

LA GEOGRAFÍA DE LA GRAN MODERACIÓN EN AMÉRICA LATINA
THE GEOGRAPHY OF THE GREAT MODERATION IN LATIN AMERICA

*Carlos A. Carrasco*¹
Instituto Politécnico Nacional, México (SEPI-ESE-IPN)
carlosalberto.carrasco@gmail.com

Xabier Gainza
Universidad del País Vasco/Euskal Herriko Unibertsitatea (UPV/EHU)
xabier.gainza@ehu.es

Recibido: enero de 2015; aceptado: junio de 2015

RESUMEN

Tras la crisis de la deuda en América Latina se pusieron en marcha una serie de reformas y ajustes estructurales con el fin de estabilizar las economías nacionales y reducir las fluctuaciones del ciclo económico. Por su parte, desde mediados de los años ochenta, los países desarrollados alcanzaron una mayor estabilidad en términos de inflación y crecimiento económico dentro del periodo conocido como la “Gran Moderación”. En este trabajo estudiamos el proceso de estabilización en América Latina de las últimas tres décadas a partir del análisis gráfico de las principales variables macroeconómicas. El análisis conjunto de estas variables nos permite abordar las causas comunes de la estabilización que se ha producido en la mayoría de países, así como algunas de las diferencias que todavía persisten.

Palabras clave: Estabilización; Crisis de la deuda; Cambio estructural; Modelo económico; América Latina

¹ Este trabajo ha recibido financiamiento del Grupo Consolidado de Investigación del Gobierno Vasco (IT712-13), una Beca Posdoctoral del CONACyT (México) y por el Sistema Nacional de Investigadores (SNI-I).

ABSTRACT

Given the magnitude of the debt crisis in Latin America, several reforms and structural adjustment processes were introduced to stabilize national economies and reduce the business cycle fluctuations. Meanwhile, from the mid-eighties developed countries attained greater stability in inflation and economic growth within a period known as the “Great Moderation”. The aim of this paper is to outline the stabilization process of Latin America during the last three decades based on the graphical analysis of the main macroeconomic variables. Taking into account these variables has allowed us to approach the common causes of the stabilization process, as well as some of the differences that still remain.

Keywords: Stabilization; Debt Crisis; Structural Change; Economic Model; Latin America.

Clasificación JEL: E63, F34, N16.



1. INTRODUCCIÓN

Desde mediados de los años ochenta hasta el inicio de la crisis financiera se observó en Estados Unidos (EEUU) una moderación del ciclo económico. Durante estas décadas se estabilizó la producción y descendió de manera significativa y sostenida el nivel y la variabilidad de la inflación (Kim y Nelson, 1999; McConnell y Perez-Quiros, 2000; Blanchard y Simon, 2001). En otras variables macroeconómicas también se redujo la volatilidad, como la producción y el consumo de bienes duraderos, la inversión residencial, la producción industrial, los inventarios y el empleo en algunos sectores (Stock y Watson, 2002). Este fenómeno no fue exclusivo de los EEUU, en los países del G-7 y Australia también se estabilizó el ciclo económico, aunque varió el ritmo y el grado en que se redujo la volatilidad (Summers, 2005). A este periodo, interrumpido con la crisis financiera global de 2007, se le conoce como la “Gran Moderación”.

En América Latina también se produjo una disminución generalizada en los niveles y variabilidad de la inflación, aunque posterior a la que se presentó en los países desarrollados (Carrasco y Ferreiro, 2014). Tras la crisis de la deuda de los años ochenta y las consiguientes reformas estructurales, la mayoría de países lograron estabilizar sus economías, particularmente en lo que se refiere al control de la inflación y la reducción de los niveles de deuda. La producción, en cambio, estuvo lastrada por las crisis de los años ochenta y noventa, y sólo a partir del cambio de siglo se obtuvo un mejor desempeño. Durante la crisis financiera de 2007, los niveles de crecimiento, deuda e inflación se mantuvieron relativamente estables. No obstante, la región aún presenta importantes déficits estructurales, como un bajo desarrollo tecnológico y heterogeneidad estructural (Holland y Porcile, 2005), la dependencia de parte de la región en materias primas y bienes básicos (Cubeddu y Tovar, 2011), la vulnerabilidad ante choques externos (Aiolfi *et al.*, 2011) o, aún con un declive reciente, los altos y persistentes niveles de desigualdad (López-Calva y Lustig, 2010), lo que pone en tela de juicio la estabilidad del cambio y el modelo de desarrollo de la región.

En este trabajo realizamos un análisis gráfico de la evolución de algunas variables macroeconómicas clave en 17 países latinoamericanos en el periodo 1980-2010. La literatura sobre la Gran Moderación ha estado centrada en los

países desarrollados y apenas existen trabajos para América Latina,² pese a que la región tiene unas características diferenciadas. Por tanto, el objetivo de este trabajo es presentar, por primera vez, un análisis de la Gran Moderación en América Latina abordando no sólo cuestiones de política monetaria sino también otros factores relacionados con la inflación, el crecimiento per cápita, la deuda externa, el crédito al sector privado y la apertura exterior. A diferencia de los análisis en países desarrollados que se enfocan en la inflación y el crecimiento, para el caso latinoamericano es importante analizar otras variables. La evolución de la deuda marcó el desarrollo de la región, condicionando las políticas monetaria, cambiaria y fiscal, y forzó importantes ajustes. Por su parte, la penetración del crédito determina la inversión en desarrollo tecnológico y el acceso a financiación para los sectores más desfavorecidos, cuestión fundamental para reducir la desigualdad. En tercer lugar, la dependencia y la vulnerabilidad frente a los choques externos dependen del grado de apertura y el perfil exportador. Al considerar estas variables podemos entender su incidencia en el proceso de moderación y determinar si este proceso tuvo características diferentes al de los países desarrollados. Además, el análisis gráfico permite observar el comportamiento similar o diferenciado entre los países latinoamericanos a través del tiempo.

Tras esta breve introducción, en la sección 2 hacemos una revisión de la literatura económica sobre la Gran Moderación haciendo hincapié en las características particulares de las economías latinoamericanas. En la sección 3 exponemos la metodología utilizada así como las características de los datos empleados. En la sección 4, presentamos y analizamos los resultados obtenidos. Finalmente, en la sección 5 resumimos los resultados y presentamos algunas conclusiones.

2. LA GRAN MODERACIÓN Y LAS CARACTERÍSTICAS ESTRUCTURALES DE AMÉRICA LATINA

Desde mediados de los años ochenta se produjo en EEUU un decline en la variabilidad de la inflación y el producto. Kim y Nelson (1999) sitúan como punto de quiebre el año de 1984 con origen en una menor varianza de los choques externos y la reducción en la brecha entre los auges y las recesiones. McConnell y Perez-Quiros (2000) señalan que el quiebre en la variabilidad de la producción surge de la reducción en la volatilidad de la producción de los bienes durables. Por su parte, Blanchard y Simon (2001) muestran que lo anterior se asocia con menor variabilidad en el gasto público, el consumo privado y la inversión, además de beneficiarse de la mejora en el manejo de los inventarios y de la correlación entre la variabilidad de la producción y la inflación.

² Salvo De Gregorio (2008) y Carrasco y Ferreiro (2014), aunque sus análisis consideran únicamente el control de la inflación.

