

*Vittorio Corbo*  
*Klaus Schmidt-Hebbel*

## La crisis internacional y América Latina

### **Resumen**

*América Latina ha sido gravemente afectada por la crisis y la recesión internacional desde finales de 2008. En comparación con crisis anteriores, ¿cómo ha enfrentado América Latina esta crisis global?, ¿cuál ha sido el papel de los diferentes mecanismos de transmisión?, y ¿cómo las condiciones estructurales de la región han afectado su vulnerabilidad a choques externos? En este artículo se abordan estos temas evaluando el crecimiento en siete de las economías más importantes de América Latina durante el periodo 1990-2009 y, en particular, se examinan los efectos de la crisis financiera originada en Estados Unidos en 2008-2009.*

### **Abstract**

Latin America has been strongly affected by the international crisis and recession since late 2008. Compared with previous crises, how Latin America has faced this global crisis, what has been the role of different transmission mechanisms and

---

V. Corbo, investigador asociado *senior*, del Centro de Estudios Públicos, Chile, y K. Schmidt-Hebbel, profesor del Instituto de Economía de la Facultad de Ciencias Económicas y Administrativas, de la Pontificia Universidad Católica de Chile. Este artículo se basa en V. Corbo y K. Schmidt-Hebbel (2010 y 2011).

how the structural conditions of the region have affected its vulnerability to external shocks? This paper aims at addressing these questions by assessing growth in the region's seven major economies during 1990-2009; in particular, it examines the effects of the financial crisis originated in the USA in 2008-2009.

## 1. INTRODUCCIÓN

La economía mundial se sigue ajustando a la peor crisis financiera desde los años treinta. La crisis que se inició en el sistema financiero estadounidense durante la segunda mitad de 2007 tomó una nueva dimensión en los últimos dos años cuando comenzó a afectar la periferia de Europa dando origen a una crisis europea que alcanzó a España e Italia. En el caso de Estados Unidos, el apoyo financiero masivo y los programas de rescate detuvieron la crisis financiera, mientras que la caída de la demanda, de la producción y del empleo sólo se revirtió gracias a la combinación de una intervención financiera a gran escala y una enérgica expansión monetaria. Sin embargo, en Europa continúa la crisis a pesar de los esfuerzos de las autoridades e instituciones europeas. Si bien el origen de la crisis financiera estuvo en el corazón mismo de los centros financieros del mundo, sus mecanismos de transmisión han sido diferentes según regiones y países. Europa sufrió los efectos de una reducción drástica en el financiamiento por parte de las instituciones financieras estadounidenses y ahora está luchando por fortalecer su situación fiscal y por crear las condiciones para recuperar la competitividad y el crecimiento. Otras economías fuera de Estados Unidos y Europa –industriales y en desarrollo– se han visto afectadas por los efectos de contagio de la crisis desde los centros financieros, por la recesión del mundo industrial mediante los canales de transmisión financieros y comerciales convencionales y por el aumento de la incertidumbre.

Esta crisis financiera global ha incrementado las preocupaciones en las economías en desarrollo sobre sus marcos de

política macroeconómica y sus estrategias de desarrollo. Algunas de las preguntas que se plantearon a partir de la crisis son las siguientes: ¿cuáles son las políticas que pueden protegerlas de la mejor manera de las crisis y los choques mundiales?, ¿qué papel desempeña la demanda interna en estos países para protegerlos de las crisis?, y ¿hasta qué punto estas economías deberían depender de una estrategia de estrecha integración comercial y financiera con la economía mundial afectada por choques y crisis?

América Latina ha sido gravemente afectada por la crisis y la recesión internacional iniciadas en Estados Unidos a finales de 2008. En comparación con crisis anteriores, ¿cómo ha enfrentado América Latina esta crisis global?, ¿cuál ha sido el papel de los diferentes mecanismos de transmisión? y ¿cómo las condiciones estructurales de la región han afectado su vulnerabilidad a choques externos?

Este artículo aborda estos temas evaluando el desempeño del crecimiento en siete de las economías más importantes de América Latina durante el periodo 1990-2009 y, en particular, examina los efectos de la crisis financiera originada en Estados Unidos en 2008-2009. Se usan los resultados de un modelo econométrico para descomponer el crecimiento en factores de largo plazo y cíclicos que explican la amplitud de la caída del PIB durante la crisis asiática de 1998-1999 y la crisis mundial de 2008-2009. Esto permite cuantificar e identificar: *i*) las diferencias en los efectos condicionales e incondicionales de la crisis global para los países latinoamericanos (LAC) entre ambas crisis, *ii*) el papel de las variables estructurales y de política que han mejorado la resistencia de la región a los choques y las crisis externas, y *iii*) las principales implicaciones para la evaluación de la estrategia dominante de desarrollo adoptada por la región desde los años noventa. Esta no es una presentación técnica y está enfocada en las implicaciones de política. Para mayores detalles sobre el modelo y los resultados de la estimación, se remite a los lectores a Corbo y Schmidt-Hebbel (2011).

La sección 2 del presente artículo describe el desempeño del crecimiento de América Latina durante 1990-2009 y justifica

la atención sobre las dos recesiones regionales: la de 1998-1999 vinculada a la crisis asiática y la de 2008-2009 causada por la crisis financiera global. La sección 3 utiliza los resultados a partir de un modelo de regresión del crecimiento para descomponer la amplitud de ambas recesiones, comparando el papel muy distinto de los factores externos e internos del crecimiento en ambas recesiones. La sección 4 describe las implicaciones de los resultados anteriores para la elección de los regímenes de política y de estrategias de desarrollo para apoyar el crecimiento de la región y la resistencia a las crisis y los choques externos. Los comentarios finales cierran este trabajo.

## 2. DESEMPEÑO DEL CRECIMIENTO DE AMÉRICA LATINA

Este estudio se enfoca en las siete economías más grandes de América Latina: Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela, que en conjunto representaron el 91% del PIB de América Latina en 2008. La muestra de tiempo abarca desde el primer trimestre de 1990 al cuarto de 2009. La principal variable de interés es la tasa de crecimiento trimestral anualizada del PIB real ajustado por estacionalidad.

