

## PALABRAS CLAVE

Crecimiento económico  
Condiciones económicas  
Política económica  
Política monetaria  
Política financiera  
Crisis económica  
Macroeconomía  
Estabilización económica  
América Latina

## América Latina, del auge a la crisis: desafíos de política macroeconómica

*Oswaldo Kacef y Rafael López-Monti*

**E**n este artículo se analiza la más reciente etapa de crecimiento registrada en América Latina entre 2003 y fines de 2008, y cómo las distintas políticas aplicadas en este período permitieron disminuir la vulnerabilidad y enfrentar la crisis internacional con un mayor espacio macroeconómico en relación con otros episodios de perturbaciones. A su vez, se hace un breve recuento de las principales medidas de política contracíclicas en materia fiscal, monetaria, financiera y cambiaria que se aplicaron en las economías de la región para disminuir y revertir los efectos de la crisis. Finalmente, se plantean los desafíos de la política macro en la región más allá de la coyuntura.

Oswaldo Kacef  
Director, División de Desarrollo  
Económico, CEPAL  
✉ [osvaldo.kacef@cepal.org](mailto:osvaldo.kacef@cepal.org)

Rafael López-Monti  
Economista, División de Desarrollo  
Económico, CEPAL  
✉ [rafael.lopez-monti@cepal.org](mailto:rafael.lopez-monti@cepal.org)

# I

## Introducción

América Latina experimentó seis años consecutivos de crecimiento desde 2003 hasta fines de 2008, fenómeno que por su intensidad, duración y características no tiene precedentes en la historia económica de la región. Durante este período de expansión, que alcanzó a casi todos las economías de la región, el producto regional creció a una tasa promedio anual de 4,8%, acumulando un crecimiento del producto interno bruto (PIB) por habitante del 22,1%, equivalente a un 3,4% anual.

La reciente crisis internacional marca el fin de este período de crecimiento y pone de relieve la necesidad de hacer un balance de él, así como de evaluar la forma que adoptó la transmisión de la crisis a las economías de América Latina y analizar su repercusión en una región que estaba mejor preparada que en otras crisis en el pasado, planteando por último algunos desafíos

que enfrenta la política macroeconómica más allá de la crisis.

Con el objetivo de abordar estos temas, el artículo se estructura de la siguiente manera: en la sección II se analizan los principales rasgos que caracterizaron al período de crecimiento comprendido entre 2003 y 2008 en los países de América Latina, así como también los aportes de la política macroeconómica a la reducción de la vulnerabilidad de la región. En la sección III se estudian los principales canales de transmisión de la crisis internacional a las economías latinoamericanas, mientras que en la sección IV se examina el espacio macro para enfrentar la crisis y las medidas tomadas tanto en materia fiscal como monetaria, financiera y cambiaria. Finalmente, y a manera de conclusión, se plantean algunos de los desafíos de la política macroeconómica en el largo plazo.

# II

## Principales características

### de la fase de crecimiento, 2003-2008

Se trata sin duda de un período sin precedentes en la historia económica de la región, no solo por el hecho de que el PIB por habitante creció de manera sostenida por sobre un 3% anual, lo que no había ocurrido en los últimos 40 años, sino porque este crecimiento fue acompañado de un mejoramiento cuantitativo y cualitativo de las variables macroeconómicas fundamentales. Por una parte, se registró un superávit en la cuenta corriente de la balanza de pagos que responde, en gran medida, a la recuperación que tuvieron los términos de intercambio (sobre todo en América del Sur) y al crecimiento de las remesas de los trabajadores emigrados (en México y especialmente en Centroamérica). El aumento del ingreso nacional disponible, por sobre el crecimiento del

consumo, permitió el incremento del ahorro nacional y la financiación de la inversión. El superávit externo y las políticas de “reaseguro” y defensa del nivel del tipo de cambio real posibilitaron a los bancos centrales la importante acumulación de activos externos. Por otra parte, la evolución de las cuentas públicas durante la etapa de expansión se caracterizó por un acrecentamiento del superávit primario con la casi desaparición del déficit global, lo que permitió una significativa reducción de la deuda pública. Durante este período de crecimiento, disminuyó el desempleo y mejoró la calidad de los puestos de trabajo generados, dando paso a una merma de la pobreza e indigencia y una tenue mejora de la equidad. A continuación se analizará con más detalle cada uno de estos hechos estilizados.

#### 1. El contexto externo y la cuenta corriente

El buen desempeño económico en América Latina en el período 2003-2008 se produjo en un contexto mundial de

---

□ Los autores agradecen los comentarios y sugerencias que José María Fanelli, Daniel Heymann, André Hofman, José Luis Machinea, Miguel Torres y los colegas de la División de Desarrollo Económico de la CEPAL realizaron sobre distintas versiones o partes de este documento.

crecimiento acelerado y generalizado. En efecto, durante el período aumentó la cantidad de países que registraron tasas de aumento del producto por habitante superiores al 3% anual. Este fenómeno se explica fundamentalmente por el rápido crecimiento de las economías emergentes: el 57% de estos países mostraron tasas de incremento del PIB por habitante superiores al 3% entre los años 2003 y 2008, al tiempo que solo el 25% de las economías industrializadas crecían a un ritmo comparable (véase el gráfico 1). Este patrón es un hecho destacable si se compara con la distribución del crecimiento en la década pasada, en que en promedio solo el 38% de las economías emergentes y el 33% de las industrializadas registraban un aumento del producto por habitante superior al 3% anual, destacándose la marcada aceleración del ritmo de expansión en los países industrializados entre los años 1998 y 2000.

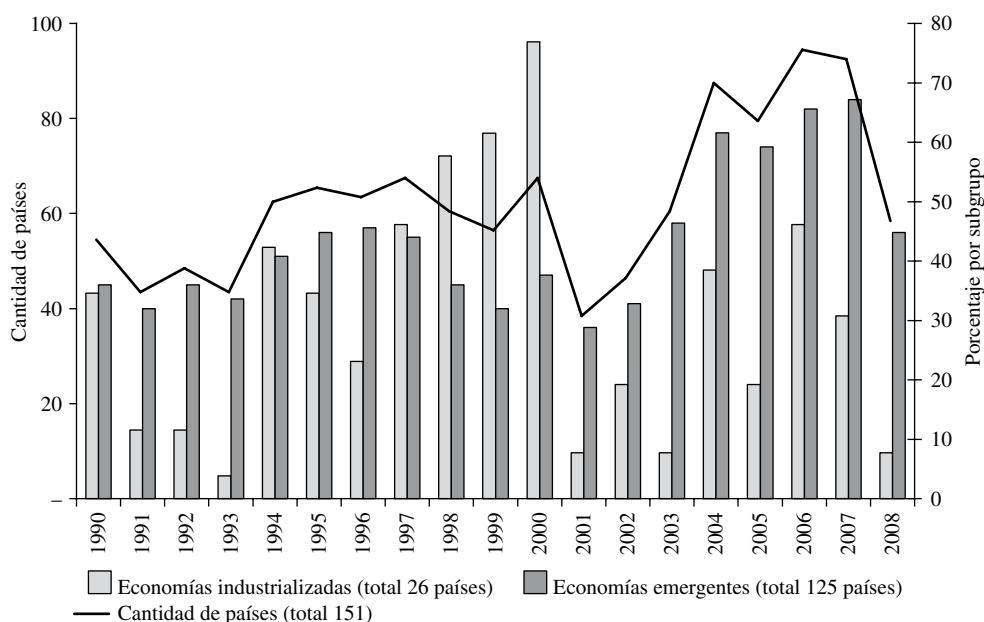
Otros elementos destacados, en el contexto de la prolongada expansión de la economía mundial, son la creciente incidencia de China y la India en la demanda global y la abundante liquidez que, hasta mediados de 2007, existió en los mercados internacionales. Las favorables condiciones externas permitieron que, de manera inédita en la historia económica de la región,

el crecimiento fuera acompañado de un superávit en la cuenta corriente, con la sola excepción del año 2008. Dos han sido los factores principales que explican la evolución de la cuenta corriente regional: los términos de intercambio y las remesas de los trabajadores emigrados. Sin embargo, ambos elementos han afectado a los países de la región de manera diferenciada y, aunque vista en conjunto la región registró en promedio un superávit en la cuenta corriente entre los años 2003 y 2007, solo ocho países (todos sudamericanos) mostraron un saldo superavitario durante el período de expansión, lo que se explica en gran medida por el comportamiento observado en sus términos de intercambio.

Como puede verse en el gráfico 2, los países especializados en la exportación de petróleo y sus derivados, como también de metales y minerales, registraron el mayor aumento de sus términos de intercambio durante el período de crecimiento. En el caso de los países del Mercado Común del Sur (Mercosur), el aporte se produjo por medio del incremento en el volumen exportado neto, ya que el alza de los precios relativos de exportación fue de menor magnitud (menos de un 10%). Por su parte, México es otro de los países que registró una importante mejora en sus términos de intercambio gracias al alza en el precio del

GRÁFICO 1

**Cantidad de países con crecimiento del PIB por habitante superior al 3%, 1990-2008**



Fuente: elaboración propia sobre la base de datos de las Naciones Unidas y el Fondo Monetario Internacional.

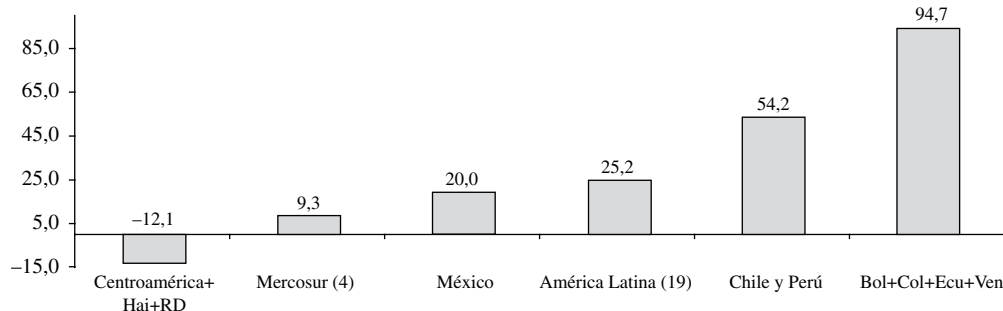
petróleo, aunque esta ha sido parcialmente compensada por el deterioro del volumen exportado neto de bienes. Otra ha sido la historia de los países de Centroamérica, importadores netos de petróleo y competidores de China en el mercado estadounidense, que no solo sufrieron un deterioro en sus términos del intercambio durante la etapa de crecimiento regional, sino también una reducción de sus ventas externas en términos reales, en ambos casos con respecto al promedio de los años noventa.

Por otra parte, México, República Dominicana y la mayoría de los países centroamericanos son receptores de cuantiosos recursos por concepto de remesas de trabajadores emigrados, y en menor medida algunos países

de América del Sur (Ecuador, el Estado Plurinacional de Bolivia, Colombia y Paraguay). La región en su conjunto recibió en promedio remesas equivalentes al 1,7% del PIB en el período 2003-2008 (véase el gráfico 3). Sin embargo, Centroamérica recibió en promedio un equivalente al 9,2% del PIB (aunque al excluir a Costa Rica y Panamá este promedio se eleva al 14%) y en México a un 2,4%, cifra comparable a lo que este país recibió por concepto de inversión extranjera directa (IED) durante el período. El ingreso de remesas en América del Sur fue relevante en países como Ecuador y el Estado Plurinacional de Bolivia, mientras que Colombia y Paraguay le siguen en importancia.

GRÁFICO 2

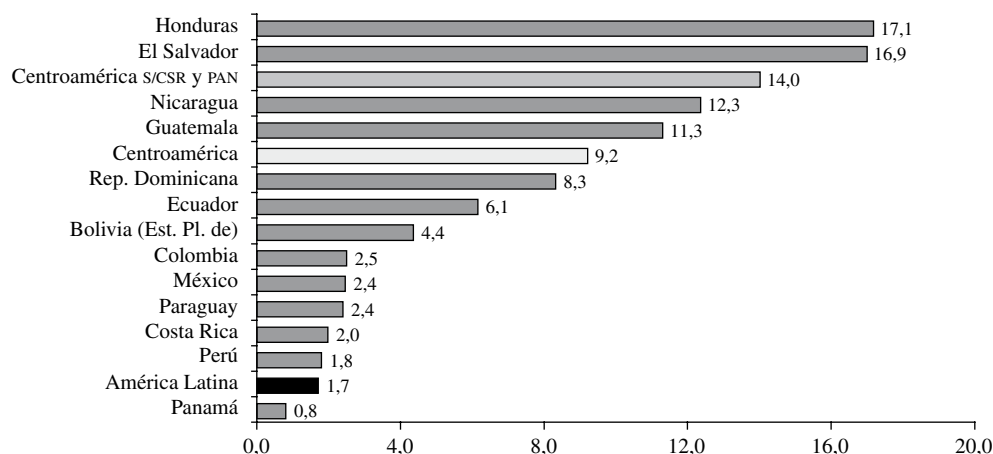
**Variación porcentual de los términos del intercambio promedio**  
(Promedio 2003-2008 versus promedio de los años noventa)



Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de cifras oficiales.

GRÁFICO 3

**Remesas de trabajadores recibidas, promedio 2003-2008**  
(En porcentajes del PIB)



Fuente: elaboración propia sobre la base de cifras oficiales.

s/CSR y PAN: Sin Costa Rica y Panamá.

PIB: Producto interno bruto.

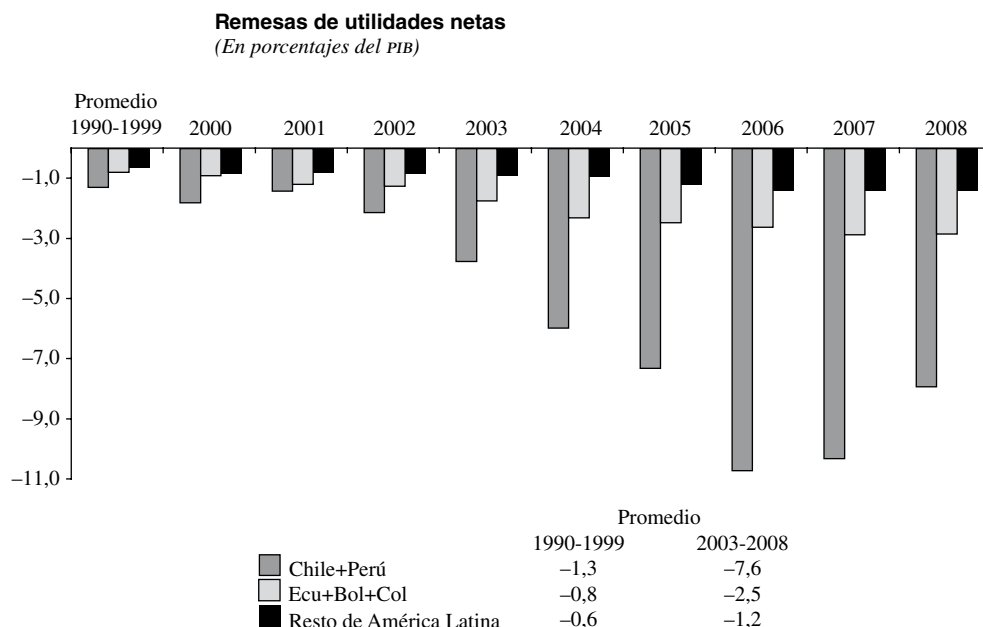
Otro rasgo característico de la evolución de la cuenta corriente de la balanza de pagos en los años de crecimiento fue el significativo aumento que registraron las remesas de utilidades realizadas por las empresas extranjeras a sus casas matrices. Como puede apreciarse en el gráfico 4, los flujos de utilidades netas en términos del PIB registraron un importante crecimiento en aquellas economías vinculadas a la producción y exportación de productos básicos en América del Sur, principalmente petróleo, metales y minerales. Esta circunstancia es consistente con el mejoramiento en los precios internacionales de estos productos y el hecho de que, en muchos casos, la explotación de recursos naturales está en manos de empresas extranjeras. En este sentido, conviene destacar que, en promedio, Chile y Perú concentran un 33% de los egresos netos de divisas correspondientes a este concepto entre 2003 y 2008, a pesar de que representan menos del 8% del PIB regional medido en dólares corrientes.