La literatura económica ha señalado tres diferentes explicaciones de la moderación. En primer lugar, se ha señalado la presencia de un ambiente económico internacional favorable o la presencia de “buena suerte” (Canova, 2009; Hamed *et al.*, 2002). En segundo lugar, se ha relacionado con mejores prácticas en las industrias y en las empresas en el manejo de inventarios (McCarthy y Zakrajšek, 2007). Finalmente, una gran cantidad de trabajos han asociado la moderación con la mejora en el diseño e implementación de la política monetaria (Enders y Ma, 2011; Canova, 2009; Galí y Gambetti, 2009; Giannone *et al.*, 2008; McCarthy y Zakrajšek, 2007; Blanchard y Simon, 2001). Al respecto, Stock y Watson (2002) examinan las diferentes explicaciones y concluyen que para el caso de EEUU el cambio en el manejo de los inventarios no explica la magnitud de la moderación, sino que ésta se debe a una combinación de mejores políticas monetarias y, sobre todo, a unas condiciones económicas favorables.

Sin embargo, no existe consenso sobre el alcance de la Gran Moderación. Kim y Nelson (1999), McConnell y Perez-Quiros (2000) y Stock y Watson (2002) consideran que este período representa un punto de inflexión, un quiebre respecto de las décadas anteriores. Blanchard y Simon (2001), en cambio, entienden que la reducción en la volatilidad forma parte de una tendencia de más largo plazo en la que la inestabilidad de los años setenta sería una anomalía temporal.

2.1 AMÉRICA LATINA: CRISIS Y REFORMA

Al tiempo que comenzaba la Gran Moderación en los países desarrollados, América Latina estaba inmersa en la crisis de la deuda. La declaración de moratoria de pagos de México en 1982 tuvo un efecto contagio en otros países de la región, lo que disparó los niveles de deuda externa. Argentina pasó de 35.6% en 1980 a 92.9% en 1989, Bolivia de 59.5% en 1980 a 152.7% en 1986, Chile de 43.8% en 1980 a 123.64% en 1985, Costa Rica de 56.8% en 1980 a 139.8% en 1982 y en México de 30.5% en 1980 a 82% en 1987. La crisis de la deuda y el vuelo de capitales trajeron una fuerte devaluación de las monedas nacionales en términos del dólar y una inflación de tres o más dígitos por varios años, destacando los casos de Argentina en 1989 (3079.8%), Bolivia en 1984 (1281.3%), Brasil en 1990 (2947.7%), Nicaragua en 1987 (13109%) o Perú en 1990 (7481.7%). Esto supuso para el desarrollo una “década perdida” en la que la mayoría de países tuvieron tasas de crecimiento negativas durante varios años y aumentaron los niveles de pobreza y desigualdad (CEPAL, 1996).

Como respuesta a la crisis de la deuda, las instituciones financieras internacionales condicionaron la asistencia a los países con problemas de deuda a una serie de reformas que posteriormente sería conocido como el Consenso de Washington (Williamson, 2004-5). El Consenso de Washington consistió en un decálogo de recomendaciones para la reforma estructural de las economías

latinoamericanas, incluyendo la desmonetización de la deuda, la reducción del tamaño del sector público, la liberalización financiera y comercial, mayor competencia y protección a los derechos privados de propiedad. La forma de afrontar el problema de la deuda y la disminución de la inflación fue mediante una reducción del tamaño del sector público y el blindaje a la financiación de la deuda de los gobiernos por parte del banco central.

El alcance de las reformas en la política monetaria, cambiaria y fiscal condicionó el desarrollo en las siguientes décadas. Por ello, la estabilización en los países latinoamericanos se entiende como un proceso complejo que envuelve el cambio en la estructura económica de la región y la implementación generalizada de una serie de políticas económicas, entre las que sobresalen el cambio en el diseño institucional de la banca central y la reducción de la participación del sector público en la economía. En el ámbito monetario, la mayoría de países aplicaron reformas que otorgaron un mayor nivel de autonomía política, instrumental y económica a los bancos centrales nacionales (Carstens y Jácome, 2005) y en el periodo más reciente algunos países (Brasil, Chile, México, Colombia, Perú, Uruguay, Guatemala) han implementado la estrategia de política monetaria de Metas de Inflación (MI).

La política cambiaria también tuvo gran influencia en el desarrollo de la región, dada la importancia de los bienes manufacturados con bajo valor añadido (maquila) en México y Centroamérica, y la exportación de materias primas y productos básicos en Sudamérica. Existe evidencia de que tanto países con MI como aquellos con una estrategia monetaria distinta toman en cuenta el tipo de cambio en sus decisiones de política monetaria (Aizenman *et al.*, 2011). En ambos grupos de países la vulnerabilidad ante choques externos lleva a la autoridad monetaria a intervenir en el mercado cambiario, en donde la acumulación de reservas funciona como soporte a la independencia del banco central y a la estabilidad financiera (Taguchi, 2011). Por su parte, Rodrik (2008) muestra que la subvaluación continua del tipo de cambio real estimula el crecimiento económico incrementando la rentabilidad de la inversión en el sector comerciable en relación al sector no comerciable, lo que acelera el cambio estructural y promueve el crecimiento.

Más allá de cambios específicos en la banca central y en la política monetaria, el proceso de estabilización está asociado a un cambio de régimen que incluye una caída sustancial en la deuda pública. Un aspecto fundamental al respecto ha sido la imposibilidad de financiarse en moneda local, lo que hace que se incremente la vulnerabilidad al elevarse el nivel de la deuda externa. Tras una devaluación, el ajuste fiscal necesario se incrementa con el tamaño de la devaluación, la duración del periodo de ajuste, los efectos sobre los tipos de interés, el crecimiento económico, y el tamaño de la deuda externa pública como proporción de la deuda pública total (Martínez-Carrera y Vergara, 2012).

Para finalizar, otra característica de la región que se ha acentuado durante el periodo de liberalización comercial y financiera es el comportamiento procíclico de las políticas monetaria y fiscal (García de la Cruz y Sánchez, 2008). Aiolfi *et al.* (2011) señalan una mayor volatilidad del ciclo económico en Amé-

rica Latina que en países desarrollados, en donde la política fiscal y la política de rentas presentan un fuerte componente procíclico con inflación anticíclica y una elevada vulnerabilidad al enfrentar choques externos. Esto se relaciona con la presencia de imperfecciones en el mercado de capitales que se manifiesta en un incremento en el diferencial de los tipos de interés, lo que hace procíclica a las políticas fiscal y monetaria óptima (Demirel, 2010).

3. DATOS Y METODOLOGÍA

Para el análisis gráfico se utilizaron series de datos para distintos sub-periodos entre 1980-2010 de las siguientes variables: inflación (precios al consumidor), tasa del crecimiento del PIB per cápita (dólares constantes de 2005), deuda externa total (% del PIB), crédito doméstico al sector privado (% del PIB) y apertura comercial ($[(X+M)/PIB] * 100$). Además, para reflejar la incidencia de la IED y la apertura financiera se construyó otra variable artificial de apertura a partir de las series de apertura comercial (correlación de 0,35), flujos netos de IED (correlación de 0,13), acervo de activos más pasivos financieros como porcentaje del PIB (correlación de 0,97) y la posición neta de acervo de activos externos (correlación de -0,95). Esta variable artificial fue construida mediante componentes principales con escalamiento multidimensional normalizando los resultados con la varianza igual a uno. Los cálculos se realizaron con correlaciones siguiendo el método ordinario con una muestra equilibrada.

Los países estudiados son Argentina, Bolivia, Brasil, Chile, Colombia, Costa Rica, República Dominicana, Ecuador, El Salvador, Guatemala, Honduras, México, Nicaragua, Paraguay, Perú, Uruguay y Venezuela. El periodo de tiempo abarca de 1980 a 2010 dividido en 4 sub-periodos: ochentas (1980-1989); noventas (1990-1999); años 2000 (2000-2009); y crisis (2007-2010). El análisis gráfico muestra los promedios por décadas de las variables reales y de la variable artificial. La construcción de los periodos posibilita observar la evolución de las variables durante la Gran Moderación. Adicionalmente, añadimos un sub-periodo que abarca 2007-2010 para observar el comportamiento en los países latinoamericanos durante la reciente crisis financiera.

