período previo a la implementación del Plan de Convertibilidad, la Argentina mostraba una estructura financiera incluso peor que la brasileña actual, luego de haber pasado por una crisis financiera a principios de 1980, un período de muy alta inflación que terminó en dos episodios hiperinflacionarios y una intervención masiva en los contratos privados que significó la expropiación de parte de la riqueza

²³ Pese a que se produjo un aumento de la demanda de dinero doméstico después de la estabilización, al cabo de un tiempo M1 se estancó en alrededor de 6% del PIB. Un proceso semejante se verificó en la demanda de depósitos denominados en moneda local, que solo representan alrededor de 2% del PIB.

²⁴ A nivel agregado, la economía boliviana mostró un incremento de la tasa de inversión, pero a su financiamiento concurrieron principalmente el ahorro externo y el público. Pese a que la tasa de ahorro privado parece haber aumentado, a principios de los noventa representaba aproximadamente un 4% del PIB, apenas algo más de la mitad de la tasa de ahorro privado previa a la crisis de los ochenta.

financiera de los particulares orientada a detener la segunda hiperinflación en 1990 (el Plan Bonex).²⁵ Al cabo de estos episodios, en 1990, M1 y M2 representaban solo 1.8% y 4% del PIB, respectivamente. En todo el período de consolidación de la estabilidad desde abril de 1991, el sistema financiero ha funcionado de manera completamente libre y lo mismo ocurrió con la cuenta de capitales del balance de pagos. La recuperación de la monetización y el aumento de la intermediación fueron muy rápidos. Entre 1991 y 1993, M1 se incrementó 540% y M2, 560% y el crédito al sector privado se expandió de manera concomitante. Sin embargo, en 1993 el tamaño relativo del stock de activos denominados en moneda doméstica, medido por la relación M2/PIB, era de 11%, aproximadamente la mitad del indicador equivalente del año 1980.

La evolución de la estructura financiera argentina durante este período muestra algunas importantes y sorprendentes semejanzas con el caso boliviano. En primer lugar, al igual que en Bolivia, se produjo una marcada profundización de la dolarización. El segmento denominado en dólares en el sistema bancario local creció más rápidamente que el denominado en moneda doméstica, particularmente en 1993, cuando el crecimiento de este último tendió a desacelerarse. A fines de 1993 la mayor parte de los depósitos remunerados en los bancos y del crédito al público estaban denominados en dólares.²⁶ Al igual que en el caso boliviano, la fuerte participación del crédito denominado en dólares en el financiamiento de gastos de consumo y actividades no comercializables determina la existencia de un riesgo cambiario sistémico. Asimismo, el término de las colocaciones financieras sigue siendo muy corto, con lo cual el riesgo financiero de descalce de plazos potencia el riesgo cambiario con las ya comentadas consecuencias sobre la inversión.²⁷ Hay dos rasgos adicionales que la evolución argentina comparte con la boliviana. El primero es la alta concentración del crédito en los "mejores" deudores (grandes empresas con bajo riesgo) y la persistencia de la segmentación del mercado, que limitan particularmente el acceso de la pequeña y mediana industria. El segundo es que el ahorro privado no se recuperó como consecuencia de la mayor libertad financiera. De hecho la tasa de ahorro privado global se redujo.²⁸

Un rasgo del caso argentino que conviene resaltar es que no sólo el mercado financiero doméstico sino también los movimientos de capital del exterior han sido completamente liberalizados. En realidad, la remonetización y la expansión de la intermediación que tuvieron lugar desde 1991 encuentran su causa principal en los ingresos de capital.²⁹ Este hecho hace que los rasgos estilizados de la evolución financiera reciente de Argentina muestren gran semejanza con el cuadro observado en Argentina, Chile y Uruguay a finales de los años setenta, en las llamadas experiencias de liberalización del Cono Sur

²⁵ La exposición del caso argentino está basada en Rozenwurcel y Fernández (1994) y Fanelli y Frenkel (1994).

