

EL PAPEL DE LAS POLÍTICAS MACROECONÓMICAS EN LOS PERÍODOS DE CRECIMIENTO Y DESACELERACIÓN DE AMÉRICA LATINA*

Guido Zack**
IIEP

RESUMEN

Luego de un período de elevado crecimiento, desde 2011 América Latina muestra un escenario de desaceleración. Los países que habían mostrado las mayores tasas de expansión inicial son los que lideraron el menor crecimiento actual. Este artículo analiza la relación entre las políticas macroeconómicas y el comportamiento económico de las siete principales economías latinoamericanas. Es muy complicado encontrar el carácter cíclico adecuado de las políticas en América Latina, en donde coexisten –por un lado– carencias en cuanto al ritmo de crecimiento y urgentes necesidades sociales, y –por otro– una elevada volatilidad y crisis recurrentes de balanza de pagos. En cualquier caso, si se desea generar un proceso de transformación productiva, se debe complementar una macro estable con políticas microeconómicas más específicas.

Palabras clave: desaceleración, políticas públicas, carácter cíclico, América Latina.

ABSTRACT

After a period of high growth, Latin America has been decelerating since 2011. The countries that had shown the highest growth rates are those who led the deceleration process. This article analyzes the relationship between public policies and macroeconomic performance of the seven major Latin American economies. It is really hard to find the correct cyclical pattern of the macroeconomic policies in the region, where a slow growth pace and urgent social needs coexist with a high volatility and recurring balance of payments crisis. In any case, at the aim of reaching a productive transformation process, a stable macro situation must be complemented with more specific microeconomic policies.

Keywords: deceleration, public policies, cyclicity, Latin America.

* Se agradecen los valiosos comentarios de Evelin Goldstein y Matias Kulfas.

** Economista e Investigador del Instituto Interdisciplinario de Economía Política de Buenos Aires, IIEP-Baires. Facultad de Ciencias Económicas, Universidad de Buenos Aires.

Códigos JEL: E32, E52, E62, E63.

I. Introducción

Durante el período 2004-2011, América Latina presentó la tasa de crecimiento más elevada de las últimas décadas. El aumento del nivel de actividad vino acompañado por mejoras en el mercado laboral, en la distribución del ingreso y en las condiciones sociales (CEPAL, 2012a). Asimismo, en esos años las cuentas externas y las fiscales se mantuvieron en niveles sostenibles. Este comportamiento fue consecuencia tanto de un contexto internacional favorable, caracterizado por elevados términos de intercambio y un mercado mundial de capitales accesible, como de la correcta toma de decisiones en la esfera pública (CEPAL, 2012b). Sin embargo, desde 2011 se está evidenciando una desaceleración en el crecimiento de la región. Un causante de ello puede ser el contexto internacional que, si bien aún mantiene rasgos favorables, ha presentado cierto deterioro (CEPAL, 2014; Talvi, 2014). De todos modos, así como el período de crecimiento no fue homogéneo entre los países latinoamericanos, la desaceleración tampoco lo está siendo. En particular, al considerar las siete economías más grandes de la región (AL-7),¹ se identifica que las dos economías que más crecieron entre 2004 y 2011 son las que presentan una mayor desaceleración en 2012 y 2013, así como en las proyecciones hasta 2019.

Este artículo tiene como objetivo hacer un análisis de las políticas macroeconómicas implementadas por estos países, para explorar si sus diferencias pueden dar cuenta al menos de una parte de la heterogeneidad mostrada en las tasas de crecimiento y la posterior desaceleración. Para ello, en la siguiente sección se repasan las principales características macroeconómicas de América Latina en su conjunto para el período 2004-2011, así como la diferente desaceleración de AL-7. Posteriormente, se discute la forma de interpretar las principales políticas macroeconómicas en la región (política monetaria, fiscal y de acumulación de reservas internacionales), las cuales muchas veces requieren adaptaciones diferentes a las usualmente utilizadas para los países desarrollados. En paralelo, se va exponiendo la evolución de los principales indicadores de las políticas

1. Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela, las cuales concentran casi el 90% del PIB y el 80% de la población total de América Latina.

para las siete economías seleccionadas. En la última sección, se esbozan algunas reflexiones finales.

II. América Latina: del crecimiento récord a la desaceleración

II.1. El período de crecimiento con fundamentos

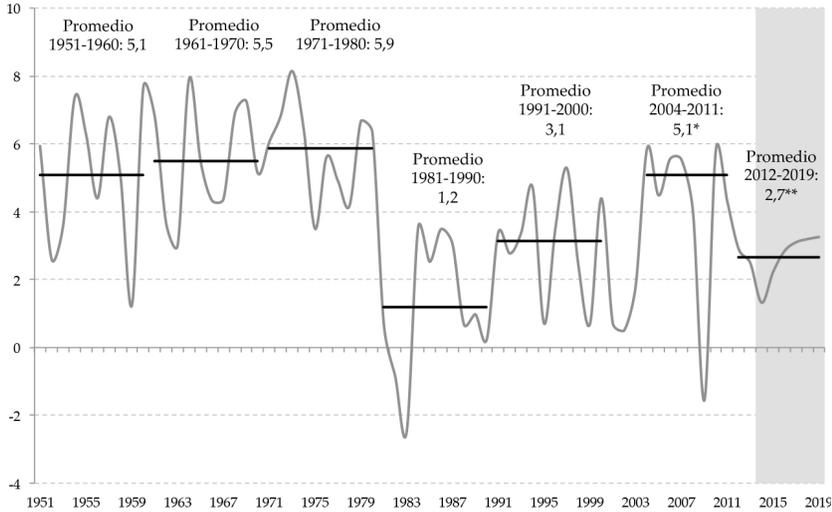
Entre los años 2004 y 2011 América Latina experimentó el período de mayor crecimiento desde la década de 1970.² En efecto, el Producto Interno Bruto (PIB) se expandió a una tasa media de 4,3% anual, que se eleva a 5,1% si se excluye 2009, cuando la crisis internacional *redujo* la expansión del nivel de actividad de casi todas las partes del mundo. A pesar de ello, por primera vez en muchos años la región no se vio tan afectada por una crisis externa y fue capaz de recuperarse en forma rápida y vigorosa, más aun en comparación con el mundo desarrollado (CEPAL, 2010). En definitiva, la tasa de variación del PIB del período 2004-2011 se encuentra muy por encima del promedio de las década de 1980 y 1990³ (Gráfico Nro. 1).

Este crecimiento económico se tradujo en un aumento de la demanda de mano de obra, lo que permitió una variación del empleo de 1,8% promedio por año. De esta manera, en 2013 la tasa de desempleo se situó en 6,2% de la Población Económicamente Activa (PEA), 5 puntos porcentuales (p.p.) por debajo de la registrada en 2003 y el menor valor de la serie histórica con inicio en 1991. La reducción en la cantidad de desempleados se vio reflejada en los niveles salariales, los cuales aumentaron en promedio 1,6% por año en términos reales. La suba en el empleo y en los salarios permitió una mejora en la equidad, aunque América Latina sigue siendo la región más desigual del mundo. Al respecto, el índice de Gini pasó de 0,55 en 2002 a 0,49 diez años más tarde. Finalmente, la combinación de crecimiento del PIB por habitante y la mejora en la distribución del ingreso permitió una muy fuerte reducción en la pobreza y la indigencia, de 43,9% y 19,3% de la población en 2002 a 28,2% y 11,3% en 2012, respectivamente.