Para ilustrar los efectos mencionados anteriormente y su repercusión en el saldo de la cuenta corriente, se analizará a continuación la desagregación de las variaciones registradas en las cuentas corrientes promedio por país durante el período de expansión (2003-2008), tomando como medida de comparación el promedio de los años noventa. En América del Sur (véase el

gráfico 5a) se produjo un mejoramiento del saldo de la cuenta corriente en la mayoría de los países (con la excepción de Colombia y el Uruguay), debido fundamentalmente al efecto del aumento de los términos del intercambio y, en algunos países, al mejoramiento del saldo comercial en términos reales. En efecto, los países más beneficiados por la mejora de los términos del intercambio son la República Bolivariana de Venezuela y Chile, parcialmente compensada en este último país, y en Perú por la ya mencionada remisión de utilidades al exterior, vinculadas sobre todo a la explotación minera. Por otra parte, las economías de Argentina, Estado Plurinacional de Bolivia, Brasil, Perú y Uruguay son las que registran los mayores incrementos del volumen exportado. Es interesante tomar nota de que en varios países de América del Sur (el Estado Plurinacional de Bolivia, Colombia, Ecuador y Paraguay) las remesas de emigrados comienzan a tener una destacada importancia cuando se las compara con el promedio de los años noventa.

Por su parte, en el gráfico 5b se advierte la descomposición de la variación de la cuenta corriente para México y Centroamérica entre los períodos analizados. Un elemento común en estos países es el deterioro de la balanza comercial a precios constantes y, con la excepción de México, el efecto negativo de la evolución

GRÁFICO 4



Fuente: elaboración propia sobre la base de cifras oficiales.  
PIB: Producto interno bruto.

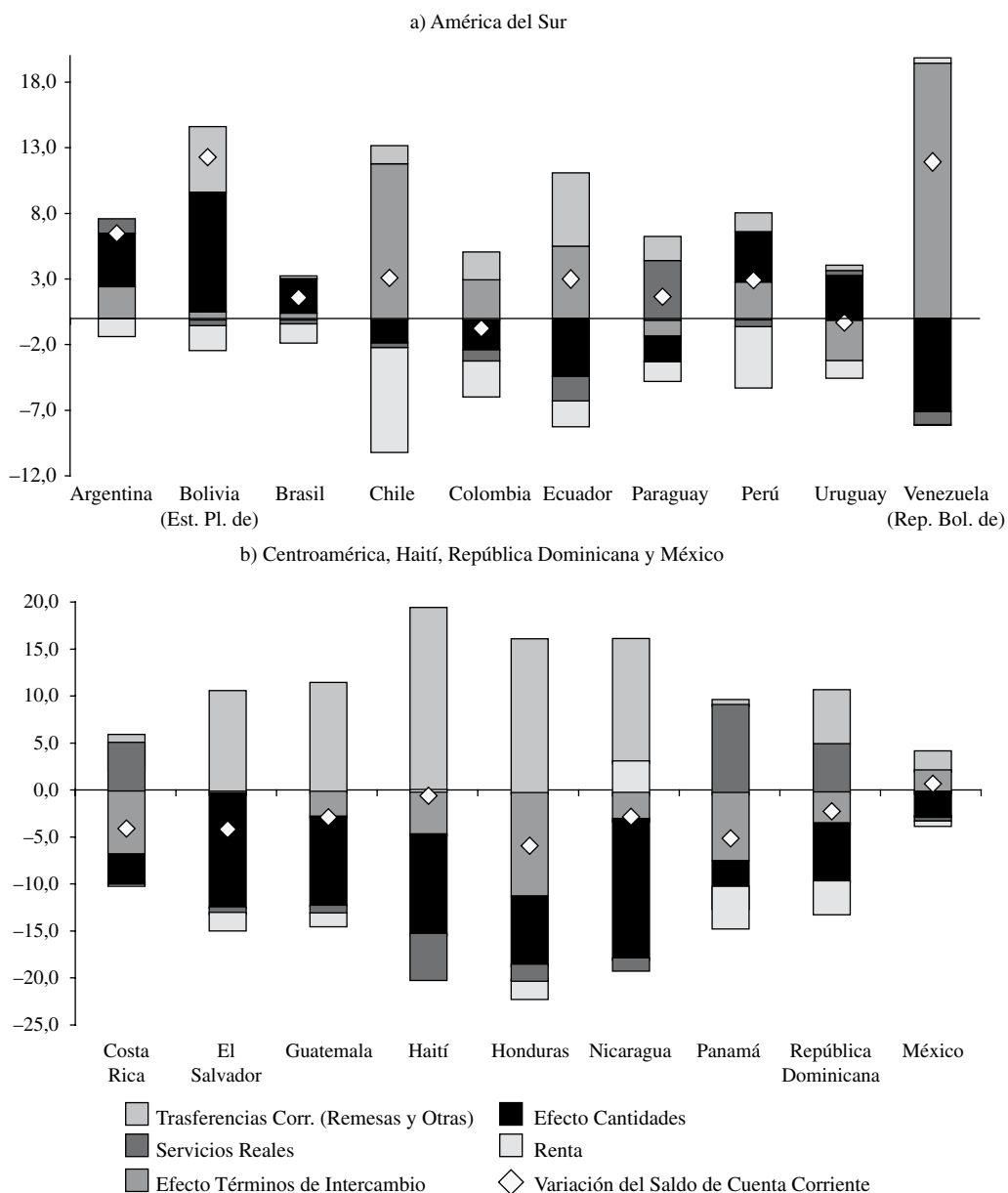
de los términos del intercambio. Al mismo tiempo, es muy significativo el ingreso de divisas por concepto de remesas de los trabajadores emigrados, con la excepción de Costa Rica y Panamá. Estos dos países, junto con la República Dominicana, presentan un positivo efecto significativo derivado del balance de servicios.

## 2. El ahorro y la vulnerabilidad externa

Un hecho que caracterizó al período de expansión 2003-2008 es que el ingreso nacional bruto disponible de la mayoría de los países de la región se expandió a una tasa superior a la del PIB. Mientras que el PIB de la

GRÁFICO 5

**Descomposición de la variación del saldo de la cuenta corriente entre el promedio 2003-2008 y el promedio 1990-1999**  
(En porcentajes del PIB promedio 2003-2008)



Fuente: elaboración propia sobre la base de cifras oficiales.

región crecía a un promedio anual de 4,8%, el INBD lo hacía a un ritmo promedio de 5,7%. Este fenómeno se produjo con mayor fuerza en los países exportadores de metales, minerales e hidrocarburos (Estado Plurinacional de Bolivia, Chile, Colombia, Ecuador, Perú y República Bolivariana de Venezuela), donde se registró un significativo incremento del ingreso nacional bruto disponible consistente con la mejora de los términos del intercambio, pese a que en algunos casos se observó también un aumento considerable del pago neto de utilidades y dividendos al resto del mundo.<sup>1</sup> En los demás países de América del Sur el ingreso nacional bruto disponible también mostró un alza superior a la del PIB, aunque más moderada. En Centroamérica, pese a la disminución del poder adquisitivo de las exportaciones, la ampliación de las remesas de los emigrantes permitió que, en algunos países, el ingreso nacional bruto disponible creciera a una tasa mayor que la del PIB (Guatemala y Honduras). En el caso de México, la expansión del ingreso nacional es atribuible tanto a la mejora de los términos del intercambio como al acrecentamiento de las transferencias corrientes netas recibidas.

Dado el aumento del ingreso nacional bruto disponible en la región, y pese al significativo dinamismo que tuvo el consumo, el ahorro nacional creció considerablemente en la mayoría de los países y, a precios corrientes, representó en promedio el 22% del PIB entre 2003 y 2008, el registro más alto desde 1990. A diferencia de la última década, el

ahorro externo se tornó negativo (-0,7% del PIB), lo que implica que la inversión regional fue enteramente financiada con ahorro nacional durante gran parte del período de expansión, con excepción del año 2008.

La situación que caracterizó a las cuentas externas dio lugar a una ostensible acumulación de reservas internacionales, en un contexto donde algunos bancos centrales intervinieron en los mercados de cambio debido a la preocupación respecto del nivel del tipo de cambio real. Con la intervención en los mercados de cambio, el acervo (*stock*) de reservas internacionales se incrementó fuertemente en los últimos seis años, constituyendo un “reaseguro” ante la posterior crisis internacional. Al mismo tiempo, tuvo lugar una notoria reducción de la carga de la deuda externa, tanto en relación con el PIB como con las exportaciones.<sup>2</sup> Aunque en algunos países la deuda externa sigue siendo elevada, el coeficiente entre la deuda externa y las exportaciones de bienes y servicios ha disminuido a menos de la mitad del nivel registrado hace 10 años, si se calcula sobre la base de la deuda total, y a alrededor de la tercera parte si se calcula como deuda neta de reservas internacionales.

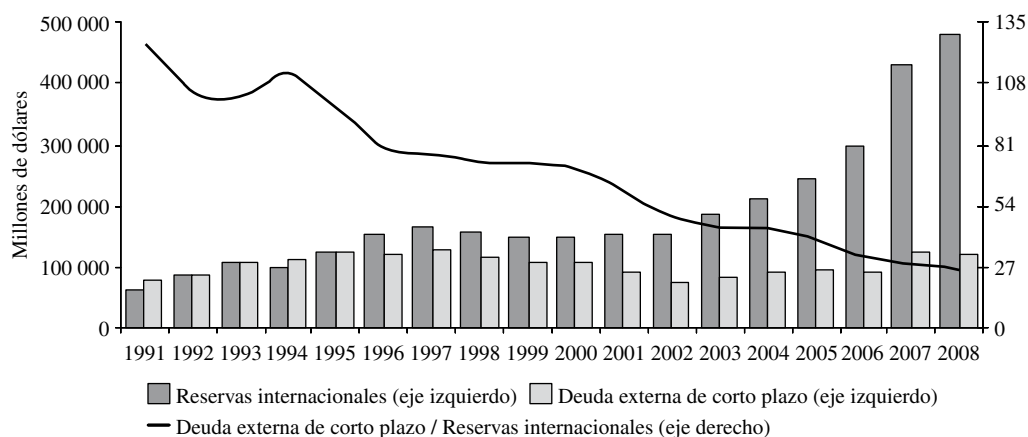
El aumento de la liquidez y el mejor perfil de la deuda redujeron la vulnerabilidad en la región, situación que se manifiesta con la fuerte caída de la relación entre la deuda externa de corto plazo y las reservas internacionales, que pasó del 49,3% en 2002 a menos del 25,4% en 2008 (véase el gráfico 6). Además de

<sup>1</sup> Un análisis detallado de estos aspectos puede encontrarse en Kacef y Manuelito (2008).

<sup>2</sup> En ambos casos, cabe mencionar el incremento registrado en las variables del denominador de dichos coeficientes.

GRÁFICO 6

**Deuda externa de corto plazo y reservas internacionales**  
(En millones de dólares y porcentajes)



Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL) sobre la base de cifras oficiales.

los menores coeficientes de endeudamiento externo, la vulnerabilidad ante las perturbaciones (*shocks*) externas ha disminuido gracias al descenso del grado de dolarización de varias de las economías de la región, en especial de América del Sur (entre otras, las del Estado Plurinacional de Bolivia y el Perú). La mejora que experimentó la situación macroeconómica de América Latina entre 2003 y 2008 queda de manifiesto en los mercados financieros internacionales, no solo en la evolución de los indicadores de riesgo soberano, sino también en la calificación más favorable de la deuda en varios países de la región.

### 3. Mercado de trabajo e indicadores sociales

La expansión económica dio lugar a una creciente demanda laboral con una significativa generación de empleo formal. De esta manera, a partir de 2003 la tasa de ocupación empezó a recuperarse, acumulando hasta 2008 un incremento de 3 puntos porcentuales, lo que corresponde a un crecimiento del número de ocupados del 3,3% promedio anual en el período 2003-2008, aunque con una marcada desaceleración en el último año (véase el gráfico 7). Al mismo tiempo, la tasa de desempleo de la región en su conjunto disminuyó de

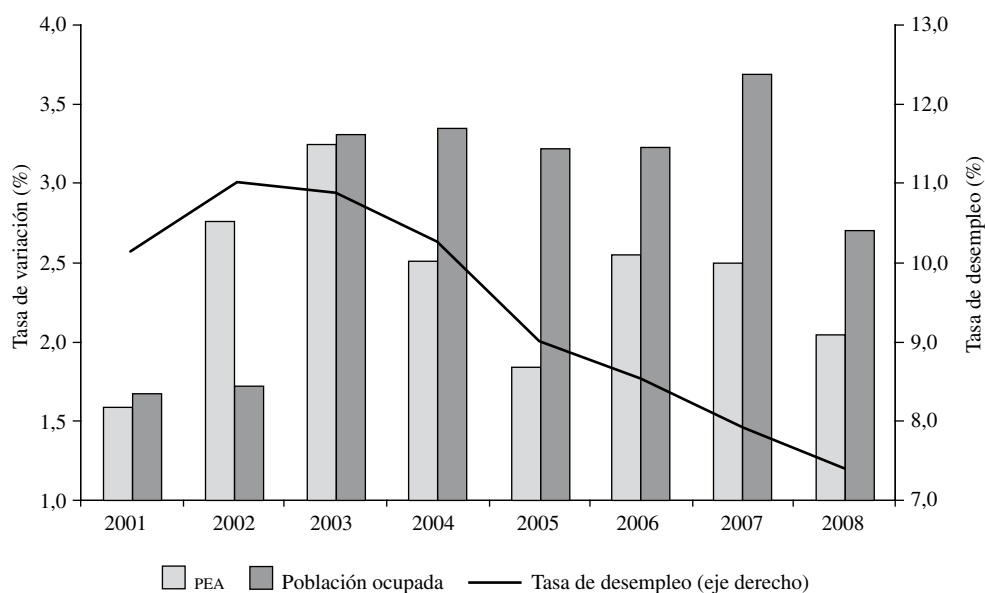
un máximo de 11,0% en 2002 y 2003 a un 7,4% en 2008. De esta manera, la tasa de desempleo volvió a los niveles de inicios de los años noventa, mientras que los salarios reales del sector formal, a causa de los todavía altos niveles de desempleo, registraron aumentos moderados e inferiores al crecimiento de la productividad laboral.