²⁶ Los depósitos en "argendólares" en el sistema representaron en 1993 un 7% del PIB. Si se agrega este segmento a M2 para obtener un indicador global del grado de profundización en moneda local y dólares, se obtiene la cifra de 18.2% del PIB, que resulta todavía tres puntos del producto inferior al indicador de profundización previo a la crisis de la deuda.

²⁷ A la fragilidad intrínseca del segmento denominado en dólares se agrega el riesgo de insolvencia resultante de la virtual inexistencia de garantías de los depósitos de moneda local y la muy limitada asistencia que puede proveer el Banco Central ante situaciones de iliquidez impuesta por la Ley de Convertibilidad y la nueva ley orgánica del Banco Central.

²⁸ Pese a que en 1990 la tasa de ahorro nacional se ubicaba entre los valores mínimos del período de crisis, se redujo adicionalmente otros dos puntos del PIB entre 1990 y 1993. Como en dicho período se verificó también un aumento del ahorro público, la caída de la tasa de ahorro privado fue mayor: aproximadamente cinco puntos del PIB.

²⁹ Para un detallado análisis de la relación entre ingresos de capital y transformaciones en el sistema financiero ver Fanelli y Machinea (1994).

(McKinnon, 1991; Fanelli y Frenkel, 1993).³⁰ El punto central de similitud a remarcar es que al igual que en esas experiencias, la liberación simultánea del sistema financiero y los flujos de capitales externos ha inducido una fuerte apreciación del tipo de cambio real. De tal forma, el intento de atacar las fallas de mercado financieras vía liberalización se traduce en señales erróneas para la asignación de los recursos productivos. La expansión del crédito termina sirviendo a la expansión del consumo y no de la inversión y beneficiando a los bienes no-comercializables antes que a los comercializables. En tal contexto, el hecho estilizado es que se generan déficit insostenibles en la cuenta corriente que en definitiva llevan al fracaso de la política de liberalización por razones de desequilibrio macroeconómico. En realidad, es justamente la generación de este tipo de dinámica la que fundamenta los argumentos en contra de la liberalización financiera como herramienta para atacar las fallas de mercado en el campo financiero. Los resultados en términos de desequilibrio externo tienden a reactivar el rol de la inestabilidad como freno del desarrollo financiero. En particular, la incertidumbre respecto a la sustentabilidad macroeconómica se traslada directamente al sistema financiero y la existencia de este riesgo opera como una limitante de la capacidad del sistema para jugar un rol significativo en la intermediación entre ahorro e inversión.

En suma, creemos que los ejemplos de Bolivia y Argentina ilustran suficientemente la supervivencia de las fallas tradicionales y la emergencia de nuevos obstáculos a la intermediación eficiente en condiciones de estabilidad y bajo nuevas reglas de juego resultantes de profundas reformas estructurales. Por una parte, los factores microeconómicos que tienen que ver con las preferencias en la asignación de portafolio no cambian (básicamente permanece la preferencia por activos de corto plazo y dolarizados) y, por otra, la evolución macroeconómica —vía déficit insostenibles de balance de pagos— tiende a aumentar la incertidumbre que es el principal escollo para la extensión de los plazos de activos y pasivos en el proceso de intermediación.

4. Una reflexión final sobre política económica

A lo largo de este trabajo hemos hecho un esfuerzo por sistematizar las relaciones entre estructura microeconómica, estabilidad macroeconómica y crecimiento. En general, hemos enfatizado el análisis de cómo esas relaciones se tradujeron en factores de restricción de la capacidad de crecimiento de América Latina (por ejemplo, cuando analizamos las consecuencias de un aumento en el grado de preferencia por flexibilidad). Nuestro propósito, no obstante, no ha sido dar una visión pesimista de la capacidad potencial de desarrollo de la región y, en realidad, el objetivo último con el que desarrollamos el esquema de análisis fue el de coadyuvar a una mejor comprensión de cómo diseñar políticas razonables para el