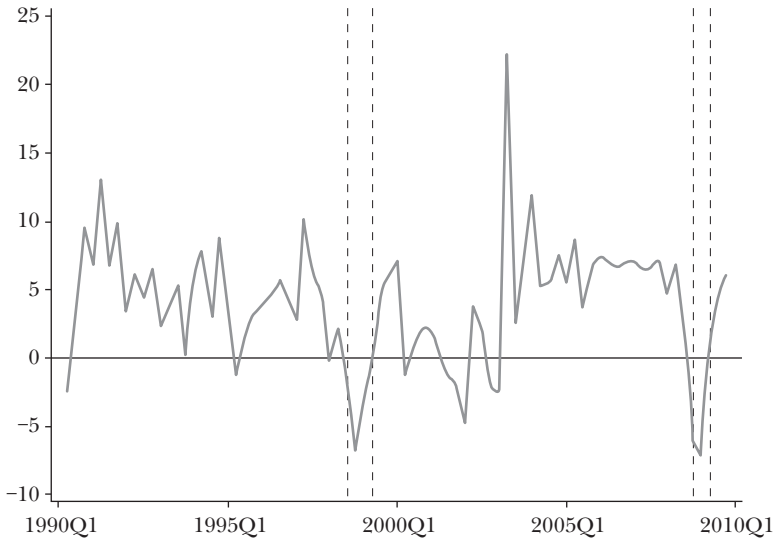
La gráfica 1 muestra las tasas trimestrales de crecimiento del PIB para la región.<sup>1</sup> La gráfica 1 refleja cuatro periodos de al menos dos trimestres consecutivos de caída en el crecimiento promedio de los siete países que representan a la región en nuestro estudio: 1998Q3-1999Q2, 2001Q3-2002Q1, 2002Q4-2003Q1, y 2008Q4-2009Q1. El primer episodio se relaciona con la crisis asiática de 1997-1998 y el último con la crisis financiera global y la recesión mundial de 2008-2009. El segundo y el tercer episodios reflejan dos recesiones muy profundas aunque atribuibles en su totalidad a Argentina y Venezuela, respectivamente. Estos dos episodios respondieron a causas internas

---

<sup>1</sup> Los datos del PIB ajustado por estacionalidad son de fuentes oficiales nacionales. La base de datos completa usada en este artículo está disponible por pedido.

Gráfica 1

**CRECIMIENTO PROMEDIO DEL PIB EN AMÉRICA LATINA**



Fuente: elaboración de los autores.

y no internacionales (una crisis profunda y generalizada en Argentina y el colapso temporal de la producción de petróleo en Venezuela vinculado con una huelga en el sector), prácticamente sin consecuencias para los otros países de la región. En contraste con estos dos episodios específicos, cinco de los siete países sufrieron una recesión durante la contracción regional de 1998-1999, y los siete países sufrieron una recesión durante la contracción de 2008-2009. Por esta razón, este estudio se concentra sólo en estas dos recesiones.

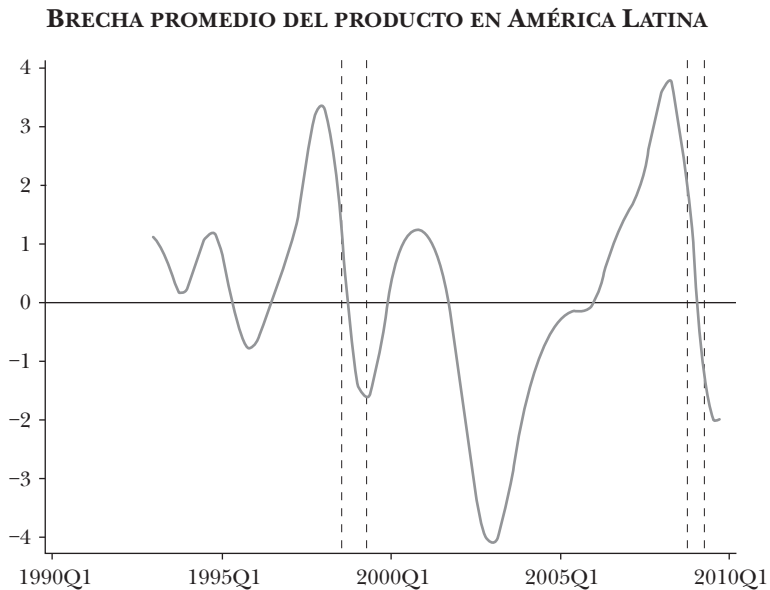
Ahora procedemos a acotar la extensión precisa de la recesión. Una posibilidad es quedarnos con las dos ventanas de caída en el crecimiento consecutivas, descritas en la gráfica 1. Sin embargo, este comportamiento del crecimiento regional agregado podría esconder una significativa heterogeneidad de países. Por lo tanto, usamos la muestra de datos de todo el panel para evaluar las recesiones combinando ventanas alternativas para la recesión 1998-1999 con ventanas diferentes

para la recesión de 2008-2009, usando regresiones con datos del panel.<sup>2</sup> Hallamos que los mejores resultados son los de la ventana de cuatro trimestres que abarca de 1998Q3 a 1999Q2 (la crisis asiática) y la ventana de dos trimestres de 2008Q4 a 2009Q1 (la crisis financiera mundial). Los últimos resultados son idénticos a los periodos de recesión para el PIB agregado de los LAC, dibujado en la gráfica 1.

Sin embargo, para fines de la elección final de los periodos de contracción relevantes para nuestro análisis de descomposición del crecimiento que se presenta a continuación, también consideramos el comportamiento de las brechas de producto en torno a las recesiones (gráfica 2).<sup>3</sup> La brecha de producto promedio de los LAC durante el primer periodo de recesión

decae p1(r)-18(a)-21(n)18(a)-21(n)18(Tc -0.035 Tw 11 0 0 11 162.412 422.345

Gráfica 2



Fuente: elaboración de los autores.

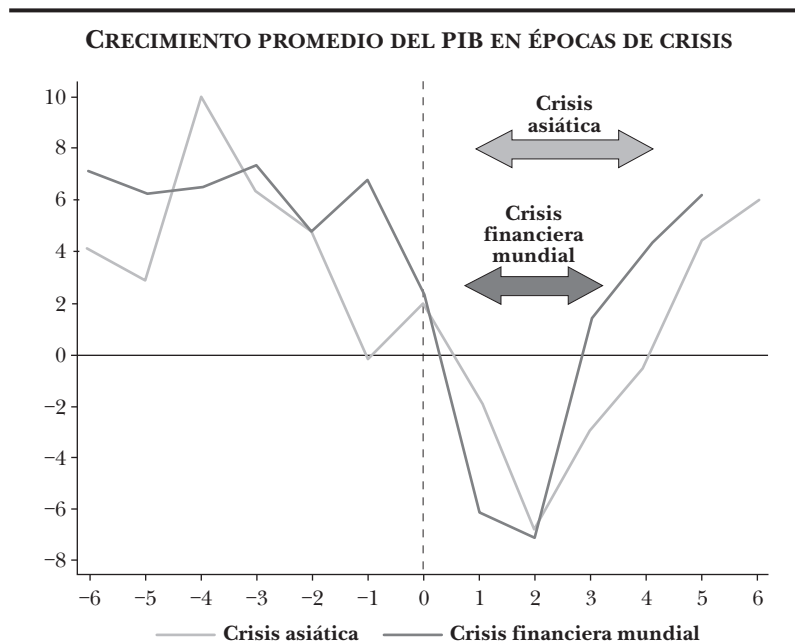
---

### **3. EXPLICACIÓN DE LA AMPLITUD DE LAS RECESIONES DE 1998-1999 Y 2008-2009**

La literatura sobre el crecimiento de largo plazo es muy amplia tanto desde la perspectiva teórica como empírica. Si bien los estudios teóricos generalmente analizan el papel de factores claves del crecimiento de manera aislada, la literatura empírica adopta una visión más amplia, tomando en cuenta varios factores estructurales y de políticas de crecimiento. Nuestro enfoque es estimar el modelo de crecimiento incorporando el mayor conjunto posible de factores estructurales, institucionales, de política y cíclicos, determinantes del crecimiento a corto y largo plazo, basado en evidencias teórica e internacional. Se presentan en detalle nuestros modelos de regresión, fuentes de datos, y resultados de estimación en Corbo y Schmidt-Hebbel (2011).