2. Se toma al 2004 como inicio del período de estudio ya que es el primer año de la década que presenta una tasa de crecimiento por encima de la media histórica.

3. Si bien el crecimiento de la región fue muy elevado en términos históricos, no lo es tanto cuando la comparación se realiza con otras economías en desarrollo no sólo de Asia, sino también de la ex URSS, Oriente Medio, Europa Emergente e incluso África. En otras palabras, a la región le fue bastante bien respecto de su historia pero no tan bien si la comparación se realiza con el ámbito global.

Gráfico Nro. 1: Tasas de variación del PIB de América Latina
Dólares a precios constantes



*El promedio 2004 – 2011 excluye al año 2009.

**Para los datos de 2014 a 2019 se toman las proyecciones del FMI.

Fuente: Elaboración propia con base en datos de CEPAL y FMI

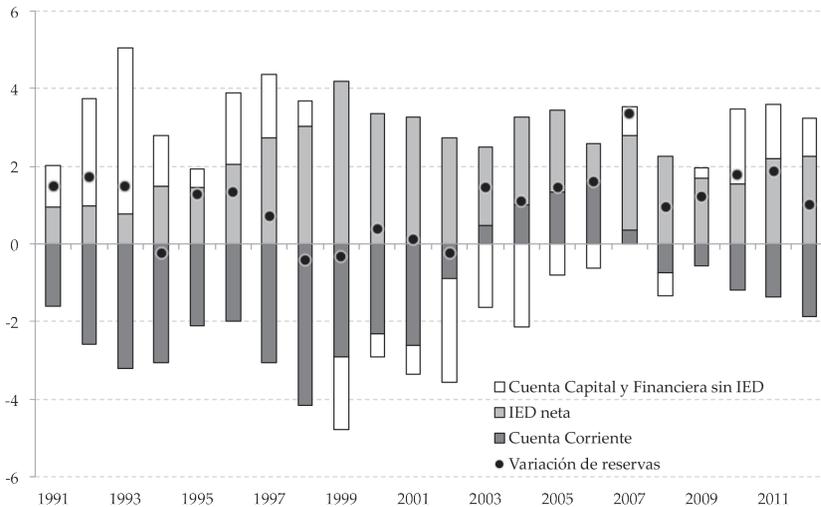
Al menos tan importante como la magnitud del crecimiento y la mejora de las condiciones sociales, ha sido que la expansión se dio sin que se deterioraran las cuentas fiscales y externas, una característica muy recurrente de la región durante los períodos de alza del producto. En relación al balance de pagos, como puede observarse en el Gráfico Nro. 2, desde finales de la década de 1990 y hasta 2006, la cuenta corriente mostró una paulatina mejora, alcanzando valores superavitarios en los últimos años de dicho período. A este superávit hay que adicionarle las entradas positivas de capital en concepto de Inversión Extranjera Directa neta (IED),⁴ para obtener la magnitud real de la disponibilidad de financiamiento estable en divisas de la región en este período.⁵ Asimismo, cabe notar que hasta la crisis internacional hubo salida de capitales de corto plazo, es decir que el crecimiento de la región se

4. La suma de la cuenta corriente y la IED es denominado balance básico, el cual es un indicador de los ingresos de divisas menos volátiles que no son considerados de corto plazo.

5. Cabe notar que la IED ya muestra valores positivos y elevados desde la década de 1990. La diferencia es que durante esa década la mayor parte de las operaciones eran adquisiciones de empresas públicas y privadas ya existentes, mientras que en la última década aumentaron las inversiones greenfield.

financió con ahorro interno y que este alcanzó también para financiar parte del crecimiento del resto del mundo. Como consecuencia de lo anterior, en todos y cada uno de los años del decenio analizado, América Latina fue capaz de acumular reservas internacionales, alcanzando un valor de 836.000 millones de dólares en 2012, equivalente al 14,6% del PIB. Este hecho es de suma importancia dado que, ante la dependencia del crecimiento de la región en relación a las divisas internacionales (Prebisch, 1986) y la ausencia de un prestamista de última instancia durante las crisis para los países en desarrollo, la acumulación de reservas durante el auge para ser utilizadas una vez el ciclo revierta tendencia es posiblemente la política anti-cíclica de mayor importancia.

Gráfico Nro. 2: Balance de pagos de América Latina
Como % del PIB



Fuente: Elaboración propia con base en datos de CEPAL.

Como se adelantaba, las cuentas fiscales también mostraron un sesgo anti-cíclico. En efecto, tanto el resultado primario como el global de América Latina⁶ presentaron una clara tendencia ascendente desde 1999

6. Promedio simple de los países.

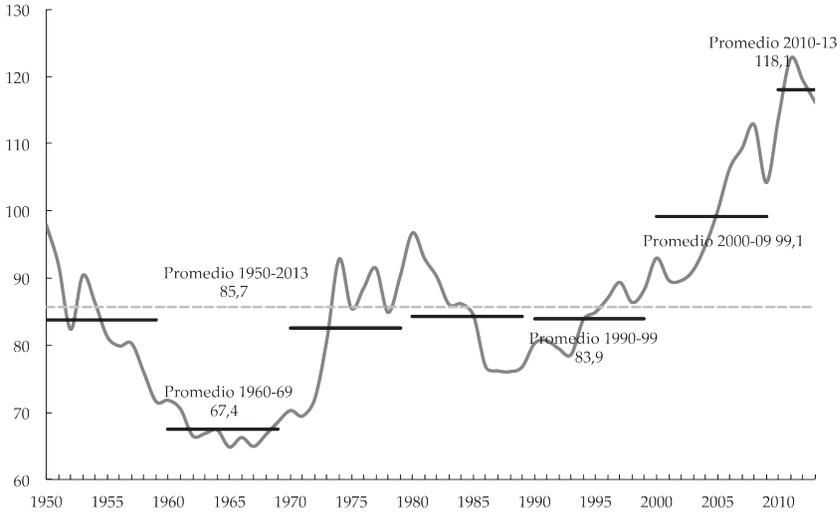
hasta 2008, cuando se evidenció un deterioro con motivo de la crisis. De esta manera, por primera vez en mucho tiempo, la región fue capaz de hacer política fiscal de estímulo para compensar efectos adversos del contexto internacional. Una vez superado el peor momento de la crisis, se retornó a un proceso de consolidación, que llevó al resultado primario nuevamente a terreno positivo. Todo este comportamiento permitió un proceso de desendeudamiento de la región, que pasó de tener una deuda pública equivalente al 57% del PIB en 2003 a 31% en 2012, a la vez que la participación de la deuda externa en este total disminuyó de las dos terceras partes a menos de la mitad (Gráfico Nro. A.1, en el Anexo).

Numerosos autores argumentaron que esta evolución de la macroeconomía de América Latina fue producto únicamente de un contexto internacional muy favorable, sin que haya habido ninguna mejora por el lado de las políticas públicas (Ocampo, 2007; Izquierdo y Talvi, 2008; Izquierdo *et al.*, 2008). En efecto, este decenio se caracterizó por un fuerte crecimiento de la economía mundial, liderado por los países en desarrollo. No es de extrañar, entonces, que el dinamismo de las economías emergentes incrementara la demanda mundial de las materias primas necesarias como insumo en su proceso de industrialización y que también aumentara la demanda de alimentos a medida que millones de personas escapaban de la pobreza. Como consecuencia de ello hubo un fuerte aumento tanto de los precios de los bienes que América Latina típicamente exporta, como de las cantidades comercializadas con el exterior. De este modo, los términos de intercambio de la región se situaron en el período considerado casi un 30% por encima de los vigentes en la década de 1990, aunque el promedio desde 2010 muestra que esa diferencia superó el 40%⁷ (Gráfico Nro. 3).