Los datos provienen de varias fuentes. La inflación para Argentina fue extraída de las Estadísticas Financieras Internacionales del Fondo Monetario Internacional (IFS-IMF) mientras que la inflación de Chile la obtuvimos del Instituto Nacional de estadística de Chile. Las variables de deuda fueron extraídas de Reinhart y Rogoff (2010) y las variables referentes a los acervos de activos y pasivos financieros de la versión actualizada de Lane y Milesi-Ferretti (2007). El resto de las variables fueron obtenidas de la base de datos de los Indicadores del Desarrollo Mundial del Banco Mundial.

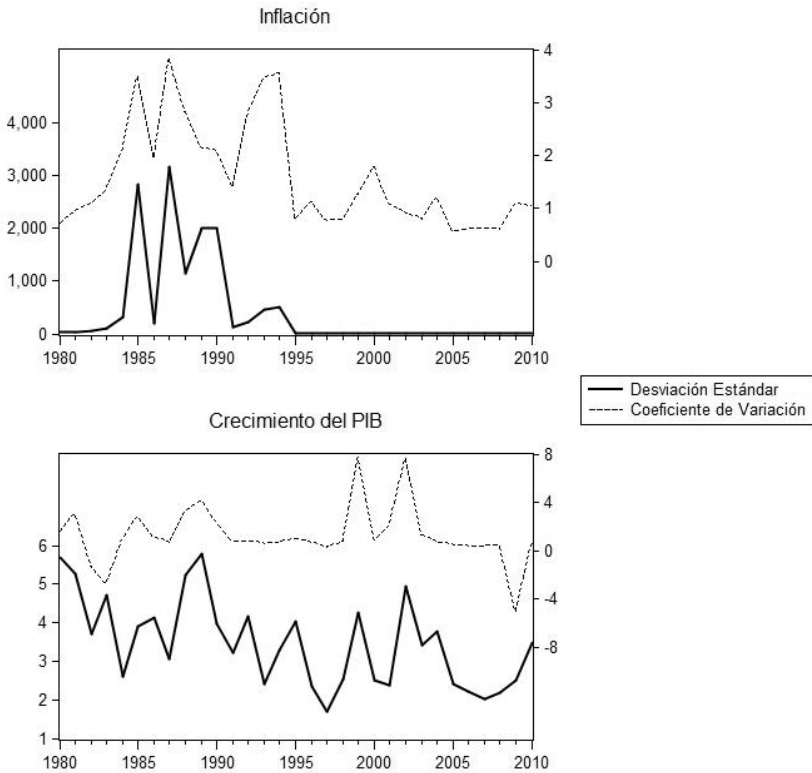
4. LA GEOGRAFÍA DE LA GRAN MODERACIÓN EN AMÉRICA LATINA

Antes de presentar el comportamiento de estas variables en los diferentes países, resulta interesante analizar el proceso de moderación en el conjunto de la región. La Figura 1 muestra la desviación estándar y el coeficiente de variación de la inflación y el crecimiento del PIB para el conjunto de economías latinoamericanas estudiadas por año. Como se puede observar, la variabilidad de la inflación disminuyó de forma significativa y generalizada a partir de mediados de los noventa, siendo 1995 el año del quiebre.

En el caso del crecimiento económico, la estabilización no ha sido tan marcada. América Latina ha mostrado una mayor variabilidad en el crecimiento que los países desarrollados y otras regiones en desarrollo debido a las persistentes tasas negativas durante los ochenta y finales de los noventa, y un desempeño notable en los últimos años, particularmente en Sudamérica. Por otra parte, las economías latinoamericanas han logrado estabilizar su crecimiento con posterioridad a los países desarrollados, ya que es a partir de los años 2000 cuando se alcanzan tasas moderadas o altas, salvo en México y otras economías centroamericanas.

No obstante, conviene relativizar el desempeño de la región durante los últimos años ya que en todo el periodo 1980-2010 las tasas de crecimiento han sido significativamente menores que las de China e India, y muy cercanas a las de EEUU, de acuerdo a los Indicadores del Desarrollo Mundial; al acortar al periodo más cercano, el crecimiento en los países latinoamericanos es superior al de EEUU pero muy inferior al de China e India. Además, el crecimiento de los últimos años ha sido a expensas de una mayor correlación a la evolución de la economía norteamericana. A partir de los Indicadores del Desarrollo Mundial se puede extraer que en el periodo 1980-2010 la correlación de las tasas de crecimiento de PIB per cápita del conjunto de países latinoamericanos con respecto a EEUU es de 0,18, mientras que las de China e India se sitúan en 0,36 y 0,10, respectivamente. Sin embargo, en el periodo más reciente (2000-2010), la correlación es de 0,54 para los países latinoamericanos, mientras que en China es 0,12 y en el caso de India 0,08.

FIGURA 1. DESVIACIÓN ESTÁNDAR Y COEFICIENTE DE VARIACIÓN DE LA INFLACIÓN Y EL CRECIMIENTO



4.1 INFLACIÓN

La evolución de la inflación es la que mejor evidencia la moderación de las últimas décadas. La Figura 2 recoge la evolución de las tasas de inflación anuales para los 17 países, clasificándolas en moderada (<10%), media-alta (10-25%), alta (25-50%), muy alta (50-100%) y crítica (>100%). Aunque se han usado diferentes categorías y adjetivos para clasificar episodios inflacionarios, nuestra clasificación permite recoger de manera gráfica la evolución en la moderación que se ha producido en los últimos años y mostrar al mismo tiempo las diferencias en el desempeño que existen actualmente entre los países. Debido a que presentamos los datos por década, tomamos como categoría "inflación crítica" aquella que supera el umbral del 100% promedio anual para la década.

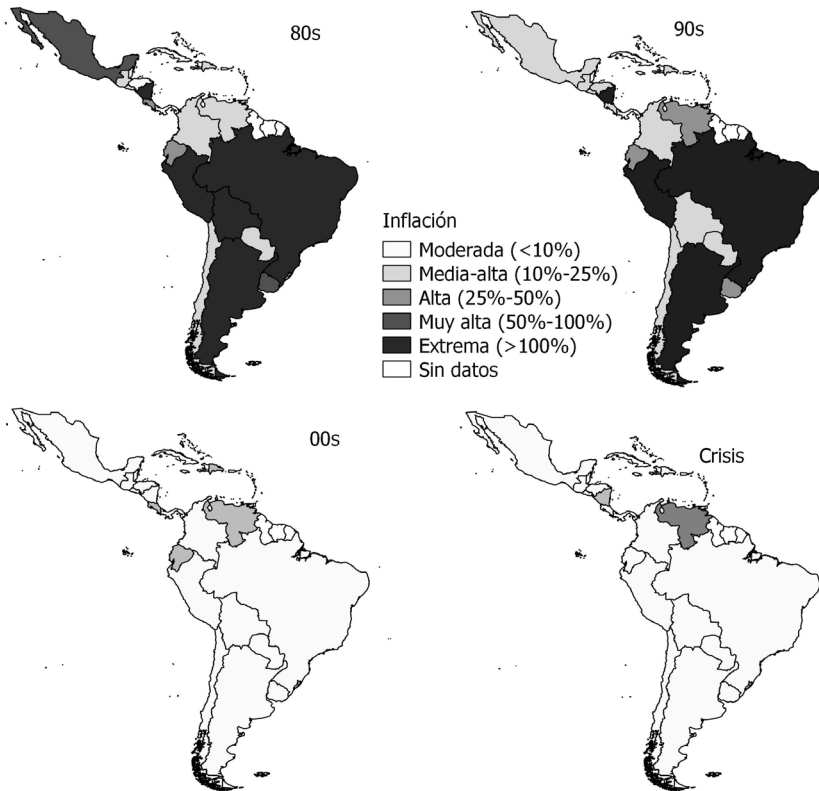
La década de 1980 se caracterizó por altas tasas de inflación, llegando a presentarse hiperinflaciones e inflaciones extremas en algunos países.³ Aunque estos episodios no fueron excesivamente prolongados, en la mayoría de los casos vinieron precedidas de largos periodos de muy alta inflación. Casos paradigmáticos son Argentina, que desde 1974 y hasta que consiguió estabilizar los precios en 1992, tuvo tasas de inflación anuales superiores al 100%, o Brasil, con tasas superiores al 100% durante toda la década de 1980. Al margen de estos casos extremos, la mayoría de países de la región sufrieron altas tasas de inflación en los años ochenta, como México (69% anual de media) o Uruguay (57%). Incluso los países que mostraron mejor desempeño (Guatemala, El Salvador, Chile, Paraguay, Colombia, Venezuela) tuvieron tasas de inflación media superiores al 10%, salvo Honduras (7%).