Ponemos nuestros resultados de regresión a trabajar al usarlos para explicar la amplitud de la caída del crecimiento del PIB de los LAC luego de ambas crisis. Para empezar, computamos la amplitud de la reducción del crecimiento en los siete países de nuestra muestra durante ambas recesiones, esto es, la caída acumulada del nivel del PIB (expresada en términos anualizados) observada entre el trimestre máximo antes de la recesión (identificado en la gráfica 3 como trimestre 0) y el trimestre mínimo de nuestros periodos de recesión seleccionados (identificados en la gráfica 3 como trimestre 4 o 1999Q2 para la primera recesión y trimestre 3 o 2009Q2 para la segunda recesión). El cuadro 1 presenta la amplitud de la recesión anualizada para los siete países de manera individual y para la región en su conjunto. El cambio acumulado de máximo a mínimo del PIB varía de una pérdida del PIB del 8.5% en Venezuela a un aumento del PIB del 3.4% en México durante la recesión de

Gráfica 3



Fuente: elaboración de los autores.



cuatro trimestres de 1998-1999. En contraste con esto último, el rango para todos los países es negativo durante la recesión de tres trimestres de 2008-2009, con una pérdida acumulada del PIB que va de un 0.9% en Colombia a un 11.1% en México.

**Cuadro 1**

<b>RECESIONES EN AMÉRICA LATINA</b>		
<i>Amplitud de la caída del crecimiento del PIB (porcentaje)</i>		
	<i>Crisis asiática 1998Q3-1999Q2</i>	<i>Crisis financiera global 2008Q4-2009Q2</i>
Argentina	-5.20	-1.55
Brasil	-1.03	-3.99
Chile	-3.88	-4.40
Colombia	-6.82	-0.87
México	3.37	-11.09
Perú	1.15	-3.64
Venezuela	-8.51	-3.59
Promedio simple	-2.99	-4.16
Promedio ponderado	-1.15	-5.24

Fuente: elaboración de los autores.

Notas: tasas de crecimiento acumulado del PIB dentro del periodo de referencia. Series desestacionalizadas usando ARIMA X-11.

Los promedios simples (ponderados) por país para las amplitudes de recesión para la región se ubican en -3% (-1.2%) para la primera recesión y en -4.2% (-5.2%) para la segunda. Cualquiera de las mediciones que se tome, está claro que la segunda recesión fue mucho más profunda que la primera. Nuestra próxima tarea es explicar una parte significativa de la amplitud promedio (simple) de ambas recesiones, haciendo uso de nuestros coeficientes estimados y de los cambios en las variables independientes (y en coeficientes estimados, cuando corresponda), según nuestro método de descomposición, sintetizado en el documento de trabajo asociado a este artículo.

Los resultados se muestran en el cuadro 2, basados en los resultados obtenidos de la regresión más completa. Allí se

presenta la descomposición de la amplitud de la recesión para la crisis asiática (columna 1) y para la crisis financiera mundial (columna 2). La última columna se divide en tres partes: la primera se basa sólo en los cambios de las variables explicativas, la segunda se basa solamente en los cambios de los parámetros estimados, y la tercera es la contribución total, que es la suma de las dos partes previas.

La amplitud de la primera recesión es del -3% (como aparece en la última línea del cuadro 2), del cual explicamos un 90%, esto es, una caída anualizada del PIB del 2.7%. De la segunda recesión mucho más amplia, con una amplitud del -4.2%, explicamos un 95%, esto es, una caída del PIB anualizada del 4.1%. ¿Cuáles son los factores que explican estos resultados?

**Cuadro 2**

<b>DESCOMPOSICIÓN DE LAS RECESIONES DE AMÉRICA LATINA</b>				
	<i>Crisis asiática 1998Q3- 1999Q2</i>	<i>Crisis financiera global 2008Q4-2009Q2</i>		
Amplitud de la caída del PIB (porcentaje)	-2.99	-4.16		
		<i>Cambios estructurales</i>		
		<i>Cambio variables</i>	<i>Cambio parámetros</i>	<i>Cambio total</i>
Fuentes:				
Variables de largo plazo	-1.68	0.77		0.05
Crédito privado	0.24	0.44		0.44
Inflación	0.65	0.97	-0.73	0.24
Matrícula en educación secundaria	-0.14	0.15		0.15
Balance fiscal	-1.17	-0.73		-0.73
Certidumbre política	-1.26	-0.06	0.01	-0.05
Variables estructurales	-0.57	0.59		-1.70
Apertura financiera	0.73	-0.60	0.14	-0.46
Apertura comercial	-0.53	-1.32	-0.79	-2.11
Activos externos netos	-0.08	0.08		0.08

		<i>Cambios estructurales</i>		
		<i>Cambio variables</i>	<i>Cambio parámetros</i>	<i>Cambio total</i>
Reservas internacionales	-0.68	2.43	-1.64	0.79
Régimen cambiario	-0.01	0.00	0.00	0.00
VARIABLES CÍCLICAS EXTERNAS				
Crecimiento de términos de intercambio	0.02	-0.32		-0.32
Crecimiento de los socios comerciales	0.26	-1.36		-1.36
Crecimiento de las exportaciones mundiales	0.53	-0.05		-0.05
Entrada de capitales a América Latina	-0.05	-0.68		-0.68
Prima de riesgo soberano	-0.22	-0.19	-0.14	-0.33
VARIABLES DE POLÍTICA INTERNA				
Consumo de gobierno	0.69	1.12		1.12
Tasa de interés real	-1.68	-1.26	1.13	-0.13
INTERACCIONES				
Crecimiento de los socios comerciales * Apertura comercial	0.00	-0.19		-0.19
Crecimiento de los socios comerciales * Apertura financiera	0.10	-0.35		-0.35
Entrada de capitales a América Latina * Apertura financiera	-0.09	-0.10		-0.10
Prima de riesgo soberano * Activos externos netos	-0.02	-0.03		-0.03
Cambios estructurales posteriores al 2000		-2.02		
Variación explicada	-2.72	-4.07		-4.07
Variación no explicada	-0.26	-0.09		-0.09
Variación total	-2.99	-4.16		-4.16

Fuente: elaboración de los autores.