7 Cabe destacar que el escenario internacional no fue homogéneo para toda la región. Mientras que América del Sur fue la mayor beneficiada, por ser exportadora de productos básicos (petróleo, minerales, metales y alimentos) e importadora de manufacturas, los países centroamericanos se vieron perjudicados, tanto por su condición de importadores netos de insumos energéticos, como por la competencia que Asia generó en las exportaciones de manufacturas hacia su principal mercado, Estado Unidos. En un punto intermedio se encuentra México, dado que sufrió la creciente competencia en el mercado norteamericano, pero es exportador neto de petróleo.

Gráfico Nro. 3: Términos del intercambio de bienes y servicios de América Latina

Año base 2005 = 100



Fuente: Elaboración propia con base en datos de CEPAL.

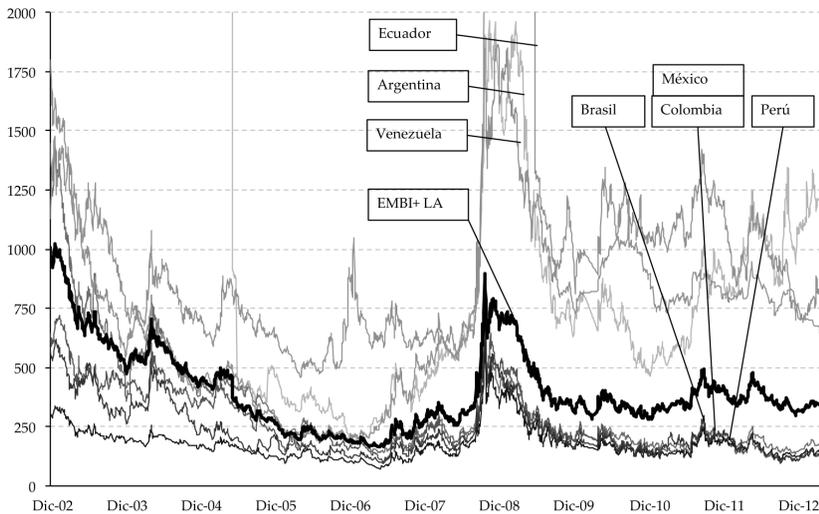
Asimismo, la baja tasa de interés internacional, en un contexto de abundante liquidez, aumentó el apetito por el riesgo y con ello la oferta de financiamiento a nivel mundial, reduciendo el riesgo país para los países emergentes, entre ellos los latinoamericanos. Junto con la relevancia de los factores externos, es interesante observar que los niveles de riesgo difieren considerablemente entre países, aunque su variación obedece a un patrón similar (Gráfico Nro. 4, en la página 116). En otras palabras, tanto los factores internos como los externos son cruciales para evaluar el costo del financiamiento de los países de la región.

Sin lugar a dudas, los factores externos propiciaron el crecimiento y colaboraron para sostener las cuentas públicas y externas. Sin embargo, afirmar que las mejoras económicas y sociales de la región son consecuencia única de ello parece apresurado (CEPAL, 2008; Machinea *et al.*, 2012). En efecto, en otros episodios de contextos externos favorables el crecimiento no fue tan elevado, las condiciones sociales no mostraron tanta mejoría (aunque aún queda mucho por hacer en este aspecto) y,

principalmente, la región en su conjunto no fue capaz de prepararse para la reversión del ciclo como en esta oportunidad, acumulando una gran cantidad de reservas internacionales, disminuyendo la carga de la deuda pública y mejorando sus condiciones en términos de plazo y proporción en moneda local.

Gráfico Nro. 4: EMBI+ AL, países seleccionados de América Latina

En puntos base



Fuente: Elaboración propia con base en datos de J.P. Morgan.

II.2. La desaceleración heterogénea

El período de crecimiento acelerado con fundamentos sólidos iniciado en 2004, si bien se vio afectado por la crisis internacional de 2008-2009, logró mantener la tendencia general una vez pasados los peores momentos del evento. En efecto, el elevado crecimiento evidenciado en 2010 y parte de 2011 hizo creer que el ciclo se mantendría por varios años más, pudiendo ser solo perturbado por una fuerte desaceleración de China o por un re-crecimiento de la crisis con Europa como protagonista. Si bien el país asiático redujo su tasa de crecimiento y el continente europeo aún hoy está intentando recuperarse, ninguno de estos dos acontecimientos parece suficiente para explicar la desaceleración que experimentó América Lati-

na desde la segunda parte de 2011. Como puede verse en el Gráfico Nro. 1, en 2012 y 2013 la tasa de variación del PIB disminuyó a 2,9% y 2,5%, respectivamente, mientras que las estimaciones de la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL) para 2014 ubican la expansión en torno a 1,3%. En los años siguientes, según el Fondo Monetario Internacional (FMI), se proyecta un crecimiento más acelerado, aunque muy por debajo del período 2004-2011.

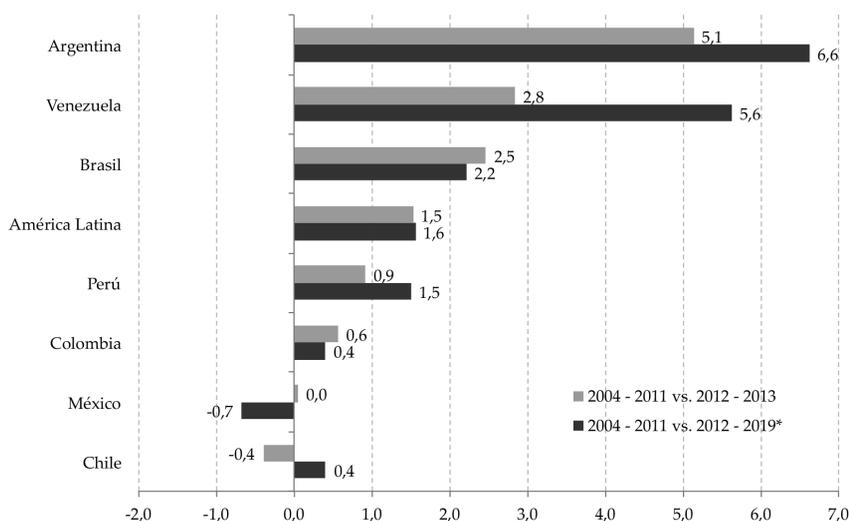
Entonces, el menor crecimiento de Asia en desarrollo y del mundo en general no sería suficiente para explicar la desaceleración de América Latina. Más aun teniendo en cuenta que los otros dos factores externos fundamentales para evaluar el contexto externo para la región, los términos de intercambio y las condiciones de acceso al mercado internacional de crédito, han sido todavía favorables. En relación a los términos de intercambio, si bien en 2012 y 2013 se ubicaron por debajo del nivel alcanzado en 2011, se mantuvieron casi un 10% por encima del nivel promedio de 2004-2011 (Gráfico Nro. 3). Por su parte, el acceso al mercado de crédito internacional, evaluado a través del Emerging Markets Bonds Index (EMBI), continuó abierto y en condiciones propicias (Gráfico Nro. 4).