Desde comienzos de la presente década, la población económicamente activa (PEA) a nivel urbano se expandió a un ritmo de 2,4% anual, y durante los primeros años el número de ocupados crecía menos del 2%, lo que originó un manifiesto aumento del desempleo en 2002. Por el contrario, como señalamos anteriormente, el incremento del empleo se aceleró con el crecimiento económico, originando la caída de la tasa de desempleo. La oferta laboral ha venido en alza en las últimas décadas a partir del pronunciado acrecentamiento de la tasa de participación de las mujeres, tanto en las zonas urbanas como en las rurales, en las que ha sido tradicionalmente baja.<sup>3</sup>

<sup>3</sup> A nivel regional, se ha observado, en general, un comportamiento procíclico de la tasa de participación (Machinea, Kacef y Weller, 2008).

GRÁFICO 7

**América Latina y el Caribe: evolución de la población económicamente activa (PEA), la ocupación y la tasa de desempleo**



Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL) sobre la base de cifras oficiales.



A partir de 2003 se aceleró la generación de empleo, acompañando al crecimiento de la economía; pero sobre todo durante el período 2005-2007 se frenó la expansión del trabajo por cuenta propia, en un contexto de tasas inéditas de crecimiento económico y generación de empleo asalariado para la región en su conjunto, al menos tomando en cuenta los últimos 25 años.<sup>4</sup> Cabe señalar que si bien en 2008 se registró una aceleración del empleo por cuenta propia, su ritmo de crecimiento fue todavía menor que el del empleo asalariado, hecho que caracterizó a cinco de los seis años de expansión económica (véase el gráfico 8).

El crecimiento económico y la mejora en los indicadores laborales que acompañaron al período de expansión 2003-2008 tuvieron un efecto positivo en términos de la reducción de la pobreza y, aunque de manera apenas incipiente, en la distribución del ingreso. Las tasas de pobreza e indigencia de principios de la década se redujeron en 10,4 y 6,4 puntos porcentuales, respectivamente.<sup>5</sup>

En un reciente estudio de la CEPAL (CEPAL, 2008b) se señala que una de las principales causas que explican el descenso en las tasas de pobreza e indigencia entre los años 2002 y 2007 es el denominado “efecto crecimiento”

o incremento de los ingresos medios de los hogares. Sin embargo, en varias economías de la región la mejora en la distribución del ingreso, o “efecto distribución”, representa el principal factor en la reducción de la pobreza e indigencia.<sup>6</sup> Es importante señalar que en nueve países de la región ambos efectos contribuyeron simultáneamente a la contracción de la pobreza, aunque con diferente intensidad (véase el gráfico 9). Resulta interesante destacar que el aumento de los ingresos medios en los hogares de menores recursos obedece en su mayor parte al mejoramiento de sus ingresos provenientes del trabajo, al compararlos con otras fuentes no laborales (transferencias públicas y privadas, ingresos de capital y otros ingresos). De los siete países donde la pobreza se redujo con más fuerza (Argentina, Brasil, Chile, Ecuador, México, Panamá y la República Bolivariana de Venezuela), el incremento del ingreso laboral explica en promedio el 77% del alza del ingreso total de los hogares pobres y el 69% del ingreso de los hogares indigentes. Este fenómeno tuvo lugar en el contexto, ya analizado, de mejora general de los indicadores laborales de la región, tanto en términos cuantitativos como cualitativos.

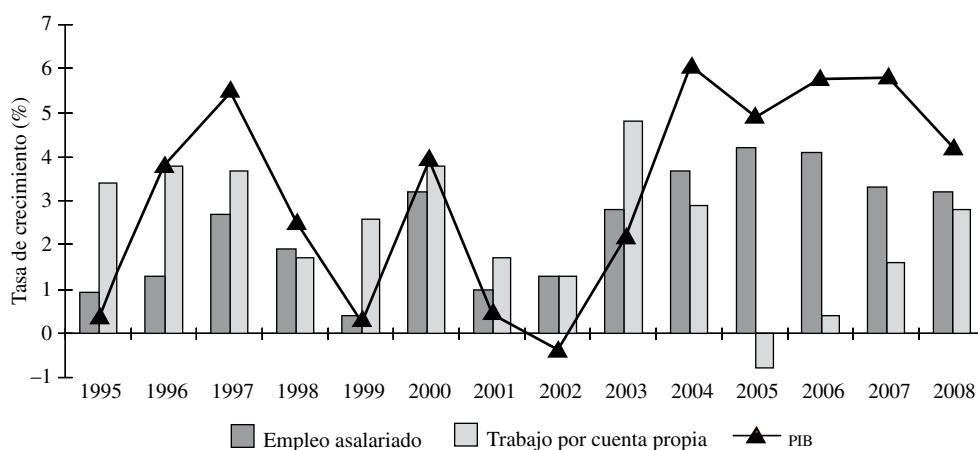
<sup>4</sup> Esto parece indicar que el aumento de la informalidad observado en los años noventa no se debe a una preferencia por este tipo de empleo, sino a una opción obligada frente a la débil demanda laboral del sector formal.

<sup>5</sup> En el año 2008 se observó un ligero incremento de la indigencia, a pesar de que la pobreza continuó cayendo. Esta divergencia se debe al significativo aumento del precio de los alimentos registrado en la primera mitad de 2008.

<sup>6</sup> Este análisis se basa en la descomposición efectuada por Datt y Ravallion (1992) de las variaciones en las tasas de pobreza e indigencia, promediando a su vez los efectos calculados con los distintos años base (sugerencia de Kakwani, 1997) para evitar el residuo y la dependencia de un año base. Para un mayor detalle de la metodología, véase CEPAL (2008b, recuadro I.7).

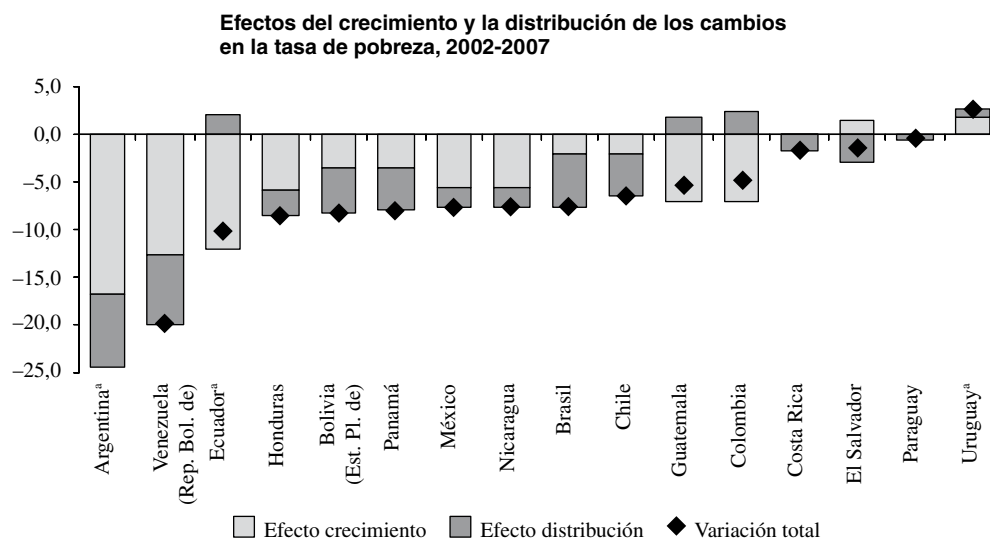
GRÁFICO 8

### Crecimiento económico y generación de empleo, 1995-2008



Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL) sobre la base de cifras oficiales.  
PIB: Producto interno bruto.

GRÁFICO 9



Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), *Panorama social de América Latina*, Publicación de las Naciones Unidas, Chile, 2008.

<sup>a</sup> 2002-2006.

### III

## La contribución de la política macroeconómica durante el auge

### 1. La política fiscal

En los últimos años, las cuentas fiscales del gobierno central de los países de América Latina mostraron un importante mejoramiento tanto en lo concerniente a la reducción del déficit global, como al superávit primario generado a partir de 2004, ambos calculados como promedio simple. Este superávit primario promedio es reflejo de un buen desempeño generalizado en lo que respecta a las cuentas fiscales de los países de la región. De los 19 países analizados, en 2008 hay 14 que registran un superávit primario (solo Guatemala, Haití y Honduras mantienen un déficit primario), lo que contrasta significativamente con lo observado en el año 2002, cuando solo 7 países presentaban superávit.

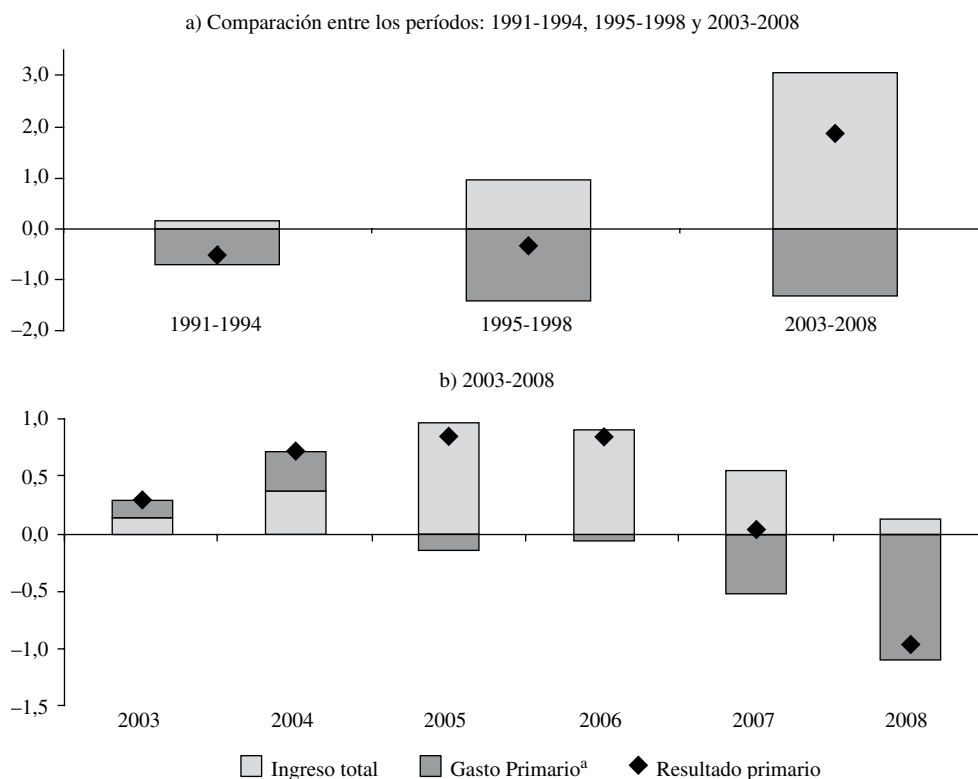
Por su parte, la positiva evolución de las cuentas fiscales en un contexto de rápido crecimiento económico permitió reducir la relación entre la deuda y el PIB, que a nivel regional pasó de un promedio del 58,4% en 2002 al 28% en 2008. Además, los países de la región han

aprovechado las favorables condiciones macroeconómicas de este período para aplicar activas políticas de gestión de pasivos, que han contribuido a disminuir su vulnerabilidad financiera.

El buen desempeño de las cuentas públicas en seis años anteriores a la crisis contrasta con lo ocurrido en otros episodios recientes de crecimiento (véase el gráfico 10a). Durante el período 2002-2008, el superávit primario creció 1,8 puntos del PIB como resultado de un importante incremento en los ingresos totales equivalentes a 3,4 puntos del producto, mientras que el gasto se expandió solo 1,6 puntos porcentuales. Por el contrario, en los dos períodos de crecimiento de los años noventa (1991-1994 y 1995-1998), los ingresos fiscales no crecieron con tanta fuerza y fueron, en ambos casos, superados por el alza del gasto primario en términos del PIB, derivando en un deterioro del superávit primario promedio de la región. Sin embargo, es interesante observar la evolución de los principales indicadores fiscales dentro del reciente período de expansión.

GRÁFICO 10

**Indicadores fiscales: evolución del resultado primario y contribución de los ingresos y los gastos**  
(Variaciones en puntos del PIB)



Fuente: elaboración propia sobre la base de cifras oficiales.

<sup>a</sup> Una contribución negativa implica un alza del gasto primario.  
PIB: Producto interno bruto.

Mientras el mejoramiento del superávit primario entre los años 2003 y 2004 respondía a un aumento de los ingresos fiscales y al hecho de que los gastos crecían menos que el producto de la región, en los años 2005 y 2006 el alza del superávit primario obedece al notable incremento de los recursos, que compensa con creces el aumento del gasto público en términos del PIB (véase el gráfico 10b). A partir de 2007, el gasto primario se acelera al tiempo que disminuye el ritmo de aumento de los ingresos totales en relación con el producto. Esta situación generó un deterioro de las cuentas públicas en 2007, que se profundizó en 2008.

Como se desprende del análisis anterior, la creciente expansión de los ingresos fiscales junto con una política de gasto más controlada durante el período 2003-2006 explican gran parte del mejoramiento del superávit primario en términos del PIB durante el período de expansión.

Los países en que más se han acrecentado los ingresos fiscales son los que registran una mayor elevación de los precios de sus productos de exportación.

Los efectos de la bonanza por la que atravesó la región con respecto a sus indicadores fiscales dependen del origen de los recursos extraordinarios que han recibido los países. En Centroamérica, el aumento del ingreso nacional obedece fundamentalmente a las remesas de los trabajadores emigrados que son percibidas por el sector privado. En cambio, en casi todos los países de América del Sur y en México la mayor parte del mejoramiento se debe al efecto de los términos del intercambio, aunque este último país es el mayor receptor de remesas en valor absoluto. En los países cuyas exportaciones se realizan en gran medida por empresas estatales, una alta proporción de los recursos que se generaron por la mejora de los términos del intercambio fue percibida

por el sector público.<sup>7</sup> Tal es el caso, en general, de las exportaciones de petróleo y de algunos metales, entre otros el cobre. Cuando las exportaciones no son realizadas por empresas públicas, los recursos se canalizan hacia las empresas privadas y el Estado solo percibe parte de ellos a través de impuestos.