Comenzamos con las variables cíclicas externas, las cuales reflejan los mecanismos de transmisión desde las crisis y recesiones internacionales hacia la región. Hay una diferencia sobresaliente entre la primera recesión y la segunda de los LAC. En promedio (en los países y en las cinco variables cíclicas), las condiciones internacionales mejoraron durante la primera recesión, lo que contribuyó en un 0.5% a un mayor crecimiento acumulado.<sup>4</sup> Se observa lo opuesto durante la recesión reciente, en que las condiciones internacionales se deterioraron de manera masiva para los LAC, contribuyendo con -2.7% (o más de la mitad) a la amplitud de la recesión. En 1998-1999 tres de las cinco variables externas mejoraron para los LAC. Sin embargo, en 2008-2009 se deterioraron las cinco variables cíclicas, y la única y más grande conductora de la recesión fue la gran caída del crecimiento de los socios comerciales. Por lo tanto, la recesión 1998-1999 provino principalmente de factores internos, mientras que la recesión 2008-2009 fue causada de modo significativo por la crisis financiera y la recesión mundial.

Ahora nos enfocamos en las variables de crecimiento de largo plazo. En términos generales, se deterioraron significativamente durante la primera recesión, lo cual explica un considerable -1.7%, que es más de la mitad de la amplitud de la recesión de 1998-1999. En contraste, las variables de largo plazo mejoraron en términos generales durante la segunda recesión, contribuyendo con un 0.8% a un mayor crecimiento acumulado en 2008-2009. Los mayores flujos de crédito privado (en relación con el PIB) y la inflación más baja contribuyeron más al crecimiento, mientras que el deterioro de los saldos fiscales (en relación con el PIB) debilitó el crecimiento. Al considerar el coeficiente reducido de inflación observado desde 2002, la ganancia del crecimiento a partir de la inflación más baja es mucho menor en 2008-2009. Por lo tanto, al combinar ambos cambios en variables y coeficientes, la contribución de

---

<sup>4</sup> En esta sección, y con la finalidad de simplificar, empleamos el término *cambio porcentual* en vez del término más preciso *cambio en puntos porcentuales*.

las variables de largo plazo a la amplitud de la segunda recesión es cercana a cero.

Llegamos a conclusiones similares en cuanto al muy diferente papel de los cambios en las variables estructurales durante ambas recesiones: profundizan la recesión de 1998-1999 (en  $-0.6\%$ ) mientras que atenúan la de 2008-2009 (en  $0.6\%$ ). Si bien nuestras mediciones *ex post* de la apertura financiera y comercial caen significativamente durante la recesión más reciente, la acumulación de reservas internacionales contrarresta lo anterior. Sin embargo, una vez que consideramos los grandes cambios de coeficientes después del año 2000 (menores para la apertura financiera y las reservas internacionales, y mayores para la apertura comercial), la contribución general de las variables estructurales a la amplitud de la recesión de 2008-2009 –combinando los cambios en sus valores y sus parámetros estimados– es muy negativa y equivale al  $-1.7$  por ciento.

En términos generales, la política macroeconómica desempeñó un papel contractivo en 1998-1999 y un papel expansivo en 2008-2009. La política fiscal fue expansiva en ambas recesiones, pero mucho más en la segunda, cuando hizo una contribución positiva del  $1.1\%$  al crecimiento acumulado. A diferencia de la política fiscal, la monetaria fue muy contractiva en ambas recesiones (debido a las tasas de interés nominal más altas en 1998-1999, y las expectativas negativas de inflación en 2008-2009), pero mucho menos en la experiencia reciente. Las tasas de interés reales más altas profundizaron la recesión de 1998-1999 en un  $1\%$ , mientras que las tasas de interés reales más altas (combinadas con la caída del coeficiente absoluto de la tasa de interés real) profundizaron la recesión de 2008-2009 sólo en un  $0.1$  por ciento.

Finalmente, los efectos en el crecimiento de las interacciones de las condiciones estructurales con los choques externos fueron neutrales en la primera recesión pero se profundizaron de modo significativo en la segunda recesión, en un  $0.7\%$ . Esto no resulta sorprendente ya que las interacciones reflejan en gran medida los efectos amplificadores del deterioro en las condiciones externas observados en 2008-2009 pero no en 1998-1999.

#### 4. IMPLICACIONES PARA LAS POLÍTICAS Y ESTRATEGIAS DE CRECIMIENTO

La evidencia presentada en este artículo sobre el desempeño de América Latina durante sus dos últimas crisis, 1998-1999 y 2008-2009, muestra diferencias notables entre el papel tan distinto que desempeñaron los factores de crecimiento internos y externos en ambas recesiones. La primera recesión (menos intensa) fue en lo fundamental generada internamente, mientras que la segunda (más intensa) se debió en gran parte a la deteriorada economía mundial. El efecto combinado de los factores externos cíclicos fue positivo para el crecimiento de América Latina durante la primera recesión, mientras que todas las variables externas cíclicas se deterioraron gravemente durante la crisis financiera mundial, lo cual explica más de la mitad de la última recesión. En contraste con las variables externas, todas las variables internas dan cuenta de más del 100% de la primera recesión y de menos de la mitad de la crisis de 2008-2009.

Este resultado se debe a los grandes cambios en las estrategias de desarrollo y en los regímenes de política emprendidos en América Latina en los años noventa, y profundizados en el primer decenio de este siglo. Si bien han resurgido las políticas populistas en algunos países, el enfoque de desarrollo dominante en la región se basa en la adopción de regímenes financieros y macroeconómicos sustentables, en una economía de mercado más abierta, en un firme compromiso con la integración mundial y en cierto progreso en reformas para hacer que los gobiernos sean más eficaces en su provisión de bienes públicos. Enseguida derivamos las implicaciones de nuestros hallazgos empíricos para evaluar la estrategia de desarrollo de la región en tres áreas clave: regímenes y políticas macroeconómicas, desarrollo financiero interno, e integración internacional de los mercados de bienes y financieros.

América Latina inició una modernización importante de sus marcos de política macroeconómica en los años noventa, dinámica que se consolidó en el siguiente decenio. La política

fiscal había sido insostenible en muchos países desde los setenta y hasta principios de los noventa, lo cual condujo a crisis fiscales y a hiperinflación. En los noventa, la ortodoxia fiscal reemplazó al derroche, tendencia que se intensificó en el primer decenio de este siglo, cuando se ahorró parte significativa de los beneficios inesperados producto de las materias primas. A su vez, la política fiscal se usó como herramienta anticíclica estabilizadora durante la recesión de 2008-2009.