Por otra parte, en las hiperinflaciones los precios tardan en estabilizarse en niveles moderados (Reinhart y Savastano, 2003), por lo que en la mayoría de países se necesitaron más de dos años para alcanzar tasas de inflación anuales de dos dígitos. Por este motivo, los países que sufrieron inflaciones extremas presentan muy altas tasas de inflación promedio durante los noventa, aún cuando la mayoría de ellos había conseguido estabilizar los precios a tasas moderadas para mediados de la década, salvo Brasil, que en 1994 sufrió una cuasi-hiperinflación por su incapacidad para aplicar las reformas fiscales y monetarias (nótese que los mapas de los ochenta y noventa son significativamente parecidos). Un caso que contradice el efecto de arrastre de las hiperinflaciones es Bolivia, cuya hiperinflación ya estaba controlada en 1986 y en los noventa mantuvo una inflación media del 10%.

Es a comienzos de siglo cuando se alcanzan tasas medias moderadas (< 10%) en la mayoría de países, salvo Venezuela (21%), Ecuador (17%) y República Dominicana (13%). Varios factores explican esta moderación. Primero, la reforma de los bancos centrales impuso límites a la monetización de la deuda y provocó que los esfuerzos de los bancos centrales se enfocaran hacia el objetivo de la estabilidad de precios (Carstens y Jácome, 2005). Segundo, el proceso mundial de apertura comercial ejerció presión a la baja en las tasas de crecimiento de los precios ante la competencia proveniente del exterior (Carrasco y Ferreiro, 2013). Finalmente, la implementación de la estrategia de MI ha contribuido a anclar las expectativas futuras de inflación y con ello a estabilizar los precios (Carrasco y Ferreiro, 2014).

³ De acuerdo a la definición clásica de Cagan (1956), un episodio de hiperinflación comienza el mes en el que la subida de precios supera el 50% y termina el mes anterior al que el aumento caiga por debajo de ese umbral y permanezca por debajo al menos durante un año. Debido a que esta definición es excesivamente restrictiva, Dornbusch et al. (1990) sitúan el umbral de la inflación extrema en 1000% anual. Bajo esta definición, Bolivia (1984-1985), Nicaragua (1988-89), Argentina (1989-1990), Brasil (1989-1990) y Perú (1989-1990) sufrieron episodios de inflación extrema.

FIGURA 2. EVOLUCIÓN DE LAS TASAS DE INFLACIÓN



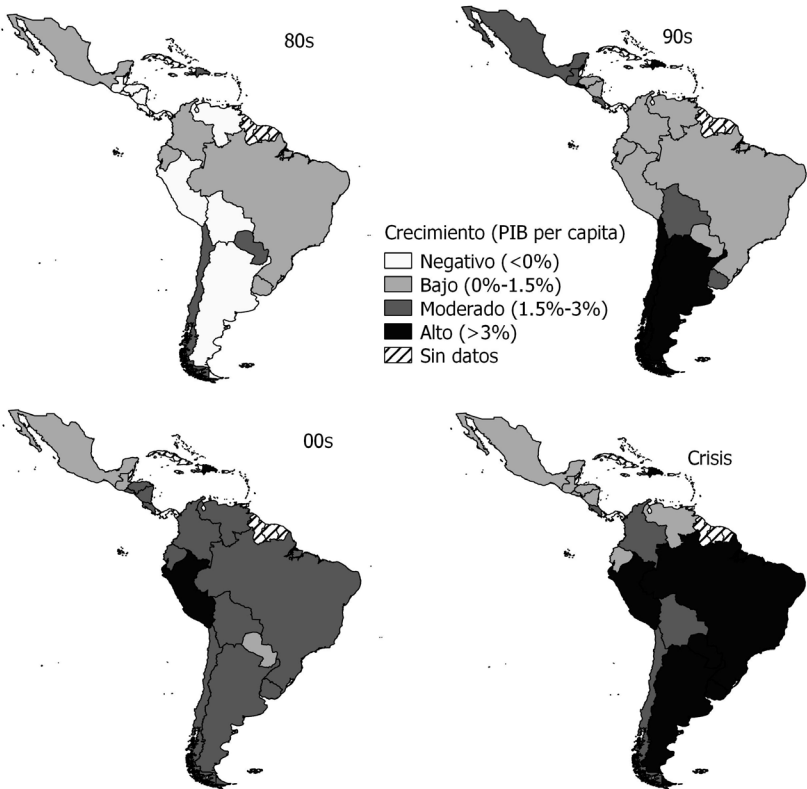
Fuente: Elaboración propia.

4.2 CRECIMIENTO

La Figura 3 muestra la evolución de las tasas de crecimiento per cápita durante los cuatro periodos. Los ochenta estuvieron marcados por la crisis de la deuda que se vio reflejada en un deterioro significativo de las condiciones económicas, con países con tasas de crecimiento per cápita negativas como Argentina (-2,2%), Bolivia (-2,75%), Costa Rica (-0,47%), El Salvador (-3,30), Guatemala (-1,42%), Honduras (-0,54%), Nicaragua (-3,21%), Perú (-1,97%), Venezuela (-2,87%), o cercanas a cero como Ecuador (0,1%), México (0,22%), Uruguay (0,06%). En los noventa las tasas de crecimiento se fueron recuperando paulatinamente. Sin embargo, una ronda de crisis a mediados de la década provocó nuevamente un deterioro temporal en varios países de la región, como en el caso de México y Brasil.