Sin embargo, es interesante preguntarse si la mayor explotación de las materias primas por el auge en su precio no tiene un efecto expansivo inicial que luego se disipa en el tiempo, o bien si lo que fomenta el crecimiento de la región es el nivel de las condiciones externas o su evolución. En otras palabras, ¿es una elevada tasa de crecimiento del resto del mundo lo que impulsa el nivel de actividad local o la aceleración de la tasa de crecimiento? ¿Es un nivel elevado de términos de intercambio o el incremento de los términos de intercambio? ¿Es un acceso propicio al mercado de capitales o la mejora en dichas condiciones? Algunos autores (Talvi y Munyo, 2013; Talvi, 2014) sostienen que es la evolución y no el nivel de las condiciones externas lo realmente relevante para evaluar el efecto sobre el nivel de actividad de la región. El argumento se basa en que ciertos aspectos del nivel de actividad, como las importaciones, se ajustan a las condiciones externas y, para un nuevo incremento, es necesario que el contexto externo continúe mejorando. De ser éste el caso, entonces, la desaceleración reciente podría tener origen en que las con-

diciones externas, si bien se mantienen en niveles relativamente favorables, dejaron de presentar mejoras.

Sin embargo, es interesante notar que la desaceleración en el crecimiento no fue homogénea a todos los países de la región, sino que la tasa de expansión de algunos se vio afectada en forma más significativa que la de otros. Al observar a AL-7, las economías de mayor desaceleración entre los períodos 2004-2011 y 2012-2013 son Argentina (5,1 p.p.), Venezuela (2,8 p.p.) y Brasil (2,5 p.p.). Estos mismos países son los que se espera que vayan a presentar una mayor desaceleración si también se incluye en el análisis a las proyecciones de crecimiento (del FMI) hasta 2019. Es también llamativo que Argentina y Venezuela se sitúan entre las tres economías de mayor tasa de expansión entre 2004 y 2011⁸ (Gráfico Nro. 5).

Gráfico Nro. 5: Desaceleración del crecimiento
En puntos porcentuales



*Para los datos de 2014 a 2019 se toman las proyecciones del FMI.
Fuente: Elaboración propia con base en datos de CEPAL y FMI

8. Los países de mayor crecimiento promedio entre 2004 y 2011 son Argentina (7,6%), Perú (6,8%) y Venezuela (6,3%).

En lo que sigue, entonces, se analizan las políticas monetaria, fiscal y de acumulación de reservas seguidas por AL-7, y se las relaciona con la evolución mostrada en cuanto a las tasas de expansión del PIB, tanto en el período de crecimiento acelerado como en los años de desaceleración.

III. Las políticas públicas macroeconómicas

III.1 La política monetaria

En los países desarrollados, la política estabilizadora por excelencia ha sido la monetaria. Esto quiere decir que en tiempos considerados “normales”, más allá de los estabilizadores automáticos de la política fiscal,⁹ los cambios en las tasas de interés de referencias son los encargados de estimular y desestimular la tasa de inflación y el nivel de actividad. Las ventajas de esta política sobre la fiscal radica en sus menores retardos (Blanchard y Perrotti, 1999) y la mayor facilidad para ser revertida en caso de ser necesario (Taylor, 2000). Asimismo, debe tenerse en cuenta que los pasivos creados por la política monetaria, es decir, los billetes y monedas en circulación, a diferencia de los creados por la política fiscal, no acarrearán una obligación futura de repago. De esta forma, la política monetaria no pone en cuestionamiento la solvencia del sector público (Machinea *et al.*, 2012).

Actualmente, casi la totalidad de los países desarrollados y buena parte de los considerados en desarrollo utilizan reglas de metas de inflación (*inflation targeting*) para guiar la política monetaria.¹⁰ Su funcionamiento requiere que el banco central establezca un objetivo de inflación determinado o bien unas bandas dentro de las cuales se busca que fluctúe la variación de precios. En caso de que se espere que la inflación vaya a superar el objetivo, el banco central sube la tasa de interés, de forma de desestimular la demanda agregada y así quitar presiones inflacionarias. Por el contra-

9. Los estabilizadores fiscales automáticos son los gastos y los ingresos públicos cuyos montos nominales varían por la evolución del nivel de actividad, sin que sea necesaria ninguna decisión discrecional de política económica. Ejemplos de estos estabilizadores son, para el gasto, el seguro de desempleo y, para los ingresos, los impuestos progresivos. En una fase contractiva del ciclo, aumenta el gasto por el mayor desempleo y disminuyen los ingresos en concepto de impuestos progresivos, por lo que ambos generan un estímulo a la actividad. En cambio, en períodos de auge, el desempleo y el gasto por el seguro de desempleo caen, mientras que los ingresos impositivos aumentan, lo que desincentiva el crecimiento.

10. Para un análisis del funcionamiento de la política monetaria bajo un régimen de metas de inflación, ver Taylor (2008).

rio, en caso de que la inflación esperada se sitúe por debajo del objetivo, la autoridad monetaria reduce la tasa de interés, lo que fomenta la demanda y genera una tendencia a elevar la variación de precios.

Asimismo, muchos bancos centrales no tienen como único objetivo “preservar el valor de la moneda”, sino también alguno relacionado con el nivel de actividad económica, generalmente representado por las condiciones del mercado de trabajo. Estos dos objetivos, inflación y pleno empleo, pueden presentar ciertas contradicciones en términos de qué dirección de política monetaria aplicar. Es el caso de una situación de elevado desempleo y presiones inflacionarias: un incremento de la tasa desactivaría las presiones inflacionarias, pero potenciaría los problemas en el mercado de trabajo; un descenso en la tasa estimularía el nivel de actividad, reduciendo el desempleo, pero también pudiendo fomentar la inflación. En estos casos, la autoridad monetaria debe priorizar un objetivo sobre otro y coordinar su accionar con el resto de las políticas públicas para alcanzar el objetivo global deseado.

En cualquier caso, dada las particularidades de los países en desarrollo, la política monetaria no sería la mejor opción para condicionar el nivel de actividad y la inflación y, más aun, una regla de metas de inflación no es la mejor opción para guiar a la política monetaria. En efecto, al menos en el caso de los países en desarrollo, los canales de transmisión entre la tasa de interés y los niveles de producción e inflación no son robustos, a la vez que la evidencia empírica no acompaña las hipótesis subyacentes en el marco que sustentan los regímenes de metas de inflación.

En parte, esto se debe a que el sector financiero suele representar un menor porcentaje del PIB en comparación a los países desarrollados, por lo que el efecto de los cambios en la tasa de interés sobre el nivel de actividad es más limitado. Incluso, en los países en desarrollo, el tipo de cambio muchas veces es una variable más importante que la tasa de interés para influir tanto en el nivel de actividad como, principalmente, en la inflación. Entonces, la tasa de interés se utiliza como herramienta para condicionar el tipo de cambio y, en forma indirecta, el nivel de actividad e inflación. Esta particularidad puede modificar totalmente el funcionamiento de la regla. Por ejemplo, en una economía con una tasa de inflación considerada

elevada, según la lógica de las metas de inflación, la política a seguir es un aumento en la tasa de interés. Pero, en el caso de países en desarrollo, el mayor rendimiento puede atraer capitales y estimular así aún más el nivel de actividad y las presiones inflacionarias. Asimismo, en el caso de una caída en el nivel de actividad y baja inflación, una reducción en la tasa de interés fomenta la salida de capitales, pudiendo generar un efecto contractivo adicional sobre la actividad. Por último, y estrechamente relacionado con lo anterior, se debe tener en cuenta que una economía con libre movilidad de capitales no puede tener a la vez el control sobre el tipo de cambio y una política monetaria autónoma (la denominada trinidad imposible, basada en el modelo Mundell-Fleming). Entonces, si se desea tener mayores grados de libertad en el manejo de la política monetaria, o bien se aplican controles efectivos sobre la entrada y salida de flujos de capitales o bien se deja que el tipo de cambio fluctúe libremente. Pero si la autoridad monetaria considera importante tener cierto control sobre el tipo de cambio, entonces no tiene total libertad para definir la política monetaria.