³⁰ Desde el punto de vista macroeconómico, la semejanza es mayor con el caso chileno porque, al igual que en Chile a principios de los ochenta, en Argentina el boom financiero se produce en un contexto de equilibrio fiscal. Obviamente, además de las semejanzas hay algunos elementos novedosos —como por ejemplo el distinto carácter de los flujos de capital y la dolarización actual del sistema— que podrían implicar diferencias en la dinámica de comportamiento del sistema. En los noventa los flujos de capital han tenido como componentes importantes los ingresos por privatizaciones y las colocaciones privadas, en lugar de los créditos bancarios, lo que podría implicar menor fragilidad que en el pasado. La dolarización del sistema, en cambio, si bien reduce el riesgo cambiario asumido directamente por los bancos introduce un nuevo riesgo sistémico. Aunque es difícil evaluar los efectos conjuntos de estas diferencias entre ambas experiencias, éstas no parecen tener entidad suficiente para que la dinámica del modelo difiera sustancialmente de la observada en las experiencias del Cono Sur. Por otra parte, las reglas de no intervención de la legislación actual —aun cuando resulten a posteriori violadas frente a la amenaza de una crisis generalizada como ocurrió en Chile y Uruguay en el pasado— definen un contexto institucional potencialmente más frágil. Independientemente de similitudes y diferencias, no obstante, lo que sí es claro es que las experiencias del Cono Sur ofrecen un material empírico valioso para conjeturar la dinámica de ajuste del sistema financiero frente a shocks negativos o una tendencia contractiva generada por el sector externo.

crecimiento sostenido. En realidad, el mismo esquema puede utilizarse para mostrar de qué manera una economía que lograra un grado razonable de estabilidad poniendo al mismo tiempo en marcha un proceso incipiente de restablecimiento del crecimiento y las fuentes de innovación, a partir de las interacciones micro-macro podría generar círculos "virtuosos" donde la mayor estabilidad ayuda a desactivar los rasgos de preferencia por flexibilidad y el desarrollo de la estructura productiva se traduce en mercados e instituciones más ricas y eficientes.

El mensaje central del trabajo, por ende, es que sin estabilidad no hay crecimiento, pero también que las economías que no crecen y en consecuencia cuentan con una estructura económica raquítica —en términos de la riqueza de sus mercados, instituciones y capacidades productivas— es muy difícil que logren una estabilidad perdurable. El desafío central para la política económica es, entonces, cómo **empezar** a recorrer el camino del crecimiento-cum-estabilidad y mantenerse en él por un período mínimo que garantice que algunos círculos virtuosos comiencen a funcionar.

Hay dos mensajes adicionales de nuestro trabajo que nos gustaría remarcar para concluir. El primero es que no parece probable que mediante el sencillo acto de dictar un "decreto de desregulación y liberalización" vayan a aparecer los mercados que faltan solucionando de tal forma las fallas de mercado existentes y la propensión a generar fallas de coordinación. Por el contrario, de nuestro análisis surge que una estructura "completa" de mercados no es tanto la causa sino la consecuencia del desarrollo. Existe una correlación positiva entre el desarrollo de la estructura productiva y el de los mercados y las instituciones relacionadas con lo económico. Son las economías desarrolladas las que muestran las estructuras de mercado con fallas menos graves mientras que varias de las economías importantes que han logrado desarrollarse en las últimas décadas están recién ahora dando la batalla de la liberalización y la desregulación, luego de haber utilizado por décadas —junto a los de mercado— una serie de mecanismos institucionales en la provisión de incentivos para el crecimiento.³¹ Podría decirse que una estructura de mercados que funcione relativamente bien es la frutilla del postre. Pero otra cosa es hacer el postre. Para hacerlo no parece haber recetas claras y generales y los estudios de caso sugieren que un funcionamiento eficiente de las instituciones y las políticas públicas son tan importantes como el mejoramiento de la estructura de mercados. Es por ello, en realidad, que la lista de fracasos incluye en proporciones similares groseros pecados intervencionistas como estrepitosos intentos fallidos de liberalización.