Con respecto a la repercusión fiscal del aumento de las remesas y de los precios de exportación pueden distinguirse, de manera estilizada, tres situaciones con distinto efecto en las cuentas públicas. Las remesas y los mejores precios de exportación, cuando la producción es privada, tienen efectos positivos en las cuentas públicas por medio del incremento de los ingresos impositivos, de forma directa en el caso del alza de los precios de las exportaciones (por la vía de impuestos sobre beneficios o sobre las exportaciones), y de manera indirecta a través de la repercusión del aumento de las remesas y de los precios de exportación en la demanda interna. Una diferencia importante es que las remesas tienden a acrecentar el consumo, mientras que las empresas privadas pueden invertir parte de los beneficios o elevar las utilidades enviadas al exterior, efecto que fue analizado anteriormente. Cuando se trata de empresas estatales productoras y exportadoras, la repercusión en los ingresos fiscales es mayor, mientras que el efecto en la demanda dependerá de las elecciones de política pública respecto de ahorrar el excedente o engrosar el gasto. Esta alternativa le otorga a la política fiscal una mayor capacidad estabilizadora y la posibilidad de canalizar los recursos hacia un mayor gasto en inversión, ya sea en infraestructura o en capital humano.

Por su parte, y como ya se mencionó, la evolución de los indicadores fiscales en los últimos dos años del período de crecimiento mostró una marcada aceleración del gasto primario con relación al PIB. Mientras que en 2007 el gasto en capital tiene una mayor participación en el aumento de las erogaciones, en 2008 los gastos primarios corrientes crecen con mayor fuerza que el gasto en capital. Este incremento del gasto primario puede analizarse como la consecuencia de la considerable caída del gasto público durante los programas de estabilización de comienzos de la década, además de la expansión del gasto social, que sigue una tendencia creciente ya evidenciada en parte de la década de 1990.<sup>8</sup> Desde esta óptica, el aumento del gasto social puede considerarse

apropiado y aun necesario, dados los altos niveles de pobreza e inequidad. Por otra parte, a diferencia del pasado, el abultamiento del gasto durante los últimos años se produjo en un contexto de consolidación fiscal que, con diferencias entre países, ha sido generalizado en la región. Esta consolidación, como fue señalado, se explica en gran medida por el marcado crecimiento de los ingresos fiscales y se refleja en la retracción del déficit fiscal global y en la generación de un superávit primario creciente, por lo menos hasta 2007.

## 2. La política monetaria y cambiaria

En líneas generales, un elemento que caracterizó a la mayor parte del período de crecimiento en América Latina fue la ampliación de las expectativas inflacionarias derivadas de la sostenida expansión del nivel de actividad y el incremento de los precios de los productos básicos, en especial los energéticos y algunos alimentos. Luego de una desaceleración en los niveles promedio de la región durante el período 2003-2006, la inflación recrucece a partir de 2007 hasta alcanzar los dos dígitos en 2008 (véase el gráfico 11).

De 2004 a 2006, nueve países, sobre un total de 19, presentaban tasas de inflación superiores al 6% anual, mientras que en 2008 dieciséis países superaban este indicador de referencia (*benchmark*). Esta elevación en los precios no es un fenómeno exclusivo de América Latina, sino que se produjo en un contexto de expansión de la inflación a nivel mundial, impulsada por las mismas causas que en la región: el mayor nivel de actividad y el aumento en el precio de los productos básicos. Este fenómeno pudo constatarse en el incremento del número de economías emergentes que registraron tasas de inflación superiores al 6% anual, de un promedio de 42 países en el período 2004-2006 a más de 70 países en 2008.

Por su parte, luego de una etapa inicial de notoria depreciación en el tipo de cambio real efectivo de los países de la región, en los últimos años comenzó a observarse una creciente apreciación del tipo de cambio real, en particular en los países de América del Sur. Esta situación motivó que muchos bancos centrales de la región aumentaran el ritmo de intervención en los mercados de divisas, acumulando importantes cantidades de reservas internacionales (véase el gráfico 12).

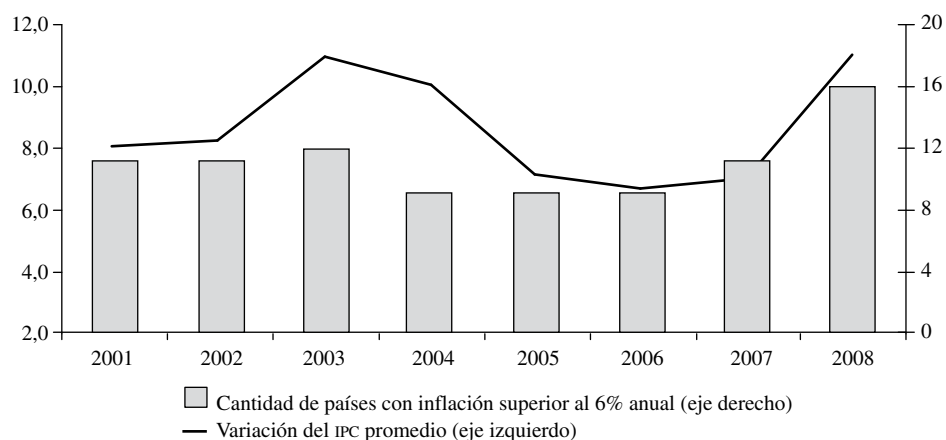
Sin perjuicio de impulsar políticas basadas en metas de inflación, en Brasil, Colombia y Perú las autoridades monetarias mostraron preocupación por el nivel del tipo de cambio real, lo que las indujo a intervenir en los mercados de divisas. Asimismo en Chile, donde el Banco Central decidió intervenir en abril de 2008

<sup>7</sup> Para un análisis de la consecuencia de la evolución de los precios de las exportaciones en la recaudación tributaria, véase Jiménez y Tromben (2006).

<sup>8</sup> El gasto social, después de la notable caída de los años ochenta, creció un 40% en términos reales entre 1991-1992 y 2002-2003.

GRÁFICO 11

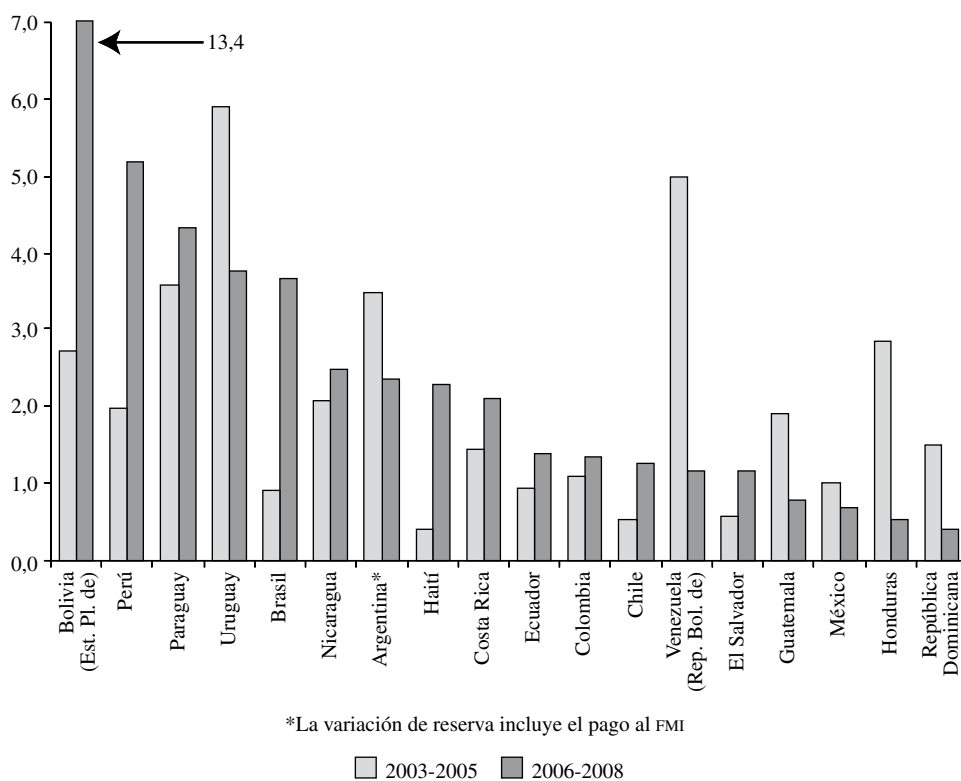
**América Latina y el Caribe: inflación promedio simple y número de países con tasas superiores al 6% anual**  
(En porcentajes)



Fuente: elaboración propia sobre la base de cifras oficiales.

GRÁFICO 12

**América Latina y el Caribe: variación de reservas internacionales promedio en los periodos 2003-2005 y 2006-2008**  
(En porcentajes del PIB)



Fuente: elaboración propia sobre la base de cifras oficiales.  
PIB: Producto interno bruto.

con el objeto de fortalecer la posición de liquidez de la economía chilena ante la expectativa de un deterioro del contexto externo. Esta medida se consideró consistente con la evaluación de que el tipo de cambio real de largo plazo en Chile se ubicaba por debajo de su nivel de equilibrio. Por su parte, también se observaron amplias intervenciones en los mercados de divisas en Argentina, el Estado Plurinacional de Bolivia, Costa Rica y Paraguay. Si al aumento de reservas de los últimos años se le suma el incremento registrado durante la etapa inicial de 2003-2005, la acumulación total de activos de reserva en seis años supera los 327.500 millones de dólares en toda la región, cifra equivalente a un 11,3% del PIB promedio.

A pesar del esfuerzo de los bancos centrales y en un contexto donde el dólar se depreciaba con relación al resto de las monedas, el tipo de cambio real efectivo en la mayor parte de los países de la región se apreció respecto de sus niveles promedio del período 2003-2005 (véase el gráfico 13). El mejoramiento observado en los términos del intercambio, el incremento de la demanda de algunos de los productos que la región exporta y el engrosamiento de los recursos provenientes de las remesas de los trabajadores emigrados constituyen un conjunto de factores que explican esta presión a la baja sobre los tipos de cambio reales de la región. En menor medida, a diferencia de los años noventa, cabría agregar el efecto de la mayor liquidez externa. En suma, el exceso de oferta en el mercado cambiario presionó a la baja a los tipos de cambio reales de la región en los años previos a la

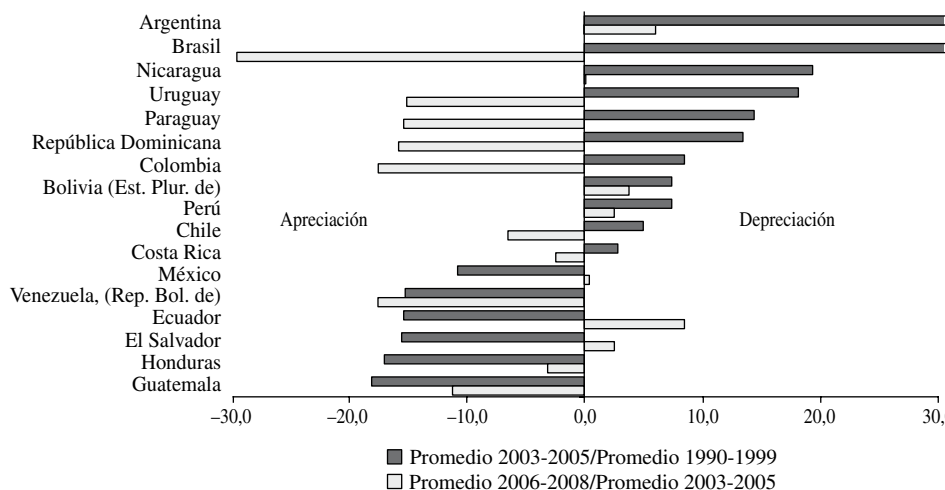
crisis, con una intensidad que varía de un país a otro, pero que no ha dependido de la magnitud del esfuerzo de las autoridades monetarias por intervenir en los mercados cambiarios para sostener la paridad.

La contrapartida de la intervención en los mercados de cambio ha sido el esfuerzo cada vez mayor por esterilizar la emisión monetaria en un contexto que se caracterizó por expectativas crecientes de inflación. En los países de la región se han aplicado políticas de absorción, mediante operaciones en el mercado abierto, incurriendo en costos de variado tipo y con diferentes resultados. Por citar solo algunos ejemplos, en el Brasil el Banco Central intervino comprando divisas para sostener la cotización, pagando un alto costo en términos de tasa de interés de los instrumentos de absorción con el objetivo de no poner en riesgo el programa monetario; pero, como hemos visto, estos esfuerzos no impidieron la apreciación del real. Algo similar ocurrió en Colombia. Por el contrario, en Argentina el Banco Central también ha comprado divisas con un mejor resultado en términos de estabilidad cambiaria, pero con un alto costo en términos de capacidad de manejo de la política monetaria.

En los dos países citados en primer término, los bancos centrales mantenían al mismo tiempo elevadas tasas de interés que incentivaban el ingreso de capitales, mientras que en Argentina se estaba verificando un ostensible aumento de la demanda interna, en cierta forma impulsado por un crecimiento del gasto público. El elemento común a los tres casos es que los costos vinculados a la estrategia de intervención

GRÁFICO 13

### América Latina y el Caribe: tipo de cambio real efectivo



Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL) sobre la base de cifras oficiales.

en el mercado de cambios (y su resultado) estuvieron fuertemente condicionados por un contexto general de política económica que incluía características

contradictorias con la decisión de sostener el tipo de cambio real.

## IV

### Las repercusiones de la crisis en la macroeconomía latinoamericana<sup>9</sup>

La crisis económica global marcó la interrupción de la fase más larga e intensa de crecimiento económico regional desde la década de 1970. Como se mencionara en la sección anterior, este crecimiento se produjo en el marco de una generalizada expansión económica internacional, cuyo auge abarcó desde 2003 hasta mediados de 2007, cuando comenzaron a generalizarse de manera gradual los problemas iniciados en el segmento de hipotecas de alto riesgo de los Estados Unidos. El impacto se reflejó en los sistemas financieros de todo mundo y afectó significativamente a los mercados de bienes y de trabajo, de manera especialmente pronunciada desde septiembre de 2008. Se fue conformando así una perturbación económica mundial de gravedad inusual que, habida cuenta de las similitudes con la Gran Depresión de los años treinta del siglo pasado, ha motivado comparaciones con ese episodio.<sup>10</sup>

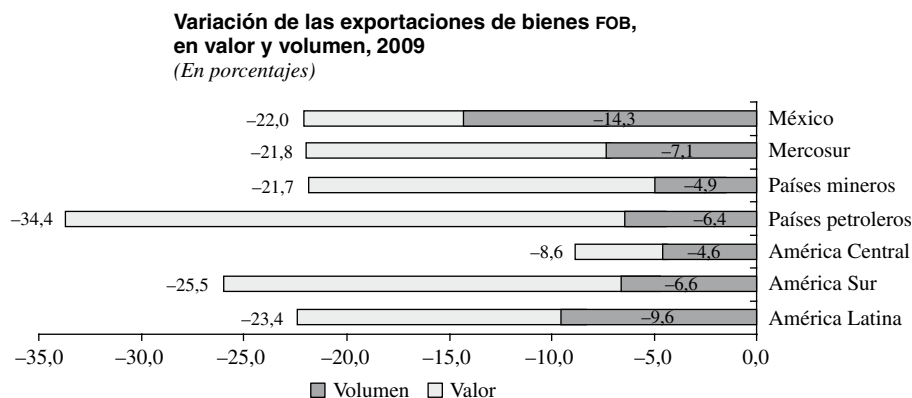
Las repercusiones de la crisis en las economías de América Latina se manifestaron a través del sector real, afectando negativamente a la evolución de los que habían sido en el período reciente los principales motores del crecimiento regional. Las exportaciones cayeron significativamente a partir de la segunda mitad de 2008, tanto en volumen como en valor, reflejando la merma observada en el comercio mundial (véase el gráfico 14). En lo que respecta a los servicios, cabe destacar la contracción observada en el turismo, actividad que tiene una participación relevante en los países de Centroamérica y el Caribe.