Hechas estas aclaraciones, a continuación se analizará el comportamiento de la política monetaria de AL-7 durante el período considerado. Para ello, se debe tener en cuenta que Brasil, Chile, Colombia, Perú y México tienen regímenes de metas de inflación, mientras que Argentina y Venezuela no. En relación al primer grupo, puede observarse en el Cuadro Nro. 1 que Chile, Perú y, en menor medida, Colombia son los que parecen haber actuado en forma más contracíclica, al aumentar la tasa de interés en el período de crecimiento 2004-2008, realizar una abrupta caída una vez iniciada la crisis internacional y volver a incrementarla pasados los efectos más adversos. México también reduce la tasa de interés para hacer frente a la crisis, pero luego no vuelve a subirla, posiblemente por los efectos adversos sobre su economía de la lenta recuperación de Estados Unidos. Brasil, aunque con ciertas oscilaciones, muestra una evolución siempre descendente de su tasa de interés, pero para interpretar la intención del banco central en esta política se debe considerar que la tasa de este país estuvo históricamente dentro de las más elevadas del mundo. Entre los países sin regímenes de metas de inflación, Argentina muestra una abrupta disminución de la tasa de interés luego de alcanzar valores muy elevados como

consecuencia de la crisis de 2002, para luego presentar una tendencia ascendente en todo el período. Incluso, puede verse como a partir de 2014 la tasa ha mostrado niveles muy elevados, con la intención de quitar presión sobre el tipo de cambio.¹¹ Venezuela, por su parte, presenta una tendencia ascendente en la tasa hasta el primer trimestre de 2009, cuando la reduce a la mitad y la mantiene en torno a 6,5% desde entonces.

Se debe considerar también que los dos países sin metas de inflación establecieron en todo el período tasas de interés nominal menores que la tasa de inflación, es decir, tasas reales negativas. Esto podría ser consistente con el mayor crecimiento mostrado por estas economías entre 2004 y 2011, pero también sería uno de los factores causantes de sus problemas actuales de balanza de pagos (a causa de una intensa salida de capitales) y la consecuente mayor desaceleración en sus niveles de actividad durante 2012 y 2013 (y el proyectado hasta 2019).

En definitiva, si bien la capacidad de la política monetaria para influir sobre el nivel de actividad es menor en las economías en desarrollo en comparación a las desarrolladas, en este apartado se mostró que la aplicación de tasas de interés de política económica en valores inferiores a la inflación (tasa real negativa) puede tener un efecto expansivo mientras la cuenta corriente es capaz de financiar la salida de capitales. Sin embargo, una vez que esto deja de suceder, el banco central se ve obligado a subir las tasas para evitar una fuerte devaluación de la moneda, justamente en el momento en que sería necesario reducir el costo del dinero para fomentar el nivel de actividad.

11 Esta evolución de la tasa de interés en Argentina se da al considerarla en términos nominales. En términos reales, es decir, una vez descontados los efectos de la inflación, la evolución es muy diferente y, como se mencionará más adelante, se caracteriza por ser negativa en casi todo el período analizado.

Cuadro Nro. 1: Tasa de política monetaria
En porcentajes

	Argentina	Brasil	Chile	Colombia	México	Perú	Venezuela
I-03	18,7	25,7	2,8	6,3	8,8	3,6	
II-03	11,6	26,5	2,8	7,3	6,1	3,6	
III-03	4,2	24,2	2,8	7,3	4,6	3,0	
IV-03	2,6	18,8	2,6	7,3	5,4	2,6	
I-04	1,7	16,5	1,8	7,0	5,6	2,5	
II-04	1,2	16,1	1,8	6,8	6,4	2,5	
III-04	1,1	16,1	1,8	6,8	7,1	2,7	
IV-04	1,9	16,8	2,2	6,7	8,2	3,0	
I-05	4,0	18,3	2,7	6,5	9,1	3,0	
II-05	5,9	19,5	3,2	6,5	9,7	3,0	
III-05	6,9	19,7	3,8	6,3	9,5	3,0	
IV-05	7,2	19,0	4,4	6,0	8,6	3,1	
I-06	7,2	17,3	4,7	6,0	7,6	3,8	10,5
II-06	7,2	15,8	5,0	6,3	7,1	4,4	9,9
III-06	7,2	14,8	5,3	6,7	7,0	4,5	9,7
IV-06	7,5	13,8	5,3	7,3	7,0	4,5	9,3
I-07	7,9	12,9	5,0	8,0	7,0	4,5	9,2
II-07	7,9	12,3	5,0	8,7	7,2	4,5	9,5
III-07	9,7	11,6	5,5	9,3	7,2	4,8	10,2
IV-07	10,7	11,3	5,8	9,4	7,4	5,0	10,3
I-08	10,8	11,3	6,3	9,7	7,5	5,3	11,3
II-08	10,8	11,8	6,4	9,8	7,5	5,6	12,5
III-08	11,2	13,0	7,8	10,0	8,0	6,3	12,7
IV-08	12,5	13,8	8,3	9,8	8,3	6,5	12,7
I-09	13,0	12,6	4,8	8,8	7,7	6,3	12,9
II-09	14,4	10,3	1,3	6,0	6,0	4,0	6,7
III-09	14,4	8,9	0,5	4,5	4,6	1,5	6,6
IV-09	14,2	8,8	0,5	3,8	4,5	1,3	6,5
I-10	13,6	8,8	0,5	3,5	4,5	1,3	6,3
II-10	11,8	9,5	0,7	3,2	4,5	1,5	6,4
III-10	12,2	10,6	2,0	3,0	4,5	2,5	6,3
IV-10	11,4	10,8	3,0	3,0	4,5	3,0	6,3
I-11	11,1	11,3	3,6	3,1	4,5	3,5	6,4
II-11	11,0	12,0	4,9	3,8	4,5	4,2	6,3
III-11	11,1	12,3	5,3	4,4	4,5	4,3	6,3
IV-11	14,0	11,5	5,3	4,6	4,5	4,3	6,4
I-12	14,0	10,4	5,0	5,0	4,5	4,3	6,4
II-12	12,4	9,1	5,0	5,3	4,5	4,3	6,5
III-12	11,9	7,8	5,0	5,0	4,5	4,3	6,3
IV-12	12,8	7,3	5,0	4,7	4,5	4,3	6,3
I-13	13,1	7,3	5,0	4,0	4,3	4,3	6,2
II-13	14,5	7,6	5,0	3,3	4,0	4,3	6,2
III-13	15,4	8,7	5,0	3,3	3,9	4,3	6,2
IV-13	15,3	9,7	4,7	3,3	3,6	4,1	6,3
I-14	25,8	10,6	4,3	3,3	3,5	4,0	6,4
II-14	27,3	11,0	4,0	3,5	3,3	4,0	6,5

Fuente: Elaboración propia con base en datos de CEPAL.