La tendencia fiscal al déficit se recortó drásticamente o se convirtió en superávit, y los montos de deuda pública generalmente se redujeron a niveles bajos y sustentables. La deuda pública y con garantía gubernamental cayó de un 30.1% del PIB a principios de los noventa a un 14.3% del PIB a finales del siguiente decenio (cuadro 3). Sigue pendiente un paso final hacia un mayor fortalecimiento de los marcos fiscales en la región, adoptando reglas fiscales y consejos fiscales formales. Chile es el único país de la región que tiene una regla fiscal desde 2001.

Nuestros resultados aportan sólida evidencia del efecto en el crecimiento de este cambio en la política fiscal de la región. Primero, el equilibrio fiscal hace una contribución robusta y económicamente grande para el crecimiento. Segundo, el

**Cuadro 3**

<b>DEUDA EXTERNA PÚBLICA Y CON GARANTÍA GUBERNAMENTAL EN AMÉRICA LATINA</b> (porcentajes del PIB)				
	<i>1990-1994</i>	<i>1995-1999</i>	<i>2000-2004</i>	<i>2005-2009</i>
Argentina	23.59	23.92	56.35	25.84
Brasil	20.31	12.35	16.91	7.26
Chile	23.42	7.16	9.15	6.27
Colombia	28.04	17.05	22.71	14.10
México	22.03	24.06	14.80	10.93
Perú	45.23	35.13	36.18	21.43
Venezuela	48.10	34.11	24.51	14.41
Promedio simple	30.10	21.97	25.80	14.32
Promedio ponderado	23.56	18.42	22.51	11.62

Fuente: Banco Mundial, Indicadores de Desarrollo Mundial, 2010.

consumo del gobierno tiene un efecto estabilizador significativo sobre el crecimiento de corto plazo. Nuestra descomposición del crecimiento demuestra que el papel estabilizador del consumo del gobierno se usó considerablemente durante la contracción de 2008-2009, cuando los países tuvieron más margen para política fiscal anticíclica.

El segundo cambio de régimen en las políticas macroeconómicas fue el cambio de un régimen cambiario fijo a uno flexible, principalmente aplicado después de la crisis asiática. Ya sea forzados por los mercados o como resultado de las convicciones de los responsables de la política, muchos países reemplazaron sus depreciaciones fijas del tipo de cambio o sus bandas cambiarias por regímenes flotantes, que excepcionalmente son del tipo puro (como en México) y más frecuente de tipo impuro, esto es, con intervenciones no anunciadas y frecuentes (como en Brasil y Perú) o con periodos esporádicos de intervención anunciados (como en Chile). América Latina ha logrado tres beneficios a partir del tipo de cambio flexible: evitar las crisis cambiarias recurrentes (que a menudo llevan a represión financiera y a recesiones), uso del tipo de cambio nominal (y por ende real) para amortiguar los choques externos adversos (y por lo tanto evitar el costoso desempleo y las pérdidas de producto) y permitir que se lleve a cabo una política monetaria independiente.

Los tipos de cambio flexibles no han evitado que los países participen en la tendencia a la acumulación de reservas internacionales para fortalecer sus posiciones líquidas en moneda extranjera. Aprendiendo de las experiencias recurrentes con regímenes de tipo de cambio fijo y crisis cambiarias, América Latina ha adoptado un marco ecléctico que combina la flexibilidad en el tipo de cambio con el autoaseguramiento en forma de acumulación significativa de reservas internacionales. Nuestra evidencia empírica demuestra que tanto el régimen de tipo de cambio flexible como las reservas en moneda extranjera contribuyen al crecimiento en América Latina. Es más revelador nuestro hallazgo de que si bien las reservas tuvieron un efecto muy grande en el crecimiento, y el régimen



de tipo de cambio tuvo un efecto no significativo en el mismo durante los años noventa, la importancia relativa de ambas variables se revirtió después del cambio hacia la flotación. Desde el 2000-2001, el régimen de tipo de cambio flexible tiene un efecto significativo y grande en el crecimiento, mientras que el efecto del acervo de reservas ha decrecido en tamaño, si bien no en significancia estadística. Además, durante la recesión 1998-1999, los bancos centrales vendieron reservas y por lo tanto contribuyeron a profundizar la recesión, mientras que en 2008-2009 hicieron lo opuesto, contribuyendo a un crecimiento mayor.

El tercer componente de las políticas macroeconómicas es el régimen monetario. Como se señaló, un tipo de cambio flexible es condición necesaria para el ejercicio de una política monetaria independiente. La sustentabilidad y responsabilidad fiscal impiden el dominio fiscal sobre la política monetaria, lo cual es una segunda condición del régimen macroeconómico para el ejercicio de una política monetaria creíble e independiente. Finalmente, la independencia legal (o al menos de hecho) de los bancos centrales fortalece una conducta de política monetaria independiente de la interferencia directa del gobierno o de los intereses del sector privado. La adopción de metas de inflación, hoy el régimen preferido entre los bancos centrales del mundo, requiere que se satisfagan las tres condiciones antes mencionadas. Por lo tanto, no es pura coincidencia que muchos bancos centrales de América Latina adoptaran el régimen de metas de inflación luego de obtener independencia legal o de hecho, luego de romper su relación con los presupuestos de gobierno, y durante o después de su transición hacia tipos de cambio flotantes. Con la meta de inflación (y a veces sin ella), los bancos centrales han logrado un progreso importante en la adopción de un marco de ejercicio cuidadoso y responsable de la política monetaria. El éxito de la política monetaria se refleja en una inflación baja, la cual ha pasado en América Latina de un promedio anual del 34% a principios de los noventa a un 7% en los últimos cinco años (cuadro 4). Nuestros hallazgos respaldan las conclusiones de

Cuadro 4

INFLACIÓN EN AMÉRICA LATINA				
(porcentajes)				
	<i>1990-1994</i>	<i>1995-1999</i>	<i>2000-2004</i>	<i>2005-2009</i>
Argentina	30.46	0.21	6.73	8.26
Brasil	85.91	8.56	7.79	4.54
Chile	13.66	5.26	2.68	3.69
Colombia	20.02	14.32	6.55	4.69
México	12.32	19.01	5.40	4.04
Perú	47.09	7.08	2.19	2.54
Venezuela	30.12	30.74	16.75	18.06
Promedio simple	34.23	12.17	6.87	6.55
Promedio ponderado	51.68	11.16	7.11	5.45

Fuente: elaboración de los autores.

que la inflación más baja también contribuye significativamente al mayor crecimiento.

La mejora en la credibilidad de la política monetaria lograda a partir de la menor inflación permite a los bancos centrales adoptar gradualmente políticas monetarias anticíclicas. Mientras los bancos centrales se ocuparon de defender su tipo de cambio fijo durante la recesión de 1998-1999, en 2008-2009 permitieron la depreciación de sus monedas locales y ejercieron una política monetaria anticíclica. Nuestra evidencia muestra que los bancos centrales elevaron su tasa de interés nominal (y por lo tanto real) en 1998-1999, mientras que recortaron las tasas nominales de interés en 2008-2009. Si bien estos recortes no fueron suficientes para compensar la caída significativa en las expectativas de inflación, ayudaron a evitar tasas de interés real excesivamente altas. Nuestra evidencia demuestra que el crecimiento se redujo significativamente por la política monetaria contractiva en 1998-1999, en contraste con la experiencia de 2008-2009.