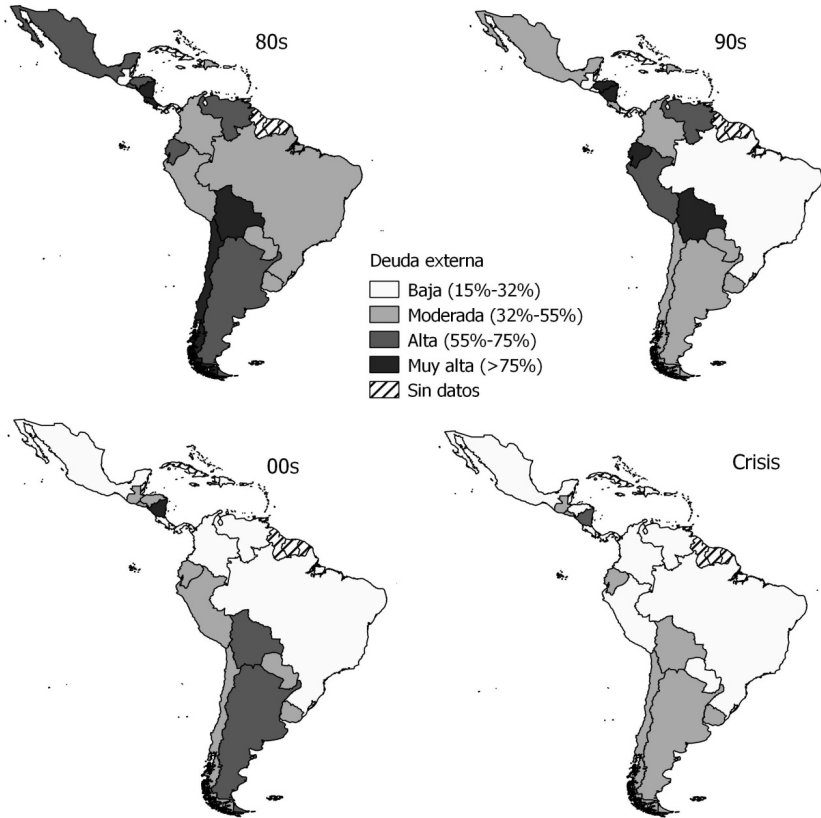
Es de resaltar el buen desempeño de varios países durante la década de 2000 y en la crisis financiera. Brasil, Argentina, Perú, Uruguay y Paraguay han logrado tasas superiores al 3% mientras que el crecimiento en México y los países centroamericanos ha sido bajo. Esto se debe en buena medida a las diferencias en la especialización exportadora entre los países. Los países sudamericanos, exportadores de materias primas y bienes básicos, se beneficiaron del incremento en el precio de estos bienes y de la demanda proveniente de China, mientras que en el caso de México y Centroamérica la industria maquiladora ha sufrido la competencia de los países asiáticos y un fuerte deterioro debido a su dependencia a la industria de EEUU.

FIGURA 3. EVOLUCIÓN DEL CRECIMIENTO PER CÁPITA



Fuente: Elaboración propia.

FIGURA 4. EVOLUCIÓN DE LA DEUDA EXTERNA



Fuente: Elaboración propia.

4.3 DEUDA EXTERNA

El control de la deuda y, particularmente, la reducción de los niveles de deuda externa es otro de los rasgos destacados del proceso de moderación en América Latina. La Figura 4 recoge la evolución de la deuda en la región, medida como deuda externa bruta total (pública más privada) como porcentaje del PIB. La deuda aparece clasificada en baja (< 32%), moderada (32-55%), alta (55-75%) y muy alta (> 75%) siguiendo el criterio de Chang y Chiang (2011), quienes han mostrado que para los países latinoamericanos niveles moderados de deuda (entre 32,88% y 55,89%, según sus estimaciones) estimulan el crecimiento per cápita, mientras que en los rangos inferiores y superiores el crecimiento se ve lastrado.

Desde que en agosto de 1982 México declarara la moratoria del servicio de la deuda externa y se expandiera la crisis en toda la región, los países latinoamericanos han disminuido de forma gradual y significativa los niveles de deuda externa. México, por ejemplo, pasó de un nivel alto de deuda a un nivel bajo a partir de la década de 2000. Países como Brasil, Colombia y Perú han logrado un nivel bajo de deuda recientemente, mientras que Chile y Argentina han mantenido la deuda externa en niveles moderados. Resulta significativo que el mapa de la reciente crisis financiera es muy similar al de los años 2000 e incluso para el caso de Argentina y Bolivia la deuda pasa de niveles altos a niveles moderados. Esto se debe a que en los años 2000 la bonanza provocó una caída de la deuda en términos del producto. Teniendo en cuenta que la expansión en esta década estuvo marcada por un contexto externo favorable, no parece que la reducción de la deuda se deba a la aplicación de políticas fiscales restrictivas en épocas expansivas (salvo excepciones, como Chile y Perú), sino de un crecimiento superior al producto potencial de largo plazo (Machinea, 2014).

4.4 CRÉDITO

Una característica peculiar de los países latinoamericanos es la persistencia de bajos niveles de crédito en comparación a los países desarrollados y a otras economías en desarrollo, como las asiáticas. Por ejemplo, el crédito doméstico al sector privado como porcentaje del PIB en los años ochenta, noventa, dos mil y durante la crisis ha sido inferior en América Latina a lo que se ha observado en EEUU o China y muy similar al de la India, de acuerdo a los datos de los Indicadores del Desarrollo Mundial. El crédito y, particularmente, el crédito nuevo creado por el sistema financiero es determinante para el desarrollo. El crédito nuevo hacia los emprendedores genera inversión, que a su vez crea demanda, capacidad, producción, empleo e ingresos adicionales en forma de salarios y beneficios, generando así un flujo circular de crédito-inversión-ingreso (Herr, 2008). En términos sociales, la ausencia de canales adecuados de crédito hace que la población de menores ingresos soporte altísimos costos de transacción y altas tasas de interés, dificultando su acceso a financiación y reproduciendo la desigualdad (Lustig, 2007).

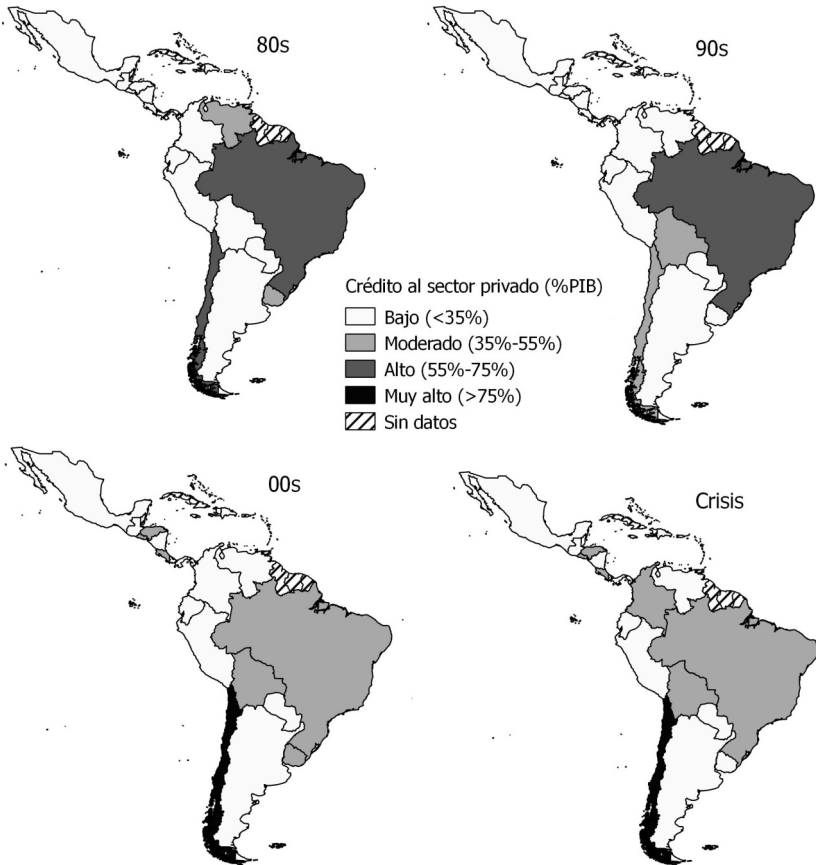
Si bien es recurrente en la región encontrar niveles bajos de penetración crediticia, el comportamiento entre países difiere significativamente. La Figura 5 muestra la evolución del crédito al sector privado como porcentaje del PIB en estas tres décadas. Los países que más resaltan son Argentina, México y Chile. En el caso de Argentina y México los niveles de crédito son significativamente inferiores a los de otros países con un nivel similar de desarrollo mientras que Chile es el país latinoamericano con mejor desempeño en términos de penetración del crédito.