El marcado descenso del nivel de actividad global y la disminución de los flujos de comercio tuvieron un efecto negativo en los precios de los productos básicos y, por lo tanto, en los términos del intercambio regionales. Luego del alza registrada en la primera mitad de 2008, la incidencia de la crisis en los mercados internacionales de bienes se hizo sentir con bastante dureza a partir de la caída de Lehman Brothers en el mes de setiembre. Si bien a comienzos de 2009 el pronunciado retroceso de los precios internacionales de los productos básicos tendió a detenerse primero y a revertirse luego, los

<sup>9</sup> Esta sección se basa en Kacef (2009). Sobre el análisis de la crisis internacional bajo una mirada latinoamericana, véase también Machinea (2009) y Lopes (2008).

<sup>10</sup> Para un debate sobre la comparación entre la Gran Depresión y la reciente crisis, véanse Eichengreen y O'Rourke (2009) y Krugman (2009).

GRÁFICO 14



Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de cifras oficiales.

niveles promedio del año son bastante inferiores a los de 2008, lo que implica para la región en su conjunto un deterioro de los términos del intercambio estimado en alrededor del 4%. Esto afecta principalmente a América del Sur y en especial a los productores de petróleo e hidrocarburos y metales y, en menor medida, a los países especializados en la producción de alimentos. En cambio, para Centroamérica, que importa este tipo de bienes, se espera una mejora que, sin embargo, compensa solo parcialmente el deterioro de años anteriores.

Por otra parte, el hecho de que la mayoría de los emigrados latinoamericanos trabajan en los Estados Unidos y en España, dos de los países más afectados por la crisis, explica que las remesas hayan registrado un descenso tan marcado. Los datos disponibles permiten estimar caídas anuales cercanas al 10% en algunos países de Centroamérica, como El Salvador y Guatemala, o incluso superiores como ocurre en los casos de Colombia, Ecuador y México.

Si bien, de modo general, hemos afirmado que las consecuencias de la crisis internacional se sintieron sobre todo a través del canal real, en algunos casos se observaron impactos en los sistemas financieros que pueden haber repercutido significativamente en la evolución del nivel de actividad. En este sentido, si bien en la región predominaron perturbaciones de tipo comercial por sobre las reversiones de flujos de capital, hubo tres importantes excepciones a esta regla: Brasil, Chile y Perú, países cuyos sistemas financieros presentaban, a

finales de 2008, el mayor grado de exposición externa relativo en comparación con el resto de la región.<sup>11</sup>

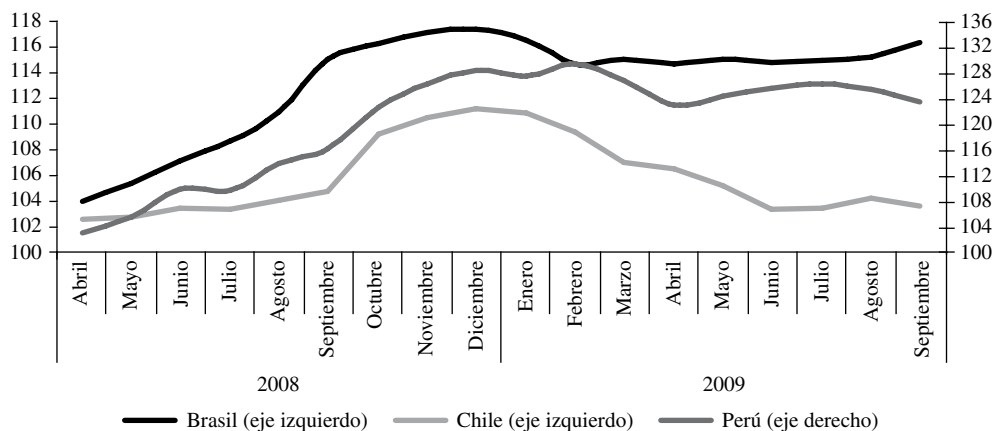
Como se observa en el gráfico 15, esta situación se manifestó en los sistemas financieros de estos países a través de una importante contracción del crédito de la banca privada en términos reales. Según se verá más adelante, la banca pública adoptó un papel activo en muchos países como parte de la estrategia anticíclica implementada, aunque con la excepción de Brasil, donde la participación de la banca pública en el total de crédito es significativa; en el resto de la región, la capacidad de compensar la reducción del crédito de los bancos privados ha sido bastante menor.

Este factor tiene, a nuestro criterio, un papel fundamental en la explicación de la debilidad relativa mostrada por la economía chilena entre finales de 2008 y el tercer trimestre de 2009, a pesar de los sólidos fundamentos macroeconómicos que la caracterizan y de la activa intervención del Estado por medio de políticas contracíclicas.

<sup>11</sup> De acuerdo con una estimación realizada por la CEPAL (véase CEPAL, 2008a), solo estos tres países muestran signos de una interrupción súbita (*sudden stop*) del flujo de capitales vinculado a los efectos de la crisis. Para el resto de los países de la región, la información analizada sugiere la existencia de una turbulencia comercial debida a una reducción de las exportaciones considerablemente mayor que la que habría sido típica en un movimiento cíclico usual. Estas perturbaciones, sin embargo, se vinculan en gran medida al comportamiento de los precios de los productos básicos, por lo que no pueden disociarse —en su origen y en sus efectos— de una perturbación (*shock*) de tipo financiero.

GRÁFICO 15

**Evolución del crédito de los bancos privados en el Brasil, Chile y el Perú**  
(Índice primer trimestre de 2008=100)



Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL) sobre la base de cifras oficiales.



La evidencia señalada en el gráfico 16 respecto de la importancia del crédito como proporción del PIB, pone de manifiesto el mayor efecto en el nivel de actividad de la economía chilena que puede haber tenido la contracción observada en el crédito de la banca privada, en comparación con lo ocurrido en las economías brasileña y peruana y, en general, en el resto de la región.

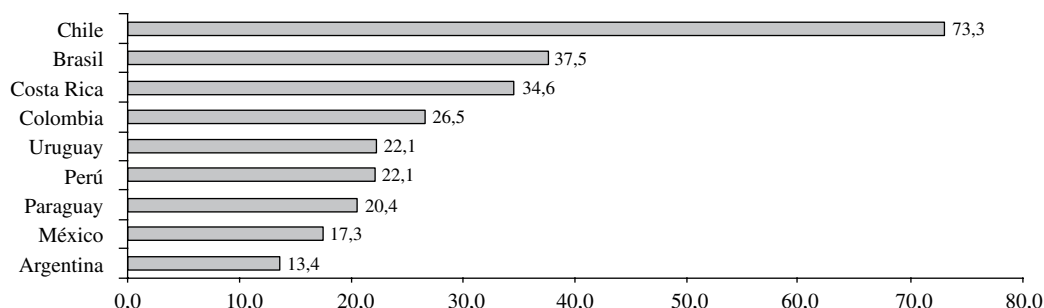
De modo general se observó, sobre todo a fines de 2008 y comienzos de 2009, un deterioro de las

expectativas de consumidores y empresarios, que se reflejó en una disminución tanto del consumo privado como de la inversión. Esto último fue además reforzado por la caída de la inversión extranjera directa, estimada por la CEPAL entre 35% y 40% en 2009.<sup>12</sup> Como se puede apreciar en el gráfico 17, solo el consumo público

<sup>12</sup> Véase CEPAL (2009a).

GRÁFICO 16

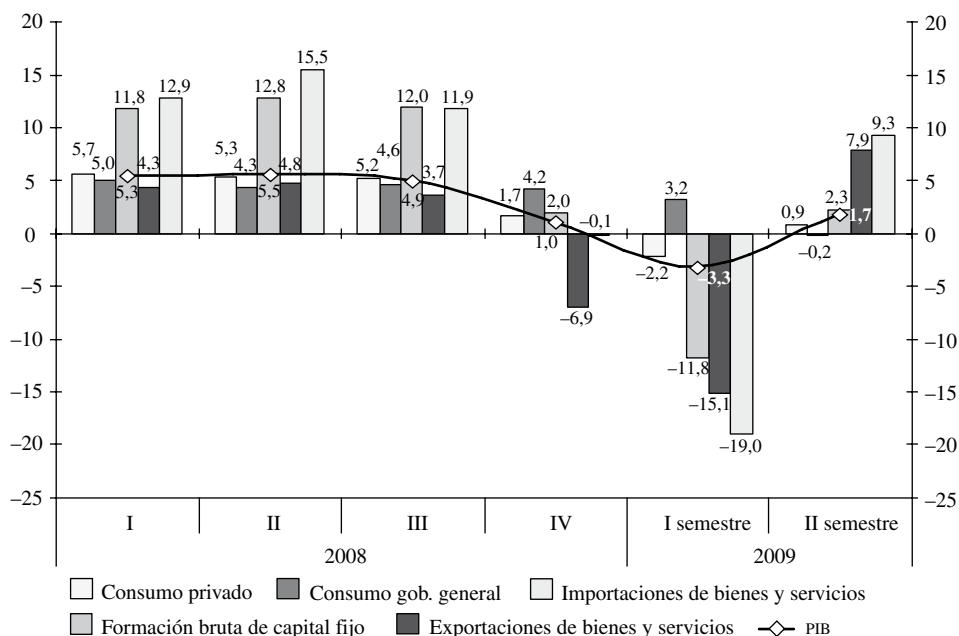
**América Latina (países seleccionados): crédito del sistema financiero**  
(Como porcentaje del PIB)



Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL) sobre la base de cifras oficiales.  
PIB: Producto interno bruto.

GRÁFICO 17

**Composición de la oferta y la demanda totales**  
(Variación porcentual contra igual período del año anterior)



Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL) sobre la base de cifras oficiales.  
PIB: Producto interno bruto.

registró variaciones positivas en la primera parte del año, gracias a que muchos de los países de la región contaron en esta oportunidad con alguna capacidad para implementar políticas contracíclicas que compensaron,

parcialmente, la evolución negativa de los restantes componentes de la demanda interna y contribuyeron a acelerar el proceso de recuperación en la segunda parte de 2009, tal como se analizará más adelante.

## V

### El espacio macroeconómico y las políticas para enfrentar la crisis

Aunque con diferencias de un país a otro, en los últimos años se ha observado un cambio en los comportamientos macroeconómicos en la región que, como se señaló en la sección III, marcan un contraste con episodios anteriores de expansión. En el período previo a la crisis, se promovieron en la región incrementos en las tasas de ahorro que se tradujeron en una menor dependencia de los recursos financieros externos y, en muchos casos, en disminuciones de los pasivos externos del sector público, que compensaron con creces la mayor utilización de crédito internacional por parte del sector privado. Este proceso fue acompañado de la importante acumulación de reservas internacionales a la que se hizo referencia anteriormente, derivada de la decisión de acumular activos externos a fin de reducir la dependencia respecto del financiamiento internacional ante eventuales dificultades de liquidez.<sup>13</sup> En esta conducta de autoaseguramiento se reflejó la decisión de pagar un precio equivalente al costo de oportunidad de los recursos externos acumulados, como consecuencia del reconocimiento del carácter procíclico de la oferta internacional de crédito y del deseo de evitar condicionalidades ligadas al financiamiento proveniente de fuentes multilaterales.

Esto no solo marcó una diferencia destacada respecto de las dificultades financieras que los países de la región afrontaron habitualmente en episodios similares, sino que además habilitó un mayor espacio para la aplicación de políticas públicas. Sin embargo, la evolución más reciente, condicionada por las repercusiones de la crisis, ha estrechado el espacio macroeconómico disponible para implementar políticas orientadas al incremento de la demanda interna y ha acentuado la disyuntiva entre

objetivos que compiten por el uso de los instrumentos y recursos de que disponen los gobiernos.<sup>14</sup>

En el gráfico 18 se advierte la evolución paralela de dos elementos básicos para definir el espacio de la política económica cuando se analiza desde la óptica de los flujos: el saldo de la cuenta corriente y el saldo de las cuentas públicas. El período de bonanza desde 2003 y hasta 2007 fue acompañado de una mejora paralela de ambos saldos que, de manera inédita en la región, permitió que en promedio América Latina registrara superávits gemelos en 2006 y en 2007.

Sin embargo, buena parte del mejoramiento de la situación fiscal en los últimos años obedeció, como se señaló previamente, al alza creciente de los precios de los productos básicos entre 2002 y la primera mitad de 2008, por lo que el deterioro observado a partir de mediados de 2008, aunque atemperado recientemente, impone condicionamientos al espacio fiscal alcanzado. Como consecuencia, en 2009 el efecto total para América Latina ha sido de una disminución de la recaudación estimada en 1,4% del PIB (promedio simple), por lo que el déficit global promedio de la región se ubicó en 2,8% del PIB.

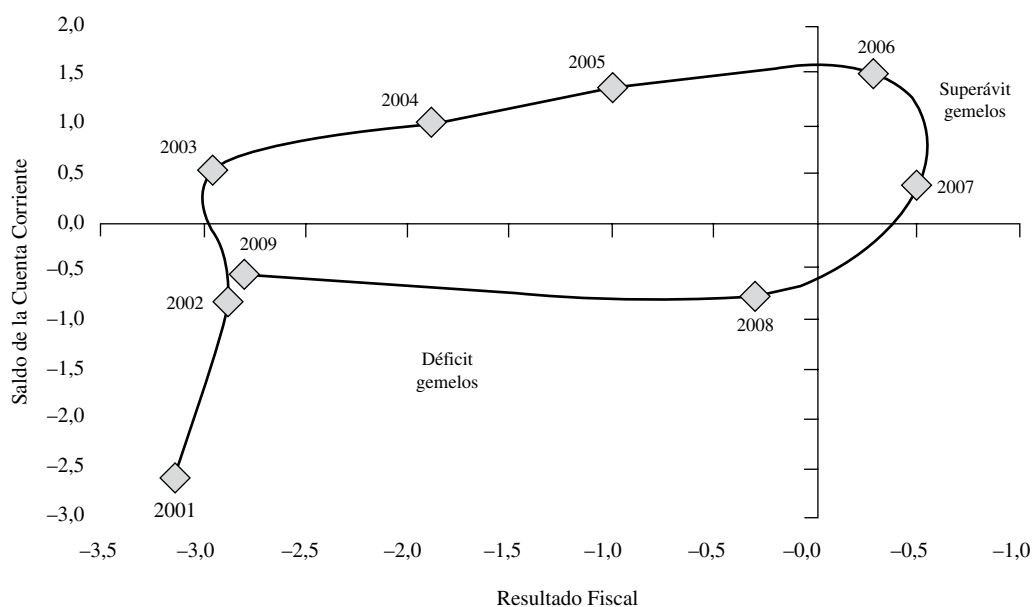
Por su parte, si bien se esperaba un mayor deterioro del déficit en la cuenta corriente de la región, que en 2008 había alcanzado un saldo negativo de 0,7% del PIB, la caída de la demanda interna y por ende de las importaciones compensó ampliamente la contracción de las exportaciones y remesas, lo que redundó en una disminución del déficit, que se ubicó en torno del 0,5% en 2009. El desplome en el consumo y la inversión se tradujo en un marcado abatimiento de las importaciones de casi 25% en valores corrientes, que compensó las menores ventas externas de la región, cuyo retroceso se ubica en torno del 23%.