III.2. La política fiscal

Se ha visto en el apartado anterior que la política monetaria es menos efectiva en los países en desarrollo para influir sobre el nivel de actividad. Pero incluso en los países desarrollados, cuando la tasa de interés nominal de referencia se encuentra cercana a cero, la política monetaria pierde efectividad para influir sobre la demanda agregada (Keynes, 1936). En ambos casos, si el sector público quiere influir sobre el nivel de actividad, tiene que hacerlo a través de los agregados fiscales. Para ello, el Estado cuenta con estabilizadores automáticos, relacionados con la progresividad de los impuestos y con gastos como el seguro de desempleo o los programas de transferencias condicionadas. Pero también tiene la posibilidad de realizar modificaciones fiscales discrecionales, es decir, tomar decisiones de política tendientes a fomentar o desincentivar la demanda agregada a través del presupuesto público.

La definición del carácter cíclico de esta discrecionalidad muchas veces se realiza analizando únicamente la evolución del gasto y si este varía en mayor o menor medida que el producto (Ocampo, 2009a y 2009b, y Clements *et al.*, 2007). Este análisis puede ser razonable para sistemas fiscales “maduros”, donde los cambios en los sistemas impositivos y de gasto público son de menor relevancia. Sin embargo, en sistemas fiscales menos desarrollados, parece más acertado observar también a los ingresos y, por ende, analizar el resultado fiscal y la variación de la deuda pública.

Pasemos entonces a estudiar estas variables para los países más grandes de la región. En el Cuadro Nro. 2 puede verse que Chile es sin lugar a dudas el país que muestra un comportamiento más contracíclico en el resultado fiscal primario, mejorándolo hasta 2007, para luego reaccionar con políticas de estímulo frente a la crisis y luego volver a un proceso de consolidación. Cabe destacar que la política fiscal de este país se encuentra condicionada por una regla fiscal y por un fondo anticíclico depositado en el exterior. Si bien *a priori* se pensaría que una política de estas características es deseable en términos de la estabilidad macroeconómica, más aún en una economía tan dependiente del precio de un solo bien de exportación (el cobre), también se debe considerar hasta qué

punto es conveniente alcanzar superávits fiscales del orden del 7% y 8% del PIB, como en 2006 y 2007, en un país con necesidades sociales y una distribución del ingreso inequitativa.

Colombia y Perú también parecen haber seguido una política fiscal contracíclica, aunque con menos intensidad que la mostrada por Chile. Lo mismo vale para Brasil, aunque en este caso cabe mencionar que el elevado superávit primario es causado por la importancia que tiene el pago de los intereses de la deuda pública como proporción del PIB.¹² México, por su parte, presenta un leve pero continuo deterioro de su resultado fiscal desde 1993, que parece haberse estabilizado a partir de 2010. A pesar de ello, cabe notar que dicho país parte de una situación de fuerte superávit y que los déficits alcanzados al final del período no superan el 1% del PIB.

Con respecto a Argentina, el país muestra una veloz consolidación fiscal a partir de la salida de la crisis de 2002, e incluso desde antes también, lo que le permitió llegar a 2008 con un superávit primario algo menor al 3% del PIB. Desde allí, el resultado fiscal muestra un franco deterioro, primero como consecuencia de las medidas de estímulo para paliar los efectos de la crisis, pero este comportamiento continuó una vez iniciada la recuperación en la segunda mitad de 2009. Por último, al analizar el resultado fiscal primario, Venezuela parece presentar un comportamiento más bien contracíclico, a partir de una consolidación fiscal hasta 2008, un deterioro durante la crisis y una mejora posterior. Sin embargo, este comportamiento es consecuencia de una fluctuación siempre en el mismo sentido de los ingresos y los gastos, aunque los primeros en forma más intensa. En otras palabras, tanto ingresos como gastos aumentan hasta 2008, se reducen en la crisis y vuelven a crecer después. Pero, como los ingresos se encuentran fuertemente relacionados con el precio de los hidrocarburos, sus variaciones son mayores y logran más que compensar las modificaciones en los gastos.

12 Se trata también de un país que históricamente presentó una muy elevada tasa de interés.

Cuadro Nro. 2: Resultado fiscal primario
Como % del PIB

	Argentina	Brasil	Chile	Colombia	México	Perú	Venezuela
2003	2,1	2,3	0,7	-0,7	0,4	0,3	0,3
2004	3,2	2,6	2,9	-1,1	0,3	0,6	1,8
2005	2,3	2,5	5,1	-1,1	0,5	1,1	4,6
2006	2,7	2,1	8,0	0,1	-0,3	3,3	2,0
2007	2,7	2,2	8,4	0,8	-0,5	3,2	4,5
2008	2,8	2,4	4,6	0,6	-0,2	3,4	0,1
2009	1,4	1,2	-3,7	-1,2	-0,5	-0,2	-3,7
2010	1,5	2,1	0,1	-1,2	-1,2	1,2	-2,1
2011	-0,1	2,3	1,8	-0,3	-1,0	2,0	-1,8
2012	-0,2	1,8	1,1	0,1	-1,1	2,2	-2,2
2013	-1,4	1,6	0,0	-0,1	-0,8	1,5	-0,3

Fuente: Elaboración propia con base en datos de CEPAL.

En relación al nivel de deuda pública, todos los países muestran un proceso de desendeudamiento, al menos hasta el inicio de la crisis de 2008, y actualmente se encuentran, en mayor o menor medida, con un nivel de deuda reducido. Brasil es el país más endeudado, con un nivel que se ubica en torno al 60% del PIB, lo que es consistente con el elevado pago en concepto de intereses visto previamente. Lo sigue Argentina, con una deuda aproximada del 45% del PIB, aunque una gran parte está en manos de otras dependencias públicas. El resto de los países tiene niveles de endeudamiento incluso menores, destacándose Chile y Perú (Cuadro Nro. 3).

En resumen, los países que mostraron una política menos contracíclica son aquellos que experimentaron una mayor expansión hasta 2011, pero también los que presentan una desaceleración más importante. En este punto se puede ver claramente la disyuntiva a la que se enfrentan los países de la región entre fomentar la tasa de expansión cuando se cuenta con recursos o bien ahorrar una parte priorizando la estabilidad sobre el crecimiento. Más allá de esto, cabe destacar que en ningún país existe actualmente una situación alarmante en términos de la sostenibilidad de la política fiscal.

Cuadro Nro. 3: Deuda pública
Como % del PIB

	Argentina	Brasil	Chile	Colombia	México	Perú	Venezuela
2003	138,2	72,3	12,4	42,6	22,1	43,4	47,4
2004	126,5	68,6	10,2	38,9	20,7	40,1	38,8
2005	72,8	67,7	6,9	39,1	20,3	36,9	33,1
2006	63,6	56,4	5,0	37,5	20,6	30,1	24,0
2007	55,7	58,0	3,9	32,9	20,9	26,2	19,1
2008	48,5	57,4	4,9	33,3	24,4	24,1	14,0
2009	48,5	60,9	5,8	35,0	28,1	23,4	18,2
2010	45,1	53,4	8,6	34,9	27,6	21,3	20,2
2011	41,6	54,2	11,1	33,4	28,3	19,0	25,1
2012	44,7	59,3	11,1	32,1	28,8	17,7	27,5

Fuente: Elaboración propia con base en datos de CEPAL.