No se han explorado en profundidad las razones detrás de la baja penetración del crédito para el conjunto de países latinoamericanos. Bittencourt (2012) señala algunos prerrequisitos para incentivar la financiación de acti-



vidades productivas, como un ambiente macroeconómico favorable con un banco central independiente y finanzas públicas sanas. No obstante, la experiencia latinoamericana muestra que si bien se podría considerar a la estabilidad macroeconómica un factor necesario, no es suficiente. El ejemplo claro se encuentra en la economía mexicana que, aun cuando ha logrado estabilizar la economía en términos tanto de inflación como de déficit público y deuda, la penetración del crédito sigue siendo muy baja.

FIGURA 5. EVOLUCIÓN DEL CRÉDITO



Fuente: Elaboración propia.

4.5 APERTURA

A lo largo de estas tres décadas los países latinoamericanos han liberalizado sus economías, tanto si consideramos sólo aspectos comerciales (Figura 6), como si tomamos una medida de apertura que integre la IED y las finanzas (Figura 7).

Durante los años ochenta las economías latinoamericanas permanecían relativamente cerradas a los flujos comerciales y financieros como resultado de la estrategia de sustitución de importaciones. A finales de la década, y como parte del decálogo del Consenso de Washington, comienza el proceso de liberalización comercial y financiera. La apertura fue drástica y en la mayoría de los casos se realizó en un período de tiempo de 2 o 3 años (1989-90 a 1992-93), incluyendo rebajas considerables de aranceles, desmantelamiento de las restricciones cuantitativas y liberalización de la cuenta de capitales (Agosin y French-Davis, 1993).

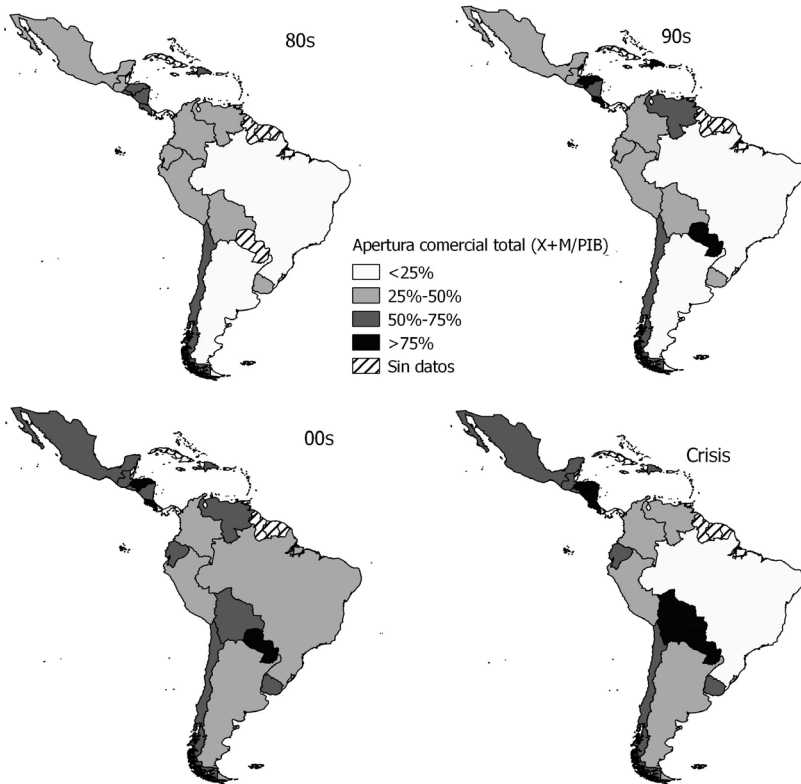
La década de los noventa fue un período de gran inestabilidad. La liberalización de la cuenta de capitales se vio acompañada de un régimen de tipos de cambio flexibles con flotación sucia en la mayoría de países y un contexto de gran liquidez internacional como consecuencia de la política monetaria expansiva aplicada por el gobierno de EEUU (De Paula *et al.*, 2013). El resultado fue un aumento en los flujos de capitales hacia la región que llevó a inversionistas, gobiernos e instituciones multilaterales a confiar en un crecimiento de largo plazo de las corrientes de capital extranjero (Sánchez y Castillo, 2006). Sin embargo, la entrada de capital fue a costa de una enorme inestabilidad macroeconómica que en varios países se tradujo en una crisis financiera, como en los casos de México (1994-95), Brasil (1999) y Argentina (2001-02). Esta inestabilidad y la caída en la oferta de fondos en los mercados financieros hizo que a finales de la década y comienzos del siglo se redujeran notablemente los flujos de capital (nótese que los mapas de los años ochenta y noventa de la Figura 7 son significativamente parecidos, pese a las reformas). Por su parte, la IED se benefició de las reformas liberalizadoras y los bajos tipos de interés, mostrándose más estable que la inversión en cartera.

Con el cambio de siglo se intensificaron las relaciones comerciales, favorecidas en parte por los diferentes procesos de integración. El total de exportaciones e importaciones entre los miembros del MERCOSUR⁴ se triplicó entre 2000 y 2010. No obstante, son las relaciones comerciales con el resto del mundo (fundamentalmente, UE, China, EEUU) las que explican en mayor medida el incremento de las exportaciones e importaciones, ya que representan el 85% de las transacciones comerciales del bloque, de acuerdo a los datos de la Organización Mundial del Comercio. Algo similar ocurre en la Comunidad Andina de Naciones,⁵ pese a que las relaciones comerciales entre los miembros se multiplicaron por cinco, éstas apenas representan el 8% del total.

⁴ Argentina, Brasil, Uruguay Paraguay y Venezuela.

⁵ Bolivia, Colombia, Ecuador y Perú.

FIGURA 6. EVOLUCIÓN DEL COMERCIO

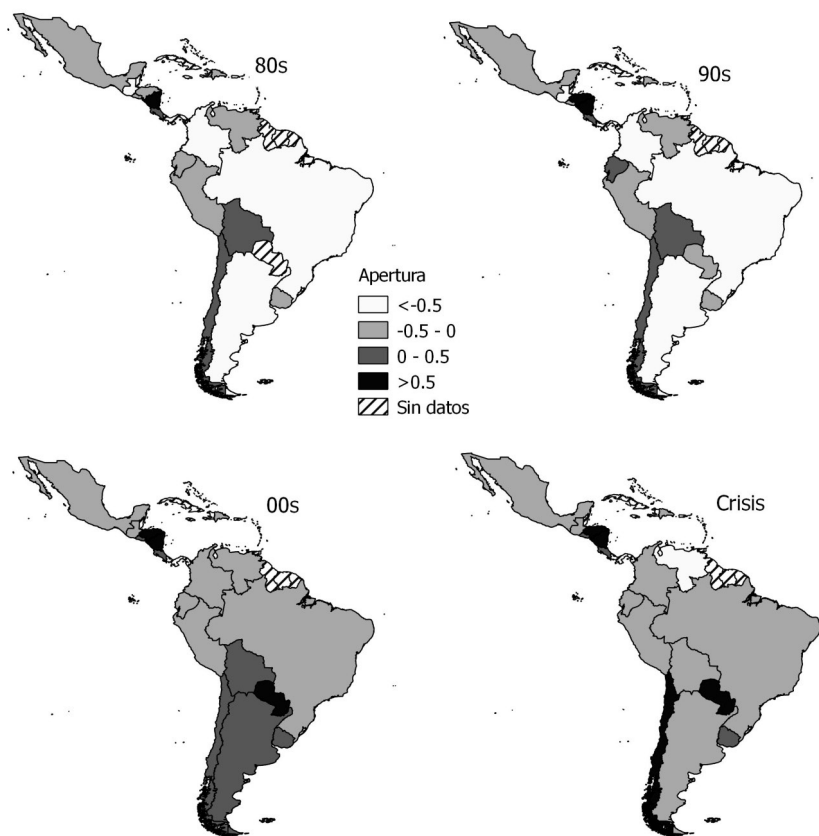


Fuente: Elaboración propia.