<sup>13</sup> La percepción de los esfuerzos de los países de la región sería aun mayor si en el cómputo de las reservas internacionales se incluyera lo ahorrado por varios países en fondos soberanos alimentados por superávits fiscales.

<sup>14</sup> Véanse Fanelli y Jiménez (2009).

GRÁFICO 18

**América Latina: evolución de la cuenta corriente  
y del resultado fiscal del gobierno central, 2001-2009**  
(En porcentajes del PIB)



Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de cifras oficiales.

Además de los límites que la dinámica de las cuentas públicas y de las cuentas externas pueda imponer a la cantidad de recursos disponibles para intervenciones contracíclicas, las características de las economías de la región plantean otros factores que pueden condicionar la capacidad de la política macroeconómica. En particular, al margen de la importancia de preservar niveles de liquidez que permitan una operación fluida de los sistemas financieros, la efectividad de las políticas monetarias está restringida en países con escasos niveles de monetización y profundidad financiera. Además, en situaciones de elevada incertidumbre, son afectados los mecanismos de transmisión entre medidas expansivas de política monetaria y aumentos de la oferta de crédito, y entre estos y la utilización efectiva del financiamiento disponible para elevar la demanda de bienes. La existencia de una banca pública con una alta participación relativa en el crédito interno permitió, en algunos casos, compensar y estimular el crédito en momentos en que la banca privada contrajo su oferta dada la alta incertidumbre.

En situaciones de crisis, en que los mercados de crédito tienden a segmentarse, la política fiscal tiene un papel protagónico en el mantenimiento de los flujos del

gasto agregado.<sup>15</sup> Sin embargo, los países de la región enfrentan a veces restricciones institucionales —y en la capacidad de implementación por parte del sector público— que acotan los márgenes para el uso flexible de la política fiscal con objetivos de estabilización macroeconómica. Si bien las reducciones de impuestos son decisiones cuya implementación es relativamente sencilla, la magnitud de su efecto puede ser limitada en países donde el nivel de imposición de partida es bajo y, en condiciones de incertidumbre, los aumentos de los ingresos disponibles no necesariamente se transforman en mayores volúmenes de demanda, sobre todo si los grupos favorecidos por las rebajas impositivas pertenecen a los estratos más altos de la distribución.

Por su parte, los incrementos del gasto público exigen más en términos institucionales y administrativos. Expandir la inversión pública insume tiempo, sobre todo porque los países no suelen contar con proyectos evaluados y listos para implementar. Del mismo modo, el otorgamiento de subsidios a los sectores más necesitados

<sup>15</sup> Sobre la eficacia de la política fiscal ante una crisis financiera, véanse Baldacci, Gupta y Mulas-Granados (2009).

puede ser altamente efectivo, pero no todos los países han desarrollado mecanismos para identificar y llegar a los posibles beneficiarios de programas sociales. Aunque una orientación más precisa de las políticas resulta de mayor eficiencia que las medidas de alcance global, en muchos casos la falta de un desarrollo institucional adecuado restringe esta posibilidad y obliga a optar por políticas de subsidios generalizados. En definitiva, no solo la disponibilidad de recursos es una condición necesaria para la implementación de políticas contracíclicas, se requiere además contar con una adecuada elección de los instrumentos sobre la base del marco institucional vigente para alcanzar los objetivos de manera eficiente.

### 1. Política monetaria, financiera y cambiaria

Ante el cambio del escenario internacional en el último cuatrimestre de 2008, que supuso importantes restricciones crediticias en los países desarrollados y el cese de las presiones inflacionarias que habían caracterizado a los últimos años, los institutos emisores de la región procuraron garantizar niveles de liquidez adecuados, a objeto de facilitar el funcionamiento de los mercados

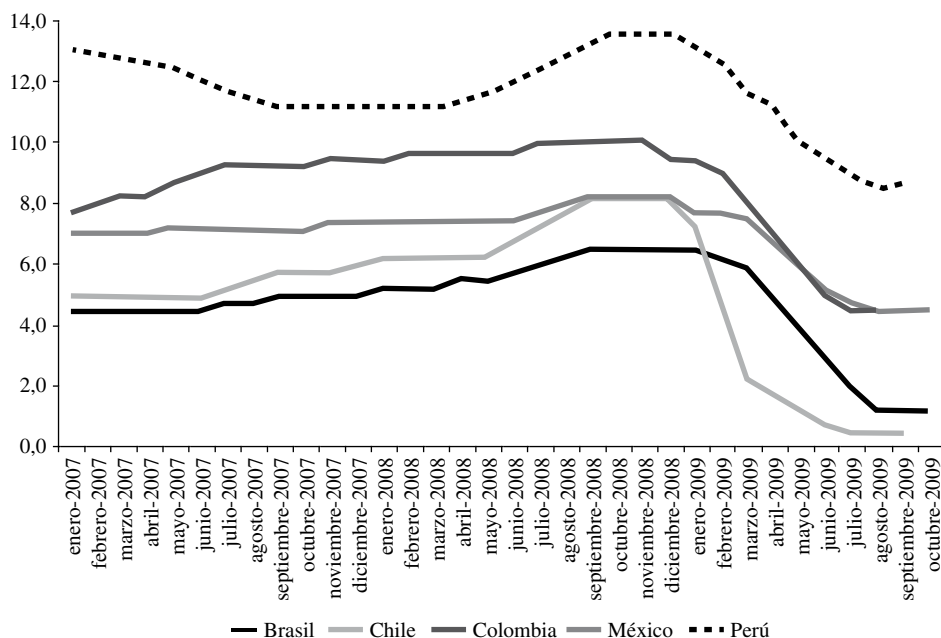
financieros internos.<sup>16</sup> Para ello se tomaron medidas como la reducción del encaje legal, el recorte de los plazos o la reversión de operaciones de contracción de liquidez, y el establecimiento o ampliación de líneas especiales para realizar operaciones de redescuento y préstamos con cláusula de recompra de valores. Como se observa en el gráfico 19, la mayoría de los bancos centrales de la región bajaron sus tasas de política monetaria en varias oportunidades a lo largo de 2009, en línea con la desaceleración de la inflación que comenzó a observarse desde fines de 2008. Esta baja en las tasas de interés contribuyó, al igual que en los países desarrollados y China, a dar una mayor liquidez para reactivar la economía de manera coordinada con las medidas fiscales.

No obstante, la política monetaria expansiva no pudo impedir la pérdida de dinamismo del mercado de crédito. La desaceleración del crédito en 2009 se observó principalmente en la banca privada, registrando en algunos países una contracción con relación a 2008 (Chile,

<sup>16</sup> La aceleración inflacionaria observada en 2007 y en el primer semestre de 2008 complicó el manejo de la política monetaria y condicionó el cumplimiento de los objetivos de inflación de los bancos centrales.

GRÁFICO 19

**América Latina y el Caribe (países con metas de inflación):  
tasas de política monetaria**  
(En porcentajes)



Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL) sobre la base de cifras oficiales.

Colombia, México y Uruguay). Este menor dinamismo responde a un fenómeno tanto de menor oferta de la banca privada como de una menor demanda, dada la caída del nivel de actividad y el ascenso de la incertidumbre. Sin embargo, para contrarrestar la menor disponibilidad de crédito de la banca privada, los bancos públicos en varios países de la región incrementaron el otorgamiento de créditos como parte de la estrategia contracíclica impulsada por los gobiernos (véase el gráfico 20). Como ya se señaló, la efectividad de esta estrategia depende de la participación de la banca pública en el total de créditos del sistema financiero, hecho que ha sido muy relevante en el caso de Brasil, donde el crédito de la banca pública representa alrededor del 35% del total.

Por otra parte, a partir del agravamiento de la crisis hacia fines de 2008, y pese a la pérdida de reservas, las monedas de varios países de la región se depreciaron en forma significativa, luego de la apreciación registrada en los últimos tres años. Las formas que tomó la intervención de las autoridades fueron diversas, e incluyeron tanto operaciones en el mercado de contado, como a futuro.<sup>17</sup> Estos movimientos se revirtieron parcialmente en la primera mitad de 2009, en que —si bien se observó

una generalizada rebaja de las tasas de interés por parte de los bancos centrales de la región— las monedas han tendido a apreciarse en términos nominales como reflejo de las mejores condiciones que caracterizaron a los mercados financieros internacionales. Durante ese período se redujo progresivamente la intervención vendedora en los mercados cambiarios, hasta desaparecer.<sup>18</sup>

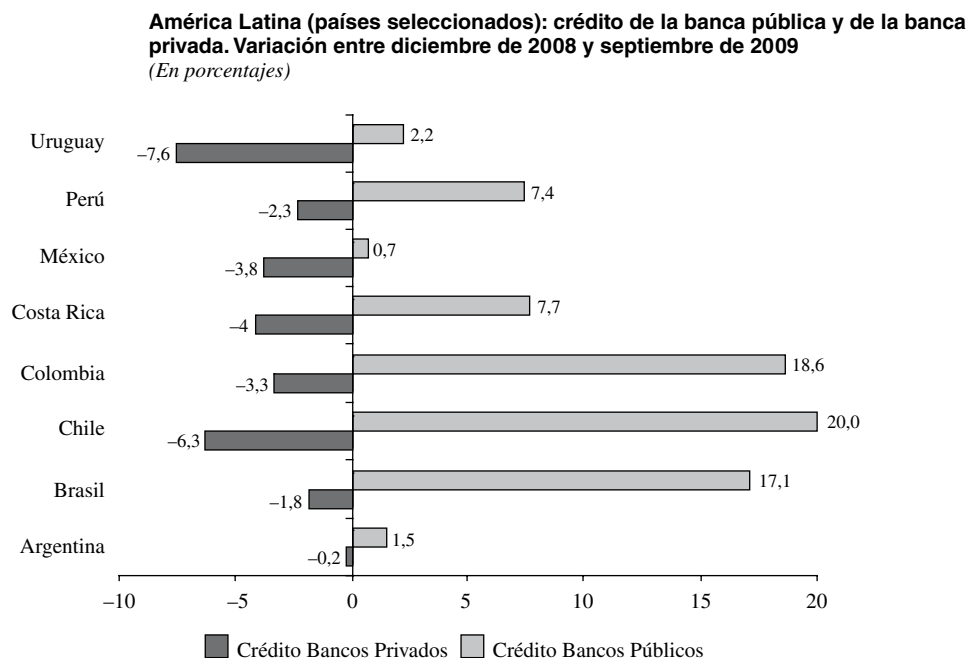
## 2. Política fiscal

Frente a la crisis, el desafío de política fiscal consistió en desplegar una acción contracíclica en el contexto de una merma de la recaudación, sin dejar de resguardar, al mismo tiempo, ciertos gastos —educación, protección social e infraestructura— vitales para evitar un aumento de la pobreza y sentar las bases del crecimiento futuro. Aunque los gobiernos de la región han mantenido alguna capacidad para apuntalar la economía con intervenciones fiscales, en la práctica el espacio de maniobra fiscal ha variado mucho de un país a otro y depende de la existencia de ahorros acumulados en los buenos tiempos, el

<sup>17</sup> Véanse Jara, Moreno y Tovar (2009).

<sup>18</sup> La excepción a este comportamiento ocurrió en Argentina, donde el peso se ha depreciado gradualmente desde mediados de 2008.

GRÁFICO 20



Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL) sobre la base de cifras oficiales.

grado de rigidez del gasto, la duración de la crisis y la posibilidad de endeudarse en forma prudente.

La crisis colocó a las finanzas públicas de las economías latinoamericanas en una situación compleja. Por una parte, los ingresos fiscales registraron una importante reducción, como resultado del menor nivel de actividad y de la caída de los precios de los productos básicos. A su vez, los países tomaron medidas de estímulo fiscal y de compensación de los costos distributivos de la crisis, que significaron un deterioro adicional de sus resultados fiscales. Además, en muchos casos, este deterioro se produjo en el marco de una importante restricción del financiamiento externo, que condicionó la posibilidad de aplicar políticas fiscales anticíclicas.

Asimismo, los efectos de la crisis internacional en los ingresos fiscales difieren de un país a otro en función de la estructura tributaria, el nivel de recaudación y las diversas fuentes de financiamiento corriente utilizadas.<sup>19</sup> En este sentido, el grado de exposición a la crisis fue mayor en los países que tienen una baja carga tributaria, o que cuentan con un alto porcentaje de recursos no

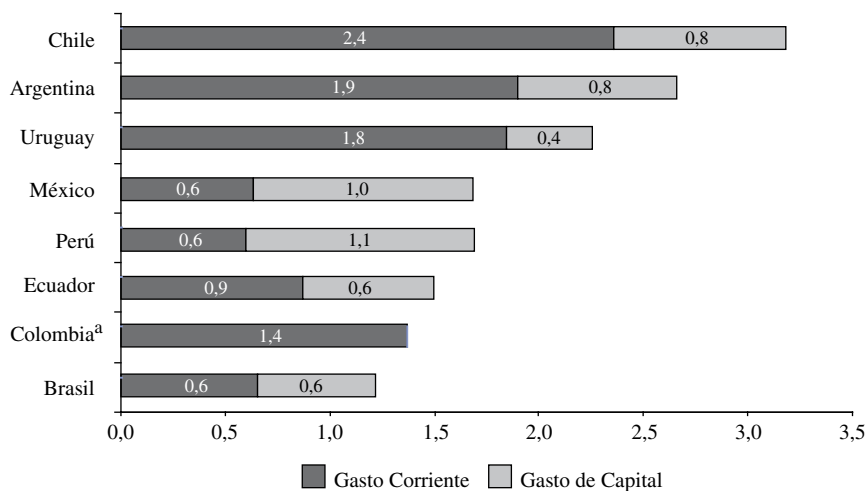
tributarios o provenientes de los recursos naturales, y en aquellos que tienen una gran apertura comercial, sobre todo si sus exportaciones se orientan principalmente a países desarrollados. En cambio, parecen haber estado menos expuestos los países con carga tributaria elevada y mayor participación del impuesto a la renta y productividad del impuesto sobre el valor agregado IVA.