III.3. La política de acumulación de reservas internacionales

Para analizar las políticas públicas macroeconómicas de América Latina no es suficiente con estudiar a las políticas fiscal y monetaria, sino que también es fundamental observar la acumulación de reservas internacionales. El motivo es muy conocido y ya se ha mencionado: las crisis en la región suelen darse por una escasez de moneda extranjera, dada la dependencia del crecimiento de las importaciones (Diamand, 1972). Entonces, en momentos de elevados términos de intercambio, la capacidad a importar aumenta, la restricción externa se aleja y se posibilita así un proceso de crecimiento. Asimismo, los elevados términos de intercambio reducen la percepción del riesgo de la región, con lo que mejoran las condiciones al acceso del mercado internacional de capitales. En cambio, cuando los términos de intercambio son más moderados, la capacidad a importar disminuye, la cual difícilmente puede ser compensada con endeudamiento externo, ya que las condiciones se endurecen.¹³ Por consiguiente, una forma de evitar o, al menos, paliar esta situación es acumular recursos en moneda extranjera durante el auge, para ser utilizados cuando el contexto se revierta.

13 Es interesante notar que en los países en desarrollo, a diferencia de lo que ocurre en los desarrollados, el acceso a los mercados de capitales es procíclico. Esto quiere decir que en los momentos de crecimiento el acceso es barato, mientras que durante la parte descendente del ciclo, cuando más se necesita financiamiento, el acceso se encarece y dificulta.

Los datos de las principales economías de la región al respecto son muy elocuentes. En efecto, el promedio de reservas internacionales de los países con políticas monetarias y fiscales más contracíclicas hacia finales de 2013 alcanzaba casi el 18% del PIB, con Perú liderando (32,5%), Brasil, Chile y México en medio (en torno a 15%) y Colombia en el último lugar (11,5%). En cambio, Argentina y Venezuela muestran posiciones externas mucho más endeblas con una acumulación de reservas internacionales equivalente a 4,8% y 5,8% del PIB, respectivamente (Cuadro Nro. 4).

**Cuadro Nro. 4: Reservas internacionales
Como % del PIB**

	Argentina	Brasil	Chile	Colombia	México	Perú	Venezuela
2003	12,5	12,5	28,1	15,8	11,4	24,2	31,6
2004	15,4	11,8	23,3	16,8	12,2	27,9	28,1
2005	17,5	9,0	20,0	14,8	12,5	27,2	27,6
2006	17,5	11,6	18,4	13,7	11,5	28,7	27,2
2007	20,9	20,1	14,9	15,2	12,7	41,0	19,4
2008	17,7	18,5	20,2	15,1	13,6	40,5	19,6
2009	12,6	14,7	14,7	10,7	10,7	26,9	10,0
2010	11,2	13,5	12,8	9,8	11,1	29,5	11,5
2011	8,3	14,2	16,7	9,5	12,5	28,2	9,0
2012	7,1	16,6	15,6	10,0	13,8	32,9	7,7
2013	4,8	15,9	14,8	11,5	14,2	32,5	5,8

Fuente: Elaboración propia con base en datos de CEPAL

Pero no solo el nivel es importante, sino también la evolución. Los países con mayores reservas internacionales se caracterizan por haber acumulado fuertemente hasta la crisis de 2008, cuando deshacen posiciones en un intento por estabilizar el tipo de cambio, para luego volver a una posición compradora. Argentina también presenta un proceso de acumulación de reservas hasta la crisis, para luego comenzar un abrupto deterioro hasta la actualidad. Por su parte, en Venezuela, incluso con precios récord del petróleo, el deterioro en las reservas comienza mucho antes, en 2004, y no se interrumpe hasta el presente.

En resumen, cinco de los siete países analizados (Brasil, Chile, Colombia, México y Perú) fueron capaces de generar una importante acumulación de reservas internacionales durante el auge, mientras que los

otros dos países (Argentina y Venezuela) llegado un punto revirtieron el proceso de acumulación. Esto último habría incentivado el crecimiento en el corto plazo, pero también habría dificultado la estabilización del ciclo cuando la balanza de pagos deja de ser superavitaria. Es por ello que no resulta llamativo que Argentina y Venezuela sean al mismo tiempo los países de mayor expansión hasta 2011 y aquellos de desaceleración más intensa.

IV. Reflexiones finales

Luego de un período de elevado crecimiento, desde 2011 América Latina muestra un escenario de desaceleración, lo que posiblemente dificulte mantener el ritmo de mejora en las condiciones sociales. Sin embargo, ambos períodos se dieron con diferente intensidad en los distintos países de la región. Este artículo se concentra en las siete principales economías latinoamericanas, y analiza la relación entre las políticas adoptadas por cada uno de ellos y su comportamiento macroeconómico.

En términos generales, puede diferenciarse entre los países que priorizaron el crecimiento económico y los que priorizaron la estabilidad. Los primeros están representados por Argentina y Venezuela, los cuales presentan una mayor tasa de crecimiento promedio hasta 2011, pero también una desaceleración más intensa tanto al considerar los años 2012 y 2013, como si se consideran las proyecciones a 2019. Por su parte, Brasil, Chile, Colombia y México exhiben un crecimiento más bajo hasta 2011 y una menor desaceleración posterior. Perú puede ser considerado un caso aparte ya que presenta la segunda mayor tasa de crecimiento entre 2004 y 2011 (detrás de Argentina) y una desaceleración menor a 1 p.p. en los años 2012 y 2013.

En relación a la política monetaria, más allá del mayor carácter contracíclico de los países con metas de inflación, se destaca que Argentina y Venezuela presentaron tasas reales negativas en la mayor parte del período estudiado. Esto evidentemente desincentivó la entrada de capitales, pero puede haber sido un factor adicional de crecimiento mientras la cuenta corriente fue capaz de financiar las necesidades de divisas de las economías. No obstante, una vez esto dejó de ser así, las economías

tomaron la decisión de adoptar controles de capitales, los cuales de todos modos no fueron efectivos en evitar un deterioro en el nivel de reservas internacionales. Este menor nivel de reservas es un factor muy importante a considerar en la situación actual de desaceleración, más aun teniendo en cuenta que el acceso al mercado de capitales de estos dos países es limitado.

Por el lado fiscal, más allá de ciertas diferencias cíclicas, lo cierto es que ninguno de los países presenta a día de hoy una situación alarmante, tanto en lo que respecta al resultado fiscal como al nivel de endeudamiento. La mayor solvencia en comparación a situaciones pasadas de crisis de balanza de pagos es un factor muy importante de cara a encontrar posibles alternativas para los países que experimentan una desaceleración más intensa. En efecto, dado el todavía favorable contexto internacional, el acceso al mercado de capitales parece más una decisión de política interna que una restricción impuesta por la situación mundial.¹⁴ De este modo, es una posibilidad para reconstituir reservas internacionales y financiar importaciones necesarias para el crecimiento.

En definitiva, no es para nada sencillo encontrar el carácter cíclico adecuado de las políticas públicas macroeconómicas en países como los latinoamericanos, caracterizados por presentar –por un lado– carencias en cuanto al ritmo de crecimiento y urgentes necesidades sociales, y –por otro– una elevada volatilidad y una extensa historia de crisis recurrentes de balanza de pagos. Esta dificultad se ve plasmada en las diferentes políticas adoptadas por los distintos países de la región. No queda claro si la mejor opción se acerca más a lo realizado por Chile o Perú, hoy en día mejor preparados para una reversión del ciclo, o bien a lo realizado por Argentina o Venezuela, quienes mostraron las tasas de crecimiento más elevadas hasta 2011. La pregunta fundamental es hasta qué punto se debe acumular recursos para prepararse a una eventual reversión del ciclo: ¿Es conveniente presentar un superávit fiscal por más

14. El caso de Argentina quizá sea algo más controvertido por la situación existente con los fondos buitres a partir del fallo de juez Griesa. Sin embargo, vencida la cláusula Rights Upon Future Offers (RUFO), el gobierno tendría la posibilidad de negociar para dar por finalizado el conflicto y así acceder a los mercados en forma más conveniente.

del 8% del PIB como hizo Chile en 2006 y 2007? ¿Es necesario acumular reservas internacionales por más del 30% del PIB como Perú? ¿O es una mejor opción utilizar al menos parte de esos recursos para acelerar el crecimiento y atender las numerosas necesidades sociales existentes en los países de la región? ¿Hasta qué punto ser precavido y hasta qué punto no privar al país de un mayor crecimiento, al menos, de corto plazo?