Los cambios en el régimen macroeconómico que América Latina implantó durante el último decenio han contribuido a mantener al crecimiento de la demanda agregada bajo control

durante este último periodo, llevando a saldos saludables en cuenta corriente y a reducciones significativas de los pasivos externos netos de los sectores público y privado. Nuestros hallazgos confirman que la acumulación de activos netos externos tuvo un efecto positivo en el desempeño del crecimiento de la región, ya sea directamente o interactuando con primas de deuda soberana. Además, cuando se produjo la crisis financiera global y la recesión mundial en 2008-2009, la posición fiscal y externa de América Latina era saludable y los regímenes de política eran sólidos, lo cual permitió a la región enfrentar muy bien –en comparación con 1998-1999 o 1981-1982– el grave deterioro en las condiciones internacionales y adoptar eficaces políticas anticíclicas por primera vez en su historia.

La segunda área de progreso significativo en la región se ha dado en el fortalecimiento de los mercados financieros y de capital de los países. Durante el último decenio, el sector de la banca de América Latina ha avanzado tanto en tamaño como en la diversidad de los servicios financieros, y al mismo tiempo ha mejorado su salud y resistencia a los choques internos y externos. La profundización financiera interna (y la integración financiera) se ha facilitado gracias a la estabilidad macroeconómica, la desregulación de actividades financieras nacionales, la privatización de bancos, la apertura a la propiedad extranjera de los bancos, la privatización de empresas no financieras y la reducción de los controles a los flujos de capitales externos. Cautelosos de embarcarse en riesgos excesivos por las reformas en la regulación y en la supervisión financiera –reflejo de las lecciones aprendidas de las anteriores crisis financieras– los bancos de la región han evitado la exposición a los activos tóxicos estadounidenses y, en términos generales, han resistido bien la recesión de 2008-2009. En efecto, no se observaron crisis financieras durante 2008-2009 en una región que sufrió recurrentes crisis bancarias en el pasado, al ser golpeada por serios choques externos y recesiones internas. En nuestros hallazgos, la relación del crédito privado respecto al PIB a de bancos comerciales contribuye significativamente al crecimiento de la región. Además, el incremento en esta

relación tuvo un moderado efecto estabilizador durante la recesión de 1998-1999 y una mayor influencia expansiva durante la recesión 2008-2009.

Más allá del sistema bancario, la región adoptó reformas en el mercado de capitales que impulsaron el desarrollo de los mercados de deuda privada y de valores, de los mercados de seguros y de los fondos de pensiones. El desarrollo de los mercados financieros y de capital es un factor importante y robusto del crecimiento que actúa mediante diversos canales de transmisión sobre el ahorro y la inversión y, fundamentalmente, sobre el crecimiento de la productividad, como queda demostrado en una extensa literatura (por ejemplo, Levine, 2005). Las profundas reformas de los sistemas de pensión en muchos países latinoamericanos han reemplazado a los sistemas de pensión de reparto, gestionados por el Estado, por sistemas de contribución administrados por empresas privadas que invierten los fondos de pensión tanto en el ámbito nacional como internacional. Estos sistemas contribuyen a la profundización financiera (y a la apertura financiera), mejoran el gobierno corporativo en escala nacional y elevan la eficiencia agregada. Así, la reforma estructural al sistema de pensiones puede contribuir de manera significativa al crecimiento económico, como lo demuestra el caso chileno (Corbo y Schmidt-Hebbel, 2003).

La tercera área clave de estrategia de desarrollo de la región es la globalización. América Latina en general ha profundizado su integración comercial y financiera con la economía mundial. Durante los últimos dos decenios, la región ha dismantelado sus grandes barreras comerciales para productos, servicios y flujos de capital.

Los países latinoamericanos han hecho grandes progresos en la reducción de aranceles a la importación, eliminando la mayoría de las barreras no arancelarias y poniendo en práctica una serie de acuerdos comerciales preferenciales bilaterales y multilaterales con los principales socios comerciales del mundo. Un régimen comercial abierto contribuye a un mayor crecimiento de largo plazo, al cosechar los bien sabidos beneficios

de una mejor asignación de recursos y, al mismo tiempo, ayuda a amortiguar los efectos perniciosos para el crecimiento de los choques regionales adversos (como la recesión de 2008-2009 en los países industrializados), mediante un patrón de comercio más diversificado en la región. El mayor progreso de América Latina en la integración comercial se refleja en un aumento de su tasa de comercio total promedio con respecto a su PIB desde el 32%, a principios de los años noventa, hasta un 49% a fines del decenio siguiente (cuadro 5). Los países que han logrado mayores progresos en la integración comercial son Chile y México, como resultado de sus menores barreras al comercio y de que una porción mayoritaria de su comercio exterior se realiza al amparo de tratados comerciales preferenciales. De acuerdo con nuestros hallazgos, la mayor apertura comercial tiene un efecto significativo y grande en el desempeño de crecimiento de la región. La desventaja de este efecto positivo sobre el crecimiento a largo plazo es que durante las recesiones, cuando el comercio cae más que la producción interna, los coeficientes comerciales declinantes profundizan las recesiones internas: esto se observó moderadamente en 1998-1999 y masivamente en 2008-2009, según nuestros resultados.

**Cuadro 5**

<b>APERTURA COMERCIAL EN AMÉRICA LATINA</b>				
(porcentajes del PIB)				
	<i>1990-1994</i>	<i>1995-1999</i>	<i>2000-2004</i>	<i>2005-2009</i>
Argentina	17.20	22.12	22.60	25.98
Brasil	15.45	20.44	22.36	27.40
Chile	49.72	60.85	68.41	83.56
Colombia	29.96	37.50	36.76	44.27
México	27.26	40.47	53.32	60.89
Perú	26.00	32.74	35.43	40.56
Venezuela	61.37	56.22	52.46	61.29
Promedio simple	32.42	38.62	41.62	49.14
Promedio ponderado	22.64	29.53	33.74	39.77

Fuente: elaboración de los autores.