Desde el punto de vista del gasto, el aumento de las erogaciones se explica tanto por un crecimiento del gasto corriente como también del gasto de inversión en infraestructura, especialmente en la construcción de viviendas. En los primeros nueve meses de 2009 hubo un importante incremento del gasto corriente y, en menor medida, del gasto de capital cuya ejecución es por lo general más lenta (véase el gráfico 21). Si bien las medidas de ampliación del gasto predominaron sobre las relacionadas con la disminución de los impuestos o acrecentamiento de los ingresos tributarios, varios países de la región aplicaron medidas de tipo impositivo. En efecto, en 11 países se aplicaron rebajas del impuesto a la renta personal —mediante cambios en el esquema de deducciones, reducción de alícuotas o mayores exenciones—, dos de las cuales son transitorias, y en igual número de países se anunciaron cambios en el impuesto a la renta de las empresas (mediante nuevas exenciones, deducciones o sistemas de depreciación acelerada), de

<sup>19</sup> En Gómez Sabaini y Jiménez (2009) se efectúa una cuantificación del grado de exposición de los ingresos fiscales de cada país respecto de diversas variables, agrupándose a los países en tres grupos de exposición: alta, media o baja.

GRÁFICO 21

**América Latina (países seleccionados): variación del gasto público, nueve meses de 2008 - nueve meses de 2009**  
(En porcentajes del PIB)



Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL) sobre la base de cifras oficiales.

<sup>a</sup> Corresponde a la variación del gasto total.

los cuales cuatro son transitorios. Cabe destacar el caso de Brasil, donde si bien el incremento del gasto total fue menor que en otros países, se aplicaron medidas de reducción de alícuotas sobre los impuestos a los productos industrializados (de manera temporal sobre vehículos, electrodomésticos y materiales de construcción), y en el impuesto sobre las operaciones financieras; también se modificaron las tasas sobre el impuesto a la renta de las personas físicas de menores ingresos.<sup>20</sup>

Al desagregar las medidas sociales por subregiones, se observa una importante diferencia de enfoque en la composición de estas. En América del Sur y México tres cuartas partes de las medidas anunciadas corresponden al área de apoyo a las familias pobres, mientras que en Centroamérica la distribución es más equilibrada: la mitad de las medidas anunciadas son subsidios al consumo y la otra mitad de apoyo a las familias de menores ingresos.<sup>21</sup> Como señalamos anteriormente, esto muestra una divergencia en relación con la capacidad institucional para promover estas políticas,

ya que las medidas focalizadas, aunque más efectivas, requieren un mayor esfuerzo institucional. Si bien los subsidios al consumo son relativamente más sencillos de aplicar, alcanzan a una mayor cantidad de población pudiendo generar un sesgo regresivo en favor de los que más consumen.

Con respecto al efecto de las medidas tomadas, son bien conocidas las dificultades que presentan en la región los incentivos y deducciones impositivas, normalmente llamados “gastos tributarios”, tanto en materia de cuantificación como de medición de sus efectos.<sup>22</sup> Por otra parte, se plantea una interrogante sobre la duración de las medidas y la capacidad de algunos gobiernos para sostener el nivel de gasto que estas políticas implican. Asimismo, cabe señalar que, si bien las medidas fueron tomadas por los gobiernos centrales, muchas de ellas han requerido de recursos de los gobiernos subnacionales, lo que agrega una necesidad de mayor coordinación intergubernamental y una vía adicional de vulnerabilidad de la política fiscal ante la crisis.<sup>23</sup>

## VI

### Algunas consideraciones sobre la política macroeconómica más allá de la crisis

Aunque no con la intensidad de otras veces, la región fue afectada por la crisis, interrumpiendo un proceso de seis años consecutivos de crecimiento y mejoramiento de los indicadores sociales. 2009 fue un año de caída del producto regional, sobre todo debido al marcado retroceso en la economía mexicana, que ha tenido repercusiones negativas en materia de empleo y pobreza. Como señalamos anteriormente, el crecimiento del período 2003-2008 fue acompañado de un aumento del empleo y de una mejora en su calidad, factores que redundaron en una disminución de la pobreza y la desigualdad. El año 2009 mostró un recorrido inverso: el crecimiento bajo o incluso negativo fue acompañado de un incremento del desempleo y de la informalidad, un debilitamiento del empleo con protección social y una contracción del empleo de jornada completa (CEPAL/OIT,

2009). La conjunción de estos elementos trajo aparejado un engrosamiento de la pobreza y la indigencia.

Cabe esperar que la incipiente recuperación observada hacia finales de 2009 se consolide en 2010 y que América Latina vuelva a crecer, aunque es probable que lo haga a tasas inferiores a las del período de bonanza truncado por la crisis. El crecimiento esperado podría resultar insuficiente en términos de la demanda de empleo, lo que dificultará una rápida recuperación de la cantidad y calidad de los puestos de trabajo y, por tanto, de los indicadores sociales.

Por otra parte, la contracción de la inversión tuvo no solo un efecto negativo inmediato en la demanda de

<sup>20</sup> Se estima que el efecto de las medidas tributarias habría sido del 0,8% del PIB.

<sup>21</sup> Véase CEPAL (2009b y 2009c) para un mayor detalle de las medidas anticrisis aplicadas en la región.

<sup>22</sup> Para más información sobre el uso de los gastos tributarios en la región, véanse Jiménez y Podestá (2009).

<sup>23</sup> Aunque los niveles subnacionales han mejorado sus cuentas en los últimos años, este mejoramiento se debió en gran medida a la importancia creciente de las transferencias provenientes de los gobiernos nacionales, que aumentaron dos puntos del producto de 1997 a 2007. Por otra parte, en algunos casos, la deuda pública de los gobiernos subnacionales es elevada y representa una significativa proporción de la deuda pública total.

bienes y en el nivel de actividad, sino que perjudica a la capacidad de crecimiento de la región en el futuro. A menudo se argumenta que América Latina demoró 14 años en recuperar el PIB por habitante previo a la crisis de la deuda de los años ochenta y que le tomó 25 años recuperar la tasa de pobreza observada antes de esa crisis. Como se señaló en la sección II, las tasas de inversión con relación al PIB observadas en la región en los años setenta no volvieron a repetirse. En los últimos años, los países de América Latina estaban consiguiendo incrementar sus tasas de inversión, pero este camino fue interrumpido antes de que se recuperara el nivel necesario para crecer de manera sostenida a una tasa más alta.<sup>24</sup>

A su vez, es altamente probable que la crisis dé lugar a profundos cambios en el escenario internacional, que van a generar un entorno menos favorable para el crecimiento que el que la región enfrentó entre 2003 y 2008. En primer lugar, es posible que el mundo postcrisis se caracterice por un menor crecimiento global, a partir de una caída en el dinamismo de la demanda agregada de los países desarrollados, compensada parcialmente por aumentos de la demanda agregada en los países en desarrollo.<sup>25</sup>

Como consecuencia de ello, cabe esperar que las economías emergentes tengan un papel más protagónico en el crecimiento mundial, pero en el marco de una desaceleración de los flujos comerciales. El descenso de la demanda de importaciones por parte de las economías desarrolladas estrecha el espacio para que las economías emergentes puedan colocar sus productos en estos mercados, exacerbando la competencia e incentivando, al mismo tiempo, la adopción de estrategias de crecimiento orientadas mayormente a los mercados internos, al menos en las economías de mayor tamaño relativo.

Por otra parte, la crisis financiera global ha puesto de manifiesto la necesidad de reformas profundas a la arquitectura financiera internacional y, en particular, a los sistemas regulatorios y de supervisión, a fin de garantizar una mayor estabilidad financiera global. La crisis dejó en evidencia que los mecanismos institucionales para el control de riesgos sistémicos no evolucionaron a la par con el proceso de globalización y de liberalización financiera. Así, será necesario producir cambios en el enfoque y en el alcance de la regulación y supervisión de los sistemas financieros

domésticos, acompañados de un mayor esfuerzo de coordinación de la regulación a nivel global. Estos cambios se traducirán, probablemente, en la expansión de los alcances de la regulación y la supervisión de los distintos instrumentos financieros, así como de los diferentes participantes en el mercado. Se espera que el cambio en el modelo de banca apunte a uno más transparente y con menores incentivos a la toma de riesgo, así como a menores niveles de apalancamiento, lo que implicará una reducción en los flujos financieros internacionales y, en consecuencia, una parcial reversión del proceso de integración financiera que se había venido observando hasta la crisis.

Recapitulando, América Latina enfrenta el renovado desafío de incrementar su tasa de crecimiento para poder dar respuesta a las necesidades que plantea una situación social compleja y cuya resolución es cada vez más perentoria. Pero crecer más requiere invertir más y esto, en la región, implica un incremento de la demanda de divisas para adquirir bienes de capital que, en su mayoría, son de origen importado. Cabe preguntarse entonces cómo se va a insertar la región en un mundo caracterizado, por una parte, por un menor crecimiento de los países desarrollados y una mayor participación de los países en desarrollo en el crecimiento global y, por otra, por sistemas financieros sujetos a regulaciones y supervisiones más estrictas, con menor dinamismo de los mercados de crédito y mayores tasas de interés.

No es el objetivo de este trabajo dar una respuesta exhaustiva a estos interrogantes que, en definitiva, giran alrededor de la necesidad de lograr un crecimiento económico sostenido, apoyado en el aumento de la productividad y en una mayor equidad distributiva. Apenas se propone aquí plantear algunos aportes que, desde el diseño de la política macroeconómica, pueden contribuir a consolidar el vínculo, bastante difuso en la experiencia latinoamericana, entre crecimiento y equidad.

La estabilidad macroeconómica es una condición necesaria para que la región pueda crecer más y repartir mejor, pero la estabilización debe ser entendida de manera amplia como un objetivo que va más allá de asegurar una inflación baja y estable. Este es sin duda un objetivo central de la política macroeconómica, pero la historia económica de América Latina ha dado numerosos ejemplos de los grandes costos que la inestabilidad real puede acarrear. Esto resalta la importancia que adquiere una gestión macroeconómica sostenible, definida en función de senderos de tendencia previstos por las principales variables, que sirvan de referencia para la toma de decisiones cuyos horizontes exceden el corto plazo.

<sup>24</sup> Se estima que para crecer sostenidamente al 6% anual, la tasa de inversión promedio de la región debería estar entre el 24% y el 27% del PIB. Véase CEPAL (2006).

<sup>25</sup> Véase Rogoff (2009).



Resulta crucial que el diseño de la política macroeconómica permita enfrentar las fluctuaciones vinculadas a los ciclos económicos, pero esta capacidad debe forjarse en los momentos de auge económico para utilizarla en las fases recesivas, evitando excesivas fluctuaciones tanto en el nivel de prestación de los servicios públicos como en el nivel del tipo de cambio real y de la tasa de interés. Esta es una importante lección emergente de la crisis, en la medida que se han hecho patentes en la región los beneficios derivados de las políticas contracíclicas que, en diferente grado, han podido implementar varios países.

Sin embargo, este no ha sido siempre el caso. Por el contrario, una mirada comparativa de los últimos 30 años denota que en la mayor parte de los países de América Latina la política fiscal se ha comportado de manera procíclica, a diferencia de lo observado en los países desarrollados, donde ha sido contracíclica o a lo sumo acíclica.<sup>26</sup> A pesar del reciente mejoramiento, la región aún registra niveles muy altos de volatilidad real, que acarrearán importantes costos en materia de bienestar.<sup>27</sup>

Desde luego, la implementación de políticas contracíclicas es una tarea que no está exenta de tensiones y conflictos, ligados en gran parte a la dificultad para identificar la tendencia de largo plazo en muchas de nuestras economías, aunque también pueden derivarse de las diferencias en las preferencias de distintos agentes económicos ante situaciones específicas. Así, es altamente probable que los sectores con capacidad de ahorro o acceso al financiamiento difieran en sus intereses respecto de los estratos más pobres, que enfrentan fuertes restricciones en su gasto, dado que no tienen capacidad de ahorro y acceden de manera muy limitada al mercado financiero.<sup>28</sup> En este sentido, la administración macroeconómica contracíclica es particularmente relevante para los grupos de menores recursos, por lo que son importantes, desde el punto de vista distributivo, las acciones de política en las fases expansivas dirigidas a acumular capacidad para afrontar la fase descendente del ciclo.

De manera general, la política macroeconómica incide en el crecimiento y la distribución mediante el modo en que combina el manejo de las variables que

están, al menos parcialmente, bajo el control de las autoridades económicas, como son la cantidad y el tipo de impuestos que se recaudan, el nivel y la composición del gasto público, las tasas de interés o el tipo de cambio. El modo en que estos instrumentos se utilizan influye en decisiones de producción y acumulación y en los ingresos de diferentes grupos o sectores. El conjunto de instrumentos disponibles y la naturaleza e intensidad de sus efectos dependen de la estructura de la economía, de su configuración institucional (por ejemplo, en cuanto a la propiedad de los recursos naturales) y de su historia (por ejemplo, en cuanto a las experiencias que pueden afectar a la demanda de activos domésticos y a la profundidad de los sistemas financieros).

En América Latina, el nivel de la carga tributaria de la mayoría de los países resulta insuficiente para garantizar la atención de las demandas de gasto que los Estados enfrentan. Pero la región no solo recauda poco, sino que recauda mal.<sup>29</sup> En especial, se debe señalar la baja participación de la imposición a la renta y el hecho de que la estructura tributaria se sustenta principalmente en impuestos indirectos de carácter regresivo.<sup>30</sup> Los sistemas tributarios de la región se cuentan entre los factores que contribuyen a mantener el cuadro de distribución desigual de la renta y, por lo tanto, de la pobreza y la indigencia, dado que la política tributaria ha relegado el objetivo de lograr mejoras en la equidad distributiva en pro de otros propósitos. El gran desafío, en esta área, consiste no solo en incrementar la cantidad de recursos que se recauden, sino también en mejorar su incidencia en la distribución del ingreso, aumentando la carga sobre los sectores más favorecidos.

En relación con el gasto, prácticamente no debe haber área de los presupuestos públicos que no esté siendo objeto de algún tipo de reformulación, lo que da cuenta de la insatisfacción de la sociedad en relación con la magnitud y forma de intervención de los gobiernos.<sup>31</sup> En particular, en lo relativo al gasto social, cabe esperar que las reformas jueguen un papel central en la construcción de sociedades más cohesionadas y permitan, al mismo tiempo, acrecentar la legitimidad de las políticas públicas y, por tanto, del pago de impuestos destinados

<sup>26</sup> Véase López-Monti (2009b) para un análisis comparativo de la ciclicidad de la política fiscal en América Latina y los países desarrollados.

<sup>27</sup> Para una estimación del costo, en términos del bienestar, de las fluctuaciones del ciclo en América Latina sobre la base de diferentes modelos, véase López-Monti (2009a).

<sup>28</sup> Véase Krusell y Smith (2002).