Desde ya que esta discusión no está cerrada, a la vez que se pueden plantear diversas respuestas a partir de las particularidades de cada país en cada momento del tiempo. Con este texto se pretende básicamente exponer la problemática y mostrar con datos recientes que las políticas públicas macroeconómicas sí importan y afectan al devenir de las economías de la región latinoamericana.

No obstante, se debe hacer una última aclaración acerca de las limitaciones de las políticas macroeconómicas como herramienta de transformación productiva y desarrollo económico. Si bien una macro estable es una condición necesaria para ello, en ningún caso es condición suficiente. Con sus diferencias, hasta 2011 casi todos los países de América Latina fueron capaces de crecer a un ritmo elevado en términos históricos, a la vez que mejoraron sus condiciones sociales, ayudados por planes sociales y programas de transferencias condicionadas. Pero si se desea que estas mejoras sociales perduren en el tiempo, es necesario generar un proceso de transformación productiva que permita a la región avanzar en los eslabones de mayor valor agregado dentro de las cadenas globales de valor. Para ello es indispensable complementar una política macroeconómica consistente con políticas más específicas de fomento a los sectores considerados con potencial en cada país. Esta fue posiblemente la principal cuenta pendiente de la región en la última fase ascendente, tanto en los países que priorizaron el crecimiento como en aquellos que prefirieron resignar una tasa de expansión más elevada en pos de una mayor estabilidad.

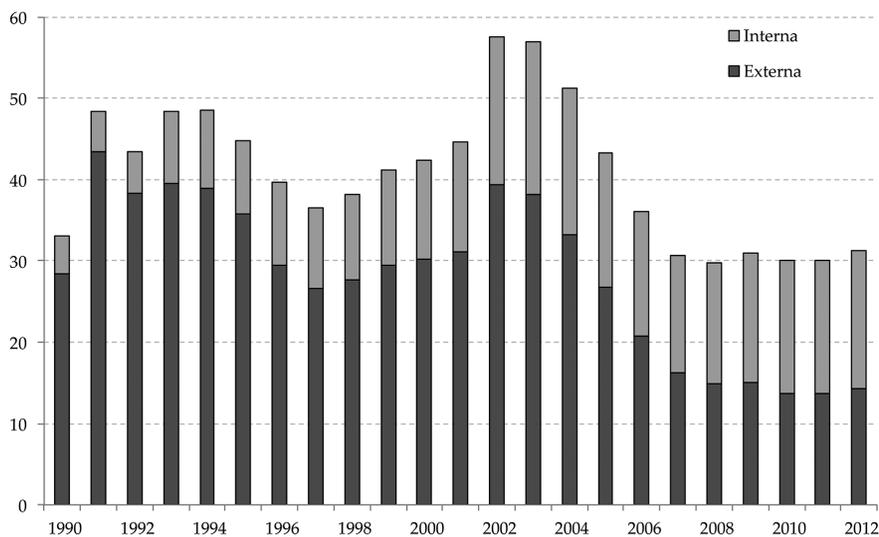
Referencias

- Blanchard, O. y Perotti, R. (1999). *An Empirical Characterization of the Dynamic Effects of Changes in Government Spending and Taxes on Output*. NBER Working Paper Nro. 7269. Cambridge (MA): National Bureau of Economic Research, Inc.
- CEPAL (2008). "Política macroeconómica y volatilidad", *Estudio económico de América Latina y el Caribe*, 60. Santiago de Chile (Chile): Autor.
- CEPAL (2010). "Impacto distributivo de las políticas públicas", *Estudio económico de América Latina y el Caribe*, 62. Santiago de Chile (Chile): Autor.
- CEPAL (2012a). *Panorama Social de América Latina 2011*. Santiago de Chile (Chile): Autor.
- CEPAL (2012b). "Las políticas ante las adversidades de la economía internacional", *Estudio económico de América Latina y el Caribe*, 64. Santiago de Chile (Chile): Autor.
- CEPAL (2014). "Desafíos para la sostenibilidad del crecimiento en un nuevo contexto externo", *Estudio económico de América Latina y el Caribe*, 66. Santiago de Chile (Chile): Autor.
- Diamand, M. (1972). "La estructura productiva desequilibrada argentina y el tipo de cambio". *Desarrollo Económico*, 12(45), 25-47.
- Izquierdo, A., Romero, R. y Talvi, E. (2008). *Booms and Busts in Latin America: The Role of External Factors*. IADB Working Paper Nro. 631.
- Izquierdo, A. y Talvi, E. (2008). *All That Glitters may not be gold: assessing Latin America's Recent Macroeconomics Performance*. Washington (DC): IADB.
- Keynes, J. M. (1936). *Teoría general de la ocupación, el interese y el dinero*. México (DF): Fondo de Cultura Económica, 2ª edición, 15ª reimpresión año 2000.
- Machinea, J. L., Vásquez González, L. y Zack, G. (2012). *La ciclicidad de las políticas públicas latinoamericanas (1995-2010)*. Madrid (ESP): CeALCI-Fundación Carolina.
- Prebisch, R. (1986). El desarrollo económico de la América Latina y algunos de sus principales problemas. En *Desarrollo Económico*, 26(103), pp. 479-502. (primera edición: 1949). Buenos Aires (AR): Instituto de Desarrollo Económico y Social (IDES).
- Ocampo, J.A. (2009a). Impactos de la crisis financiera mundial sobre América Latina. En *Revista de la CEPAL*, 97, pp. 9-32. Santiago de Chile (Chile): CEPAL.
- Ocampo, J.A. (2009b). Latin America and the global financial crisis. En *Cambridge Journal of Economics*, 33, pp. 703-724.
- Ocampo, J.A. (2007). La macroeconomía de la bonanza económica latinoamericana. En *Revista de la CEPAL*, 93, pp. 7-29. Santiago de Chile (Chile): CEPAL.
- Talvi, E. (2014). Macroeconomic Vulnerabilities in an Uncertain World: One Region, Three Latin Americas. En *Brookings Global-CERES Economic and Social Policy in Latin America Initiative*.
- Talvi, E. y Munyo, I. (2013). Are the Golden Years for Latin America Over? En *Brookings Global-CERES Economic and Social Policy in Latin America Initiative*.
-

- Taylor, J. B. (1998). Monetary Policy Guidelines for Employment and Inflation Stability. En Friedman, B. y Solow, R. (Eds.): *Inflation, Unemployment, and Monetary Policy*, pp. 29-54. Massachusetts: MIT Press.
- Taylor, J. B. (2007). Housing and Monetary Policy En *NBER Working Paper* Nro. 13682. Cambridge (MA): National Bureau of Economic Research, Inc.
-

Anexo

**Gráfico Nro. A.1: Deuda pública total,
interna y externa de América Latina
Como % del PIB**



Fuente: Elaboración propia con base en datos de CEPAL.