El segundo mensaje es que la estabilidad macroeconómica es demasiado importante para el crecimiento como para ponerla en peligro mediante intentos osados de intervenir masivamente en los mercados o de implementar políticas de liberalización prematuras. Dicho esto, también es necesario tomar en cuenta que los problemas de fallas de mercado, de coordinación y los relacionados con el estímulo al desarrollo del sistema de innovación necesitan de políticas económicas específicamente orientadas a solucionarlos. Encontrar el equilibrio entre los roles del estado, las instituciones y los mercados en el proceso económico no es una tarea fácil. Pero nadie dijo nunca que el desarrollo es una tarea fácil.

³¹ Lim (1993) analiza de manera fascinante cómo los incentivos de mercado pueden ser inteligentemente "ayudados" utilizando mecanismos institucionales en el proceso de cambio tecnológico.

BIBLIOGRAFÍA

- Banco Mundial (1989), Informe sobre el desarrollo mundial, 1989, Washington, D.C.
- Benassy, Jean-Pascal (1982), The Economics of Market Disequilibrium, Nueva York, Academic Press.
- Bradford, Colin I. (1994), "The new paradigm of systemic competitiveness: why it matters, what it means and implications for policy", París, Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos (OCDE), inédito.
- Brealey, R. y S. Myers (1986), Principios de finanzas corporativas, Buenos Aires, Mc Graw Hill.
- Dahlman, Carl J. (1993), "New elements of international competitiveness: implications for technology policy in developing economies", Washington, D.C., Banco Mundial, inédito.
- Dahlman, C. y R. Nelson (1993), "Social absorption capability, national innovation systems and economic development", Maastricht, Universidad de las Naciones Unidas (UNU)/Instituto de Nuevas Tecnologías (INTECH), inédito.
- Damill, M. y J. Fanelli (1989), "Decisiones de cartera y transferencias de riqueza en un período de inestabilidad macroeconómica", Deficit fiscal, deuda externa y desequilibrio financiero, M. Damill y otros, Buenos Aires, Editorial Tesis.
- Damill, M., J. Fanelli y R. Frenkel (1992), "Shock externo y desequilibrio fiscal. La macroeconomía de América Latina en los ochenta: Bolivia", Documento CEDES, N° 75, Buenos Aires.
- Damill, M. y otros (1993), "Crecimiento económico en América Latina: experiencia reciente y perspectivas", Desarrollo económico, vol. 33, N° 130, julio-septiembre.
- Dias Carneiro, D. y otros (1994), "El fortalecimiento del sector financiero en la economía brasileña", El fortalecimiento del sector financiero en el proceso de ajuste: liberalización y regulación, R. Frenkel (comp.), Buenos Aires, Banco Interamericano de Desarrollo (BID)/Centro de Estudios de Estado y Sociedad (CEDES).
- Fanelli, José M. (1988), "Desequilibrio macroeconómico, restricciones financieras y políticas de estabilización", tesis de doctorado, inédito.
- Fanelli, J. y R. Frenkel (1993), "On gradualism, shock treatment and sequencing", International Monetary and Financial Issues for the 1990s, Naciones Unidas, vol. 2, Nueva York.
- _____ (1994), "Macropolicies for the transition from stabilization to growth", Documento CEDES, N° 87, Buenos Aires.
- Fanelli, J., R. Frenkel y G. Rozenwurcel (1992), "Growth and structural reform in Latin America. Where we stand", The Market and the State in Economic Development in the 1990's, A.A. Zini Jr. (comp.), Amsterdam, North Holland.