<sup>29</sup> Véase sobre este punto Cetrángolo y Gómez Sabaini (2007).

<sup>30</sup> Esto podría afectar además a la efectividad de los estabilizadores automáticos. Sobre este punto véase Sescún (2007).

<sup>31</sup> Una evaluación de la percepción de los planes sociales en la Argentina puede verse en Cruces, Rovner y Schijman (2007). Una conclusión interesante de este trabajo es la necesidad de considerar aspectos vinculados al flujo de información relacionada con los contenidos y las evaluaciones de los programas, como forma de mejorar su legitimidad.

a financiarlas. Pero las demandas de más gasto público no se circunscriben al área social, sino que incluyen, por ejemplo, la inversión pública en infraestructura que, más allá de la repercusión en la actividad de otros sectores y su papel como elemento reactivador de la economía, tiene una incidencia muy significativa en la competitividad y en la definición del perfil productivo.<sup>32</sup>

Se trata, en suma, de garantizar el financiamiento sostenible de una serie de prestaciones que los Estados deben realizar a fin de contribuir al logro de un crecimiento más elevado y más inclusivo. Esta necesidad, si bien involucra de manera directa distintos aspectos de la política fiscal, excede ampliamente el alcance de esta, para transformarse en la base un nuevo pacto fiscal, tema que aquí solo se planteará, pero cuyo desarrollo en profundidad requeriría de un nuevo artículo.

Por su parte, la política monetaria debe apuntar a alcanzar una tasa de inflación lo más baja y estable posible; esto constituye un consenso ampliamente alcanzado en una región que ha atravesado por momentos muy difíciles vinculados a procesos de inflación muy elevada. Sin embargo, no debe olvidarse que la elección del régimen monetario y cambiario determina una variable tan importante como es el tipo de cambio. La volatilidad real característica de las economías latinoamericanas se relaciona estrechamente con la excesiva variabilidad del tipo de cambio real, lo repercute negativamente en la inversión, sobre todo en bienes comerciables internacionalmente, por lo que debería ser un objetivo de la política macroeconómica el tratar de evitar amplias y bruscas oscilaciones del tipo de cambio real, independientemente de si el precio nominal de las divisas fluctúa según las condiciones del mercado o es fijado por la autoridad económica.<sup>33</sup>

Las dificultades vinculadas a la reducción de la volatilidad del tipo de cambio en una región expuesta a fuertes *shocks* externos no son menores, pero es evidente que los bajos precios de los bienes transables que se derivan de una excesiva apreciación tienden a inducir una configuración de la producción y de las inversiones que dificulta el crecimiento y la diversificación de las exportaciones.<sup>34</sup> Por otra parte, esos precios relativos dan lugar a percepciones erróneas de la capacidad de gasto (medida en moneda extranjera), que acaban repercutiendo

en la generación de elevados desequilibrios externos y niveles de endeudamiento insostenibles.

Por lo tanto, la política económica, y en particular los bancos centrales, deberían tener como “un segundo objetivo” el mantenimiento de un tipo de cambio real estable y competitivo. Para ello las herramientas con que se cuenta pueden ir desde intervenciones directas y acciones de “disuasión”, hasta las restricciones al ingreso de capitales de corto plazo cuando sea relevante. Desde ya, las políticas monetarias más activas para intentar sostener el tipo de cambio real requieren como contraparte una mayor disciplina fiscal. No obstante, el mantenimiento del tipo de cambio real a cualquier costo puede, en ciertas circunstancias, dar lugar a presiones inflacionarias, conspirando así contra el objetivo principal de la política monetaria.

En todo caso, las dificultades que esto puede plantear deben resolverse a partir del fortalecimiento de los espacios de coordinación de políticas, de modo de hacer posible una evaluación de los costos y beneficios asociados a las disyuntivas que enfrenten las autoridades económicas en relación con variables objetivo, muchas veces antagónicas (*trade-off*). De todos modos, teniendo en consideración la importancia del tipo real de cambio como señal macroeconómica sobre las decisiones de producción, inversión, demanda y financiamiento, no parece conveniente tratarlo como una variable “residual” para la política económica.<sup>35</sup>

En estos párrafos se ha procurado identificar algunos factores que deben ser tomados en cuenta en el diseño de una política macroeconómica orientada a mitigar la volatilidad. La multiplicidad de objetivos que esto puede plantear conduce a la necesidad de crear instrumentos independientes, lo que requiere a su vez actuar sobre las restricciones estructurales que limitan la autonomía de las políticas: las instituciones, la disponibilidad de recursos tributarios y la calidad del aparato estatal.

El desarrollo económico es una construcción compleja, que va mucho más allá de los meros cambios cuantitativos y los saltos de escala, y que debe ser vista como un proceso de transformación permanente de las estructuras productivas y sociales. La dificultad que enfrentan economías como las latinoamericanas en este sentido se vincula a la ausencia de algunos mercados (como los de crédito de largo plazo en moneda doméstica), la competencia imperfecta que caracteriza a otros, la

<sup>32</sup> Sobre este tema véase Lucioni (2009).

<sup>33</sup> Bastourre y Carrera (2004) encuentran una relación negativa entre el grado de flexibilidad de la política cambiaria y el grado de volatilidad real.

<sup>34</sup> Aghion y otros (2006) demuestran que en economías que, como las latinoamericanas, tienen sistemas financieros escasamente desarrollados, la volatilidad cambiaria afecta negativamente al crecimiento.

<sup>35</sup> Sobre la importancia del instrumento cambiario para economías emergentes, pueden verse Eichengreen (2008), Rodrik (2007) o, desde una perspectiva latinoamericana, Barbosa-Filho (2006) o Frenkel (2009).

distribución asimétrica de la información (por ejemplo, en los mercados de crédito o de tecnología, y sobre las oportunidades de inversión) y las fallas de coordinación. Todo esto subraya la importancia de la presencia del Estado, por lo que la generación y ampliación del espacio de políticas públicas, mediante la creación de instrumentos y el fortalecimiento de las distintas instancias de coordinación, son tareas fundamentales desde el punto de vista del crecimiento y el desarrollo.

La necesidad de alcanzar un crecimiento sostenido, basado en el incremento de la productividad y en el aumento de la equidad, realza la importancia de disminuir la volatilidad para crecer más, generar más

empleo y reducir la vulnerabilidad de los segmentos más expuestos de la población. En definitiva, como señalaba Prebisch hace 60 años: “Si, con fines sociales, se trata de elevar al máximo el ingreso real, las consideraciones anticíclicas no pueden faltar en un programa de desenvolvimiento económico. La propagación a la periferia latinoamericana de las fluctuaciones cíclicas de los grandes centros implica considerables mermas de ingreso. Si estas mermas pudieran evitarse, el problema de la formación de capital se haría menos difícil. Ha habido ensayos de política anticíclica, pero hay que reconocer que aún estamos en los comienzos de la dilucidación de este asunto” (Prebisch, 1949).

#### Bibliografía

- Aghion, P. y otros (2006), “Exchange rate volatility and productivity growth: the role of financial development”, *NBER Working Paper*, N° 12117, Cambridge, Massachusetts, National Bureau of Economic Research.
- Barbosa-Filho, N.H. (2006), “Inflation targeting in Brazil: is there an alternative?”, Amherst, Massachusetts, Political Economy Research Institute, University of Massachusetts Amherst, septiembre.
- Bastourre, D. y J. Carrera (2004), “Could the exchange rate regime reduce macroeconomic volatility?”, *Anais do XXXII Encontro Nacional de Economia*, Río de Janeiro, Asociación Nacional de Centros de Posgrado en Economía (ANPEC).
- Baldacci, E., S. Gupta y C. Mulas-Granados (2009), “How effective is fiscal policy response in systemic banking crises?”, *IMF Working Paper*, N° WP/09/160, Washington, D.C., Fondo Monetario Internacional, julio.
- CEPAL (Comisión Económica para América Latina y el Caribe) (2009a), *La inversión extranjera directa en América Latina y el Caribe 2008* (LC/G.2406-P), Santiago de Chile. Publicación de las Naciones Unidas, N° de venta: S.09.II.G.24.
- \_\_\_\_\_ (2009b), *La reacción de los gobiernos de las Américas frente a la crisis internacional: una presentación sintética de las medidas de política anunciadas hasta el 30 septiembre de 2009* (LC/L.3025/Rev.5), Santiago de Chile, octubre.
- \_\_\_\_\_ (2009c), *Balance preliminar de las economías de América Latina y el Caribe 2009* (LC/G.2424-P), Santiago de Chile. Publicación de las Naciones Unidas, N° de venta: S.09.II.G.149.
- \_\_\_\_\_ (2008a), *Estudio económico de América Latina 2008-2009* (LC/G.2410-P), Santiago de Chile. Publicación de las Naciones Unidas, N° de venta: S.09.II.G.2.
- \_\_\_\_\_ (2008b), *Panorama social de América Latina 2008* (LC/G.2402-P), Santiago de Chile. Publicación de las Naciones Unidas, N° de venta: S.08.II.G.09.
- \_\_\_\_\_ (2006), *Estudio económico de América Latina y el Caribe 2005-2006* (LC/G.2314-P), Santiago de Chile. Publicación de las Naciones Unidas, N° de venta: S.06.II.G.2.
- CEPAL/OIT (Comisión Económica para América Latina y el Caribe/ Organización Internacional del Trabajo) (2009), “Crisis en los mercados laborales y respuestas contracíclicas”, *Boletín CEPAL/OIT*, N° 2, Santiago de Chile, septiembre.
- Cetrángolo, O. y Juan Carlos Gómez Sabaini (2007), “La tributación directa en América Latina y los desafíos de la imposición sobre la renta”, serie *Macroeconomía del desarrollo*, N° 60 (LC/L.2838-P), Santiago de Chile, Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL). Publicación de las Naciones Unidas, N° de venta: S.07.II.G.159.
- Cruces, G., H. Rovner y A. Schijman (2007), “Percepciones sobre los planes sociales en Argentina”, *serie Documentos de trabajo sobre políticas sociales*, N° 2, Buenos Aires, Banco Mundial.
- Datt, G. y M. Ravallion (1992), “Growth and redistribution components of changes in poverty measures”, *Journal of Development Economics*, vol. 38, N° 2, Amsterdam, Elsevier.
- Eichengreen, B. (2008), “The real exchange rate and economic growth”, *Commission on Growth and Development Working Paper*, N° 4, Washington, D.C., Banco Mundial.
- Eichengreen, B. y K.H. O'Rourke (2009), “A tale of two depressions” [en línea] <http://www.voxeu.org/>
- Fanelli, J.M. y J.P. Jiménez (2009), “Crisis, volatilidad, ciclo y política fiscal en América Latina” (LC/L.3038), Santiago de Chile, Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL).
- Frenkel, R. (2009), “An alternative to inflation targeting in Latin America: macroeconomic policies focused on employment”, inédito.
- Gómez Sabaini, J.C. y J.P. Jiménez (2009), “El papel de la política tributaria frente a la crisis global: consecuencias y perspectivas” (LC/L.3037), Santiago de Chile, Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL).
- Jara, A., R. Moreno y C. Tovar (2009), “The global crisis and Latin America: financial impact and policy responses”, *BIS Quarterly Review*, Basilea, Banco de Pagos Internacionales, junio.
- Jiménez, J.P. y A. Podestá (2009), “Inversión, incentivos fiscales y gastos tributarios en América Latina”, *serie Macroeconomía del desarrollo*, N° 77 (LC/L.3004-P), Santiago de Chile, Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL). Publicación de las Naciones Unidas, N° de venta: S.09.II.G.12.
- Jiménez, J.P. y V. Tromben (2006), “Política fiscal y bonanza: impacto del aumento de los precios de los productos no renovables en América Latina y el Caribe”, *Revista de la CEPAL*, N° 90 (LC/G.2323-P), Santiago de Chile, diciembre.
- Kacef, O. (2009), “Crisis y políticas públicas en América Latina”, *Políticas macroeconómicas en tiempos de crisis: opciones y perspectivas*, O. Kacef y Juan Pablo Jiménez (comps.), Santiago de Chile, Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL).
- Kacef, O. y S. Manuelito (2008), “El ingreso nacional bruto disponible en América Latina: una perspectiva de largo plazo”, *serie Macroeconomía del desarrollo*, N° 69 (LC/L.2982-P), Santiago de Chile, Comisión Económica para América Latina y el Caribe

- (CEPAL). Publicación de las Naciones Unidas, N° de venta: S.08.II.G.85.
- Kakwani, N. (1997), "On measuring growth and inequality components of changes in poverty with application to Thailand", *Discussion Paper*, N° 16, Sydney, University of New South Wales.
- Krugman, P. (2009), "The great recession versus the great depression" [en línea] <http://krugman.blogs.nytimes.com/2009/03/20/the-great-recession-versus-the-great-depression/>.
- Krusell, P. y A. Smith (2002), "Revisiting the welfare effects of eliminating business cycles", Rochester, Universidad de Rochester, noviembre.
- Lopes, F. (2008), "A dimensão da crise", *Como reagir a crise? Políticas económicas para o Brasil*, E. Bacha e I. Goldfajn (orgs.), Río de Janeiro, Instituto de Estudios de Política Económica (IEPE)/CdG.
- López-Monti, R. (2009a), "A comparative analysis of the welfare cost of real volatility in Latin America and developed countries", *serie Macroeconomía del desarrollo*, Santiago de Chile, Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), inédito.
- \_\_\_\_\_ (2009b), "Real volatility and fiscal policy in Latin America and developed countries", inédito.
- Lucioni, L. (2009), "La provisión de infraestructura en América Latina: tendencias, inversiones y financiamiento", *serie Macroeconomía del desarrollo*, N° 72 (LC/L.2981-P), Santiago de Chile, Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL). Publicación de las Naciones Unidas, N° de venta: S.08.II.G.101.
- Machinea, J.L. (2009), "La crisis financiera internacional: su naturaleza y los desafíos de política económica", *Revista de la CEPAL*, N° 97 (LC/G.2400-P), Santiago de Chile, abril.
- Machinea, J.L., O. Kacef y J. Weller (2008), "América Latina en el 2007: situación económica y del mercado de trabajo", *Hacia un nuevo pacto social: políticas económicas para un desarrollo integral en América Latina*, José Luis Machinea y Narcis Serra (comps.), Barcelona, CEPAL/Fundación CIDOB.
- Prebisch, R. (1949), "Bases para la discusión de una política anticíclica en América Latina", *El desarrollo económico de la América Latina y sus principales problemas*, Santiago de Chile, Comisión Económica para América Latina (CEPAL).
- Rodrik, D. (2007), "The real exchange rate and economic growth: theory and evidence", Cambridge, Massachusetts, John F. Kennedy School of Government, Harvard University.
- Rogoff, K. (2009), "The "new normal" for growth, project syndicate" [en línea] <http://www.project-syndicate.org/commentary/rogoff56/English>
- Sescún, R. (2007), "The size and effectiveness of automatic fiscal stabilizers in Latin America", *World Bank Working Papers*, N° WPS4244, Washington, D.C., Banco Mundial.