A partir del año 2004 también aumentó de manera notable la inversión en cartera y, sobre todo, la IED, y además lo hizo de manera sostenida. Factores externos y domésticos explican este desempeño. En primer lugar, el aumento del precio de las materias primas atrajo inversiones a este sector dada la especialización de varios países. Además, la inversión se vio favorecida por el aumento de liquidez en EEUU por la política monetaria expansiva de la Reserva Federal (Fed). En cuanto a los factores domésticos, la estabilidad macroeconómica y la política monetaria favorecieron la atracción de capitales. Después de las crisis de los noventa algunos países, como Brasil, Colombia, Chile, México y Perú, adoptaron una combinación de medidas que incluía tipos de cambio flotantes, MI y compromiso con el equilibrio fiscal, en lo que se conoce como el Nuevo Consenso Macroeconómico (De Paula *et al.*, 2013). Estas medidas favorecieron la entrada de capital y la acumulación de reservas, reduciendo la vulnerabilidad externa.

La crisis financiera no ha frenado el proceso de apertura. La crisis en América Latina ha sido intensa pero corta, ya que la región se ha visto favorecida por varios factores. En primer lugar, se ha mantenido alto el precio de las materias primas. Por otra parte, la abundancia de liquidez por la política monetaria expansiva de la Fed y, en menor medida, del Banco Central Europeo (BCE), ha atraído inversión a la región, particularmente la IED. Pese a ello, en los últimos años algunos países (Venezuela, Argentina y Bolivia) han frenado su apertura. En estos casos es posible que el descenso en los flujos financieros esté relacionado con el cambio en los regímenes políticos, aunque no se hayan modificado sustancialmente los flujos comerciales.

FIGURA 7. EVOLUCIÓN DE LA APERTURA



Fuente: Elaboración propia.

5. DISCUSIÓN Y CONSIDERACIONES FINALES

Después de la crisis de la deuda y los programas de ajuste estructural, las economías latinoamericanas siguieron un proceso gradual de estabilización macroeconómica. Este proceso tuvo unas características diferentes a las de la Gran Moderación observada en los países desarrollados. En primer lugar, la moderación latinoamericana fue posterior. Si algunos análisis sitúan el comienzo de la Gran Moderación en EEUU en el año 1984, en América Latina el punto de inflexión se sitúa en 1995 para la inflación, y a partir de los años 2000 para las tasas de crecimiento.

En segundo lugar, la moderación se tradujo en una disminución de los niveles y la variabilidad de la inflación, pero la estabilización del crecimiento no fue generalizada. Las tasas de crecimiento económico fueron moderadas si se las compara con otras regiones en desarrollo, principalmente Asia. Además, México y los países de Centroamérica, caracterizados por su cercanía geográfica con EEUU y una especialización en maquila que limita las posibilidades de expansión del aparato productivo doméstico y los efectos derrame, han presentado un crecimiento bajo. A esto se suma la presión de los países asiáticos que ha desplazado la presencia de productos de estos países en su principal mercado, EEUU. Por su parte, los países latinoamericanos especializados en materias primas y bienes básicos han observado en los años recientes un crecimiento mayor si se les compara con periodos anteriores o con los países centroamericanos y México. Este crecimiento se vincula a la mayor demanda por este tipo de bienes proveniente de los países emergentes, con China a la cabeza. Una desaceleración del crecimiento de estos países se reflejaría en una caída en el precio de los bienes exportados con efectos negativos en el crecimiento económico.

Para comprender el alcance de la Gran Moderación latinoamericana es importante considerar otras variables. Uno de los aspectos más destacados ha sido la reducción de la deuda externa. Actualmente todos los países se sitúan en niveles bajos o moderados. No obstante, la reducción de la deuda se ha dado en un contexto internacional favorable, por lo que un cambio en el contexto externo que mermara el crecimiento de la región podría provocar un incremento de los niveles de deuda.

Adicionalmente, el bajo nivel de desarrollo de los sistemas financieros es un lastre importante por las dificultades que supone para la financiación de las actividades productivas y el acceso a financiación de los sectores más desfavorecidos. La penetración del crédito en los países latinoamericanos es muy baja, tanto si se compara con países desarrollados como con otras regiones en desarrollo. Al respecto, son necesarios más estudios sobre las fuentes del bajo nivel de desarrollo de los sistemas financieros; ubicando sus fuentes es posible diseñar e implementar políticas que influyan positivamente en el crédito para actividades productivas. La incertidumbre socio-política y económica, la falta de garantías jurídicas, las estructuras oligopólicas en los sistemas financieros, y el acaparamiento de recursos financieros por parte de

los gobiernos son algunas de las hipótesis que se tienen que explorar más a detalle.

A lo largo de estas tres décadas los países latinoamericanos han abierto sus economías. Esta apertura supuso una gran inestabilidad durante los años noventa, en los que las fuertes entradas de capital en la primera mitad de la década dieron paso a varias crisis financieras y la reducción drástica de los flujos durante la segunda mitad. Con el cambio de siglo se incrementaron las exportaciones, las importaciones, los flujos financieros y la IED hacia la región. Sin embargo, es difícil atribuir únicamente al proceso de moderación el incremento en la inversión extranjera y las relaciones comerciales. Aunque la estabilidad macroeconómica y la política monetaria resultaran atractivas para los capitales, la apertura se dio en un contexto internacional favorable, fundamentalmente la demanda de materias primas y la abundancia de liquidez.

El impacto de la crisis financiera de 2007 ha sido relativamente moderado. Los países latinoamericanos no sufrieron caídas en el crecimiento económico de la magnitud de otras economías en desarrollo y de ingreso medio alto, como es el caso de los países del este europeo. Además, los niveles de deuda se mantuvieron relativamente estables, e incluso disminuyeron en países como Perú, Bolivia y Argentina. Pese a ello, la continuidad de la moderación en el escenario post-crisis es incierta, ya que este desempeño se ha producido en contexto internacional favorable y la región mantiene algunos déficits estructurales. La caída en los precios de las materias primas y una reducción de la liquidez internacional que frene la inversión en la región pueden tener efectos negativos significativos. En cuanto a los aspectos domésticos, el desarrollo de sistemas financieros que favorezcan la penetración del crédito a todos los sectores es un aspecto importante para fortalecer el tejido productivo y favorecer la igualdad de oportunidades. Una nueva banca de desarrollo es una alternativa que se debiese discutir con mayor profundidad para afrontar este cuello de botella.