- Fanelli, J., R. Frenkel y L. Taylor (1992), "The World Development Report 1991: A critical assessment", International Monetary and Financial Issues for the 1990s, Naciones Unidas, vol. 1, Nueva York.
- Fanelli, J. y J.L. Machinea (1994), "El movimiento de capitales en Argentina", serie Financiamiento del desarrollo, N°25 (LC/L.857), Santiago de Chile, Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL).
- Frenkel, R., (1990), "El régimen de alta inflación y el nivel de actividad", Inflación rebelde en América Latina, J.P. Arellano (comp.), Santiago de Chile, Corporación de Investigaciones Económicas para Latinoamérica (CIEPLAN).
- _____ (1994), El fortalecimiento del sector financiero en el proceso de ajuste: liberalización y regulación, Buenos Aires, Banco Interamericano de Desarrollo (BID)/Centro de Estudios de Estado y Sociedad (CEDES).
- Guerrieri, Paolo (1993), "Technological interdependence and international competitiveness in major Latin American countries", documento presentado a la Conferencia "Integrating Competitiveness, Sustainability and Social Development", Santiago de Chile, inédito.
- Hicks, John (1974), The Crisis in Keynesian Economics, Oxford, Basil Blackwell.
- Johnson, B. y B. Lundvall (1988), "Institutional learning and national systems of innovation", documento presentado a la Conferencia "Strategies of Flexibilisation in Europe", Roskilde Universitetscenter, inédito.
- Katz, Jorge (1993), "Technology and industrial restructuring in Latin America: emerging new issues of the 1990's", Buenos Aires, Oficina de la CEPAL en Buenos Aires, inédito.
- Kosacoff, Bernardo (1993), "La industria argentina: un proceso de reestructuración desarticulada", El desafío de la competitividad. La industria argentina en transformación, B. Kosacoff (comp.), Buenos Aires, Alianza Editorial.
- Leijonhufvud, Axel (1968), On the Keynesian Economics and the Economics of Keynes. A Study in Monetary Theory, Nueva York, Oxford University Press.
- _____ (1981), Information and Coordination. Essays in Macroeconomic Theory, Nueva York, Oxford University Press.
- Lim, Linda Y. C. (1993), "Technology policy and export development: the case of the electronics industry in Singapore and Malaysia", Maastricht, Universidad de las Naciones Unidas (UNU)/Instituto de Nuevas Tecnologías (INTECH), inédito.
- Lora, E., L. Zuleta y S. Zuluaga (1994), "El fortalecimiento del sector financiero en el proceso de ajuste: liberalización y regulación. El caso colombiano", El fortalecimiento del sector financiero en el proceso de ajuste: liberalización y regulación, R. Frenkel, Buenos Aires, Banco Interamericano de Desarrollo (BID)/Centro de Estudios de Estado y Sociedad (CEDES).

- McKinnon, Ronald I. (1991), The Order of Economic Liberalization. Financial Control in the Transition to a Market Economy, Londres, Johns Hopkins University Press.
- Morales, Juan A. (1991), "Reformas estructurales y crecimiento económico en Bolivia", Documento de trabajo, N° 4/91, La Paz, IISEC/Universidad Católica.
- Mowery, David C. (1993), "Inward technology transfer and competitiveness: the role of national innovation systems", Maastricht, Universidad de las Naciones Unidas (UNU)/Instituto de Nuevas Tecnologías (INTECH), inédito.
- Nelson, Richard R. (1991), "Why do firms differ, and how does it matter?", Strategic Management Journal, vol. 12.
- _____ (1992), "Schumpeter, and contemporary research on the economics of innovation", Nueva York, Columbia University, inédito.
- _____ (comp.) (1993), National Innovation Systems. A Comparative Analysis, Nueva York, Oxford University Press.
- Rozenwurcel, G. y R. Fernández (1994), "El fortalecimiento del sector financiero en el proceso de ajuste: El caso argentino", El fortalecimiento del sector financiero en el proceso de ajuste: liberalización y regulación, R. Frenkel, Buenos Aires, Banco Interamericano de Desarrollo (BID)/Centro de Estudios de Estado y Sociedad (CEDES).
- Scherer, F. (1980), Industrial Market Structure and Economic Performance, Chicago, Rand-McNally.
- Stiglitz, Joseph E. (1993), "The role of the State in financial markets", Proceedings of the World Bank Annual Conference on Development Economics, Banco Mundial, Washington D.C.