Con respecto a la integración financiera, América Latina ha complementado su liberalización financiera interna con apertura financiera externa, reduciendo las restricciones sobre tenencias, entradas y salidas de inversiones extranjeras directas, préstamos y flujos de cartera y de capital de corto y largo plazos. Las restricciones sobre el ingreso de capital a corto plazo –comunes en algunos países durante los noventa– se derogaron o no se restablecieron en la mayoría de los países. La integración financiera internacional lleva a la acumulación de mayor cantidad de activos y pasivos externos brutos, lo cual contribuye a una asignación más eficiente de recursos y a mejores garantías frente a los choques nacionales idiosincrásicos, y por lo tanto, a un mayor crecimiento y a menor volatilidad del ingreso y de la producción. El progreso de la región en integración financiera se refleja en un alza de la relación del total de activos y pasivos externos respecto al PIB desde un 89%, a principios de los noventa, a 114% a fines del decenio siguiente (cuadro 6). También hallamos que la mayor apertura financiera tiene un efecto muy significativo y grande en el desempeño del crecimiento de la región. Sin embargo, si bien durante la recesión 1998-1999 se incrementó el coeficiente de tenencia

**Cuadro 6**

<b>APERTURA FINANCIERA EN AMÉRICA LATINA</b>				
(porcentajes)				
	<i>1990-1994</i>	<i>1995-1999</i>	<i>2000-2004</i>	<i>2005-2009</i>
Argentina	78.47	103.80	176.51	147.57
Brasil	45.84	53.18	86.77	82.94
Chile	119.02	126.87	192.10	184.57
Colombia	51.70	61.62	87.07	78.97
México	62.99	81.79	70.28	79.52
Perú	97.99	100.91	103.79	102.45
Venezuela	156.85	131.10	145.50	122.00
Promedio simple	87.55	94.18	123.14	114.00
Promedio ponderado	63.19	74.23	100.77	95.70

Fuente: elaboración de los autores.

de activos y pasivos como proporción del PIB, y con ello se atenuó la recesión, lo opuesto ocurrió durante 2008-2009, cuando la caída significativa de este coeficiente (en parte reflejo de la caída de las entradas de capital a la región) contribuyó a profundizar la recesión.

A pesar de los grandes progresos en la aplicación de una estrategia de desarrollo coherente y sustentable, América Latina sigue enfrentándose a una gran agenda pendiente para aumentar más su crecimiento y para progresar más rápidamente en reducir la pobreza y mejorar la distribución de ingresos. En cuanto al crecimiento, la mayor deficiencia de la región es el bajo nivel de productividad y la tasa inadecuada en la que crece esta. Hay muchas posibilidades de mejorar la eficiencia y la competitividad de los mercados internos y de facilitar el proceso de destrucción creativa de empresas. Los mercados laborales están excesivamente regulados en el sector formal, lo cual lleva a un alto desempleo estructural y al empleo informal. Otra área donde la equidad y los costos de eficiencia de las políticas públicas inadecuadas son muy altos es en educación, la cual muestra niveles de calidad muy bajos. Si bien se ha logrado progreso en cuanto a la matrícula escolar y a los logros educativos, los países de América Latina siguen obteniendo una calificación muy baja en las pruebas internacionales de logro educativo, aun cuando las medidas se ajustan por niveles de ingreso per cápita. La educación pública sufre de bajos presupuestos, pobres incentivos, falta de rendición de cuentas y barreras a las reformas educativas orientadas a mejorar los métodos de enseñanza y a aumentar la productividad de los maestros. Finalmente, el crecimiento regional está inhibido por la generalizada corrupción de los gobiernos y la baja eficiencia de la administración pública. Los funcionarios de gobierno se eligen principalmente por su filiación partidista en vez de por sus méritos profesionales, lo cual se refleja no sólo en la baja calidad de los funcionarios, sino en el poco tiempo en el cargo, ligado al mandato del gobierno. Son excepciones notables Brasil y Chile, que han introducido, al menos parcialmente, la contratación por méritos de directores y personal

de gobierno. Así, las reformas de gobierno en todos los ámbitos –desde las municipalidades hasta las empresas públicas y los gobiernos centrales– es también un importante desafío al desarrollo en la búsqueda de la región por obtener mayor crecimiento y más equidad.

## 5. NOTAS FINALES

Concluimos que América Latina ha cambiado de manera significativa entre fines de los años noventa y el decenio siguiente. Los resultados empíricos de este capítulo demuestran que se ha incrementado la tasa de crecimiento de la región gracias a la adopción de una mejor estrategia de crecimiento desde fines de los noventa. Si bien persiste una importante heterogeneidad intrarregional en los regímenes y las políticas, la estrategia predominante de crecimiento se basa en la adopción de políticas macroeconómicas prudentes basadas en reglas, en sistemas financieros y mercados de capitales de mayor profundidad y más saludables y en una sólida integración con los mercados mundiales de bienes y de capital. Nuestros resultados demuestran que las mejoras en variables específicas asociadas con estas tres áreas han acarreado un mayor crecimiento promedio.

Además, al adoptar esta estrategia de desarrollo, América Latina ha mejorado de modo notable su resistencia a los choques externos adversos. Los resultados de este artículo demuestran que las últimas recesiones sufridas por la región fueron diferentes en magnitud, en el papel de los choques externos y en la contribución de las condiciones y políticas internas. En gran medida, la recesión de 1998-1999 –de menor magnitud– se inició en los países latinoamericanos, y tuvo que ver con el débil marco macroeconómico y de política estructural que predominaba en América Latina durante los años noventa. En contraste, la segunda recesión –mucho más profunda y que afectó a todas las principales economías latinoamericanas– se debió en gran medida a las condiciones de deterioro de la economía mundial. La mayor resistencia de América Latina



a los choques externos y a las recesiones mundiales se refleja en nuestros resultados de cuatro maneras. En primer lugar, en el éxito al adoptar los regímenes de política macroeconómica que mejor protegen a las economías nacionales contra los choques externos (como tipo de cambio flotante, menores niveles de pasivos netos externos y mayores acervos de reservas internacionales brutas) y la adopción decidida de políticas anticíclicas (como metas de inflación, que contribuyen a un menor crecimiento de precios, y mejora en los marcos de política fiscal, que se reflejan en un déficit público y una deuda pública más bajos). Segundo, en el éxito en la constitución de sistemas financieros y mercados de capital más profundos y saludables. Tercero, en el logro de una mayor integración comercial y financiera. Finalmente, en los beneficios indirectos de estas mejoras al reducir la vulnerabilidad del crecimiento a las condiciones adversas, lo que se expresa por ejemplo en la reducción después del 2000 de la vulnerabilidad del crecimiento (esto es, los coeficientes de crecimiento) con respecto a la inflación y a la incertidumbre política, y el incremento de la sensibilidad del crecimiento a la apertura comercial y a las flotaciones del tipo de cambio.

Si bien mucho ha cambiado en América Latina en los últimos dos decenios, siguen existiendo impedimentos para lograr un crecimiento mayor y más sustentable y para ofrecer mejores oportunidades para los pobres. Es necesario abordar una larga agenda para mejorar el entorno de negocios de la región, las normas del mercado laboral, la calidad de la educación y la eficiencia del gobierno para elevar la eficiencia y la equidad en América Latina. La falta de progreso en estas áreas podría generar frustración en cuanto a la responsabilidad macroeconómica y a los logros estructurales, creando condiciones para la expansión de políticas populistas que tanto dañaron a la región durante los últimos 50 años. Para progresar de modo significativo en estas áreas se requiere mejorar la calidad y la independencia del sector público, aprendiendo de las experiencias exitosas de países como Australia, Canadá, Finlandia, Nueva Zelanda o Suecia.