NOTA DE AGRADECIMIENTO

Agradecemos los comentarios y sugerencias de dos evaluadores anónimos a una versión previa del manuscrito.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Agosin M. y Ffrench-Davis R. (1993): "La liberalización comercial en América Latina", *Revista de la CEPAL*, 50, 41-62.
- Aiolfi, M.; Catão, L.A.V. y Timmermann, A. (2011): "Common factors in Latin America's business cycles", *Journal of Development Economics*, 95(2011), 212-228.
- Aizenman, J.; Hutchison, M. y Noy, I. (2011): "Inflation Targeting and Real Exchange Rates in Emerging Markets", *World Development*, 39(5), 712-724.

- Bittencourt, M. 2012. "Financial development and economic growth in Latin America: Is Schumpeter right?", *Journal of Policy Modeling*, 34, 341-355.
- Blanchard, O. y Simon, J. (2001): "The long and large decline in U.S. output volatility" *Brookings Papers on Economic Activity*, 32, 135-64.
- Cagan, P. (1956): "The Monetary Dynamics of Hyperinflation", en Milton Friedman (ed.), *Studies in the Quantity Theory of Money*, The University of Chicago Press, Chicago, USA.
- Canova, F. (2009): "What explains the great moderation in the U.S.? A structural analysis", *Journal of the European Economic Association*, 7(4), 697-721.
- Carrasco, C.A. y Ferreiro, J. (2013): "Inflation targeting in Mexico" *Journal of Post Keynesian Economics*, 35(3), 341-372.
- Carrasco, C. A. y Ferreiro, J. (2014): "Latin American inflation differentials with USA inflation: does Inflation Targeting make a difference?", *Journal of Economic Policy Reform*, 17(1), 13-32.
- Carstens, A. y Jácome, L.I. (2005): "Latin American Central Bank Reform: Progress and Challenge", *IMF Working Paper*, WP/05/114.
- CEPAL (1996): *América Latina y el Caribe quince años después. De la década perdida a la transformación económica 1980-1995*, CEPAL y Fondo de Cultura Económica, Santiago de Chile.
- Chang T. y Chiang G. (2011): "Regime-switching effects of debt on real GDP per capita the case of Latin American and Caribbean countries", *Economic Modelling*, 28, 2404-2408.
- Cubeddu, L. y Tovar, C. E. (2011): "Perspectivas y asuntos de política económica en América Latina y el Caribe" en *Perspectivas económicas: Las Américas. Vientos cambiantes, nuevos desafíos de política*, Fondo Monetario Internacional, octubre, 19-51.
- De Gregorio, J. (2008): "La Gran Moderación y el riesgo inflacionario: una mirada desde las economías emergentes", *Estudios Públicos*, 110, 5-20.
- De Paula, L. F., Ferrari-Filho, F., y Gomes, A. M. (2013): "Capital flows, international imbalances and economic policies in Latin America" en Arestis, P. y Sawyer, M. (eds) *Economic Policies, Governance and the New Economics*, Palgrave Macmillan, Basingstoke, pp. 209-248.
- Demirel, U. D. (2010): "Macroeconomic stabilization in developing economies: Are optimal policies procyclical?", *European Economic Review*, 54(2010), 409-428.
- Dornbusch, R., Sturzenegger, F. y Wolf, H. (1990): "Extreme Inflation: Dynamics and Stabilization", *Brookings Papers on Economic Activity*, 2.
- Enders, W. y Ma, J. (2011): "Sources of the great moderation: A time-series analysis of GDP subsectors", *Journal of Economic Dynamics and Control*, 35, 67-79.
- Galí, J. y Gambetti, L. (2009): "On the sources of the Great Moderation", *American Economic Journal: Macroeconomics*, 1, 26-57.
- García de la Cruz, J.M. y Sánchez, A. (2008): "América Latina: ¿Volver a empezar?", *Revista de Economía Mundial*, 18, 93-103.

- Giannone, D.; Lenza, M. y Reichlin, L. (2008): "Explaining the Great Moderation: It is not the shocks", *Journal of the European Economic Association*, 6(2-3), 621-633.
- Hamed, S., Levin A., y Wilson, B.A. (2002): "Recent U.S. macroeconomic stability: good policies, good practices, or good luck?", *International Finance Discussion Paper* No. 730, Board of Governors of the Federal Reserve System.
- Herr, H. (2008): "Financial systems in developing countries and economic development" en Hein, E., Niechoj, T., Spahn, P. y Truger, A. (eds.) *Financed Capitalism? Macroeconomic Effects of Changes in the Financial Sector*, Metropolis-Verlag, Marburg, Germany, pp. 124-150.
- Holland, M. y Porcile G. (2005): "Brecha tecnológica y crecimiento en América Latina", en Cimoli M. (ed.) *Heterogeneidad estructural, asimetrías tecnológicas y crecimiento en América Latina*, CEPAL-BID, 40-71.
- Kim, C.J. y Nelson, C.R. (1999): "Has the U.S. economy become more stable? A Bayesian approach based on Markov-switching model of business cycle", *Review of Economics and Statistics*, 81, 608-16.
- Lane, P. y Milesi-Ferretti, G.M. (2007): "The external wealth of nations mark II: Revised and extended estimates of foreign assets and liabilities, 1970–2004", *Journal of International Economics*, 73, 223-250.
- López-Calva, L.F. y Lustig, N. (2010): "Explaining the Decline in Inequality in Latin America: Technological Change, Educational Upgrading, and Democracy" en López-Calva, L.F. y Lustig, N. (eds.) *Declining Inequality in Latin America: A Decade of Progress? Brookings Institution Press-UNDP*, 1-24.
- Lustig, N. (2007): "América Latina: la desigualdad y su disfuncionalidad" en Machinea, J.L. y Serra, N. (eds.) *Visiones del desarrollo en América Latina*, CEPAL-CIDOB, 231-245.
- Machinea, J. L. (2014) "La crisis y la macroeconomía de América Latina: lecciones y desafíos" en Devlin, R., Echevarria, O. A. y Machinea, J.L. (eds.) *América Latina en una era de globalización*, CAF, 185-212.
- Martínez-Carrera, C. y Vergara, R. (2012): "Fiscal Sustainability: The Impact of Real Exchange Rate Shocks on Debt Valuation, Interest Rates and GDP Growth", *World Development*, 40(9), 1762-1783.
- McCarthy, J. y Zakrajšek, E. (2007): "Inventory dynamics and business cycles: what has changed?", *Journal of Money, Credit and Banking*, 39, 591-613.
- McConnell, M. M. y Gabriel Perez-Quiros (2000): "Output Fluctuations in the United States: What Has Changed since the Early 1980's?", *American Economic Review*, 90(5), 1464-1476.
- Reinhart, C. y Rogoff, K.S. (2010): "From Financial Crash to Debt Crisis", *NBER Working Paper*, 15795.
- Reinhart, C. y Savastano, M.A. (2003): "The realities of Modern Hyperinflations", *Finance & Development*, 40(2), 20-23.
- Rodrik, D. (2008): "The real exchange rate and economic growth", *Brooking Papers on Economic Activity*, Fall, 365-412.

- Sánchez, A. y Castillo, M. (2006): "Globalización financiera de América Latina: el fracaso de una idealizada inserción internacional", *Revista de Economía Mundial*, 15, 237-258.
- Stock, J. H. y Watson, M. W. (2003): "Has the business cycle changed and why?", *NBER Macroeconomics Annual 2002*, 17, 159-230.
- Summers, P. M. (2005): "What caused the Great Moderation? Some cross-country evidence", *Economic Review-Federal Reserve Bank of Kansas City*, 90(3), 5-32.
- Taguchi, H. (2011): "Monetary autonomy in emerging market economies: The role of foreign reserves", *Emerging Markets Review*, 12(2011), 371-388.
- Williamson, J. (2004-5): "The strange history of the Washington consensus", *Journal of Post Keynesian Economics*, 27, 195-206.