## Bibliografía

- Arellano, M., y B. Honoré (2001), “Panel Data Models: Some Recent Developments”, en J. Heckman y E. Leamer (eds.), *Handbook of Econometrics*, vol. 5, cap. 53, pp. 3229-3296.
- Arellano, M., y S. Bond (1991), “Some Tests of Specification for Panel Data: Monte Carlo Evidence and an Application to Employment Equations”, *The Review of Economic Studies*, vol. 58, núm. 2, pp. 277-297.
- Banco Interamericano de Desarrollo (2009a), *Policy Trade-offs for Unprecedented Times: Confronting the Global Crisis in Latin America and the Caribbean*, Washington.
- Banco Interamericano de Desarrollo (2009b), *Social and Labor Market Policies for Tumultuous Times: Confronting the Global Crisis in Latin America and the Caribbean*, Washington.
- Banco Mundial (2009), *The Global Financial and Economic Storm: How Bad is the Weather in Latin America and the Caribbean?*, Washington.
- Barro, R. J. (1991), “Economic Growth in a Cross Section of Countries”, *Quarterly Journal of Economics*, vol. 56, núm. 2, mayo, pp. 407-443.
- Barro, R. J., y X. Sala-i-Martin (2004), *Economic Growth*, segunda edición, McGraw-Hill.
- Baxter, M., y R. G. King (1999), “Measuring Business Cycles: Approximate Band-pass Filters for Economic Time Series”, *The Review of Economics and Statistics*, vol. 81, núm. 4, pp. 575-593.
- Borensztein, E., J. de Gregorio y J. W. Lee (1995), “How Does Foreign Direct Investment Affect Economic Growth?”, *Journal of International Economics*, vol. 45, núm. 1, pp. 115-135.
- Calderón, C., P. Fajnzylber y N. Loayza (2004), *Economic Growth in Latin America and the Caribbean: Stylized Facts, Explanations, and Forecasts*, Banco Central de Chile, Working Papers, núm. 265.
- Calderón, C., N. Loayza y K. Schmidt-Hebbel (2006), “External Conditions and Growth Performance”, en Ricardo J. Caballero, César Calderón y Luis Felipe Céspedes (eds.), *External Vulnerability and Preventive Policies, Series on Central Banking, Analysis, and Economic Policies*, vol. 10, cap. 3, Banco Central de Chile, pp. 41-70.
- Caruana, J. (2009), *Financial Globalization, the Crisis and Latin America*, presentación en la XLVI Reunión de Gobernadores de Bancos Centrales del Continente Americano, y LXXXVII Reunión de Gobernadores de Bancos Centrales de América Latina y España, Punta Cana, República Dominicana, 14 de mayo.

- Corbo, V., J. Desormeaux M. y K. Schmidt-Hebbel (2011), “La gran crisis financiera de 2007-2009”, en *Revista de Estudios Públicos*, núm. 123.
- Corbo, V., y K. Schmidt-Hebbel (2003), “Macroeconomic Effects of Pension Reform in Chile”, en Federación Internacional de Administradoras de Fondo de Pensiones, *Pension Reforms: Results and Challenges*, Corporación de Investigación, Estudio y Desarrollo de la Seguridad Social, Santiago.
- Corbo, V., y K. Schmidt-Hebbel (2011), “The International Crisis and Latin America: Growth Effects and Development Strategies”, en M. Haddad y B. Shepherd (eds.), *Managing Openness: Trade and Outward-oriented Growth after the Crisis*, Banco Mundial, pp. 157-167.
- Dollar, D., y A. Kraay (2002), “Growth is Good for the Poor”, *Journal of Economic Growth*, vol. 7, núm. 3, pp. 195-225.
- Easterly, W., N. Loayza y P. Montiel (1997), “Has Latin America’s Post-Reform Growth Been Disappointing?”, *Journal of International Economics*, vol. 43, pp. 287-311.
- Easterly, W., y S. Rebelo (1993), “Fiscal Policy and Economic Growth: An Empirical Investigation”, *Journal of Monetary Economics*, vol. 32, núm. 3, pp. 417-458.
- Fatás, A. (2000a), “Endogenous Growth and Stochastic Trends”, *Journal of Monetary Economics*, vol. 45, pp. 107-128.
- Fatás, A. (2000b), “Do Business Cycles Cast Long Shadows? Short-run Persistence and Economic Growth”, *Journal of Economic Growth*, vol. 5, pp.147-162.
- Fondo Monetario Internacional (2009a), *World Economic Outlook: Crisis and Recovery*, Washington, abril.
- Fondo Monetario Internacional (2009b), *Regional Economic Outlook, Western Hemisphere: Crisis Averted –What’s Next?*, Washington, octubre.
- Fondo Monetario Internacional (2009c), *World Economic Outlook*, Washington, octubre.
- Hanushek, E. A., y L. Wößmann (2008), “The Role of Cognitive Skills in Economic Development”, *Journal of Economic Literature*, vol. 46, núm. 3, pp. 607-668.
- Jara, A., R. Moreno y C. E. Tovar (2009), “The Global Crisis and Latin America: Financial Impact and Policy Responses”, *BIS Quarterly Review*, junio.
- King, R. G., y R. Levine (1993), “Finance and Growth: Schumpeter Might Be Right”, *Quarterly Journal of Economics*, vol. 108, núm. 3, pp. 717-737.

- Levine, R. (2005), "Finance and Growth: Theory, Evidence and Mechanisms", en P. Aghion y S. Durlauf (eds.), *Handbook of Economic Growth*, North-Holland, Amsterdam.
- Levine, R., N. Loayza, y T. Beck (2000), "Financial Intermediation and Growth: Causality and Causes", *Journal of Monetary Economics*, vol. 46, núm. 1, pp. 31-77.
- Mankiw, G., P. Romer, y D. Weil (1992), "A Contribution to the Empirics of Economic Growth", *Quarterly Journal of Economics*, mayo, pp. 407-443.
- Nickell, S. (1981), "Biases in Dynamic Models with Fixed Effects", *Econometrica*, vol. 49, pp. 1417-1426.
- Ocampo, J. A. (2009), "Latin America and the Global Financial Crisis", *Cambridge Journal of Economics*, vol. 33, pp. 703-724.
- Österholm, P., y J. Zettelmeyer (2007), *The Effect of External Conditions on Growth in Latin America*, IMF Working Paper, núm. 07/176, Washington.
- Soto, R. (2010), "South America: Achieving Sustained Growth", en Peter A. Petri (ed.), *Inclusive, Balanced, Sustained Growth in the Asia-Pacific*, Pacific Economic Cooperation Council, enero.