

**PALABRAS CLAVE**

Crecimiento económico  
Condiciones económicas  
Macroeconomía  
Materias primas  
Precios  
Movimientos de capital  
Finanzas internacionales  
Tipos de cambio  
Política económica  
Política monetaria  
Política fiscal  
Estadísticas económicas  
América Latina

# La macroeconomía de la bonanza económica latinoamericana

*José Antonio Ocampo*

**E**ste ensayo argumenta que el auge reciente de las economías latinoamericanas se explica por la coincidencia de dos factores externos que no se daban simultáneamente desde los años 1970: buenos precios de materias primas (de hidrocarburos y productos mineros, más que agrícolas) y condiciones de financiamiento externo excepcionales. En este último caso, la característica sobresaliente ha sido la entrada masiva de capital durante dos períodos de “exuberancia” en los mercados financieros internacionales (entre mediados de 2004 y abril de 2006, y entre mediados de 2006 y mediados del 2007), particularmente en el segundo. Señala, además, la importancia de generalizar y consolidar las dos grandes innovaciones de la política macroeconómica latinoamericana de los últimos años, que se complementan entre sí: el manejo fiscal anticíclico (concentrado todavía en pocos países) y la intervención activa en los mercados cambiarios. Esta última debe evolucionar hacia reconocer que el tipo de cambio real debe ser un objetivo explícito de la política macroeconómica.

José Antonio Ocampo  
Profesor de la Universidad de  
Columbia,  
Ex Secretario Ejecutivo de la CEPAL  
✉ [jao2128@columbia.edu](mailto:jao2128@columbia.edu)

# I

## Introducción

América Latina completará en 2007 el cuarto año consecutivo de rápido crecimiento (CEPAL, 2007a). Este es el período de más fuerte expansión económica de la región desde el largo auge de posguerra, que culminó con la crisis de la deuda (en algunos países unos años antes). Esta coyuntura se da, además, a casi un cuarto de siglo del desempeño insatisfactorio marcado por la “década perdida” de los años 1980 y por la “media década perdida” de 1998-2002 y un período de desempeño mediocre entre ambas. La coyuntura actual se caracteriza, además, por la conjunción del crecimiento rápido con un fuerte superávit en cuenta corriente, hecho excepcional en la historia económica latinoamericana, así como por una mejoría de los indicadores relativos al mercado de trabajo, la pobreza y la distribución del ingreso. También hay una política más expresa de in-

tervención en los mercados cambiarios y aumento de los activos externos de los países, y alguna corrección de la tendencia a adoptar políticas macroeconómicas procíclicas. Sin embargo, en este último caso los avances se concentran todavía en unos pocos países.

Este ensayo analiza la coyuntura macroeconómica actual, buscando entender sus especificidades. Después de examinar los principales resultados macroeconómicos y su relación con la coyuntura internacional (sección II), explora con más detenimiento los efectos de los movimientos coyunturales de los mercados financieros internacionales (sección III), analiza la evolución de las políticas macroeconómicas de las siete economías de mayor tamaño de la región (sección IV) y termina con unas cortas conclusiones (sección V).

# II

## La coyuntura actual y el contexto internacional

En los últimos años, América Latina ha regresado por fin a los ritmos de crecimiento económico de la década de 1970. Como el desempeño de las dos economías latinoamericanas más grandes (Brasil y México) ha sido ahora menos satisfactorio que entonces, los indicadores resultan aún mejores cuando se comparan los promedios simples del crecimiento del PIB de los países de la región. En ese caso, la coyuntura actual supera la de los años 1970. Y como además el ritmo de crecimiento de la población ha descendido notablemente, los resultados lucen todavía más cuando se estiman en términos del incremento de la producción por habitante.

La explicación de este resultado debe buscarse básicamente en las condiciones excepcionales de la

economía internacional en los últimos años.<sup>1</sup> Aunque, como veremos más adelante, algunos elementos del manejo macroeconómico han sido más eficaces que en el pasado, este hecho no contribuye necesariamente al crecimiento de corto plazo. Más bien, es posible que las políticas macroeconómicas anticíclicas que han comenzado a adoptar los países latinoamericanos, de manera por lo demás muy desigual, sacrifiquen la expansión de la demanda actual para fortalecer la capacidad de las economías de manejar mejor coyunturas adversas posteriores. Tampoco se puede atribuir el mejor desempeño a las reformas económicas, cuyos efectos sobre la estructura productiva y el crecimiento económico han sido ampliamente debatidos y pueden haber sido más negativos que positivos.<sup>2</sup> En una perspectiva schumpeteriana de “creación destructiva” quizás pueda decirse,

---

□ Una versión de este trabajo fue presentada en el 4º Foro de Economía de la Fundación Getulio Vargas el 17 de septiembre del 2007. El autor agradece a Rudy Loo-Kung, Julio Marichal, Mariangela Parra, Helvia Velloso y Jurgen Weller por el suministro de la información estadística necesaria. Los intercambios de opiniones con Guillermo Calvo y Osvaldo Kacef fueron útiles para depurar algunas ideas del ensayo.

---

<sup>1</sup> Véase al respecto el ensayo reciente de Izquierdo, Romero y Talvi (2007).

<sup>2</sup> Para una evaluación ambivalente, desde una perspectiva más bien favorable a las reformas, véase Kuczynski y Williamson (2003). Una evaluación más crítica se encuentra en Ocampo (2004).

sin embargo, que la fase de destrucción de capacidades productivas generada por las reformas ya se ha completado, con lo cual en adelante deberían prevalecer más bien los factores que favorecen la creación de nuevas capacidades exportadoras. La ausencia o debilidad de las políticas de desarrollo productivo sigue siendo, sin embargo, una de las principales falencias de la política económica de la región.

El auge actual se debe básicamente, por lo tanto, a la coincidencia de dos factores favorables de origen externo que no se daban simultáneamente desde los años 1970: buenos precios de las materias primas y excepcionales condiciones de financiamiento externo. La historia económica de América Latina muestra que tal combinación conduce inequívocamente a un rápido crecimiento económico. Sin embargo, en la coyuntura actual los mecanismos de transmisión han sido algo diferentes en materia de financiamiento externo, sobre todo porque los gobiernos han usado dicho financiamiento con mucha más cautela.

A estos dos factores favorables hay que agregar un tercero: las cuantiosas remesas de los migrantes latinoamericanos a sus países de origen. Este elemento ha pesado mucho en las economías con más cercanía geográfica a los Estados Unidos y, lo que es curioso, ha tenido particular importancia en la mayor parte de las economías pequeñas que han visto deteriorarse sus términos de intercambio en años recientes debido a los altos precios del petróleo. Por lo demás, el auge del comercio internacional ha facilitado el crecimiento de las exportaciones de manufacturas y servicios, de las que depende crecientemente la región y especialmente las economías de México, Centroamérica y el Caribe.

Cabe añadir que la coyuntura externa es también excepcional en otro sentido: este es el primer período de la historia económica mundial en el cual el PIB por habitante de los países en desarrollo crece mucho más que el del mundo industrializado —es decir, en el que se ha roto la tendencia divergente de los niveles de desarrollo de ambos conjuntos de países que ha caracterizado la historia económica mundial (Naciones Unidas, 2006). Sin embargo, aún es demasiado pronto para hablar de una verdadera convergencia de largo plazo de esos niveles, excepto en el caso de algunas economías asiáticas. Por lo demás, el auge actual abarca a todas las regiones del mundo en desarrollo y entre ellas América Latina es la que muestra el desempeño menos favorable (Naciones Unidas, 2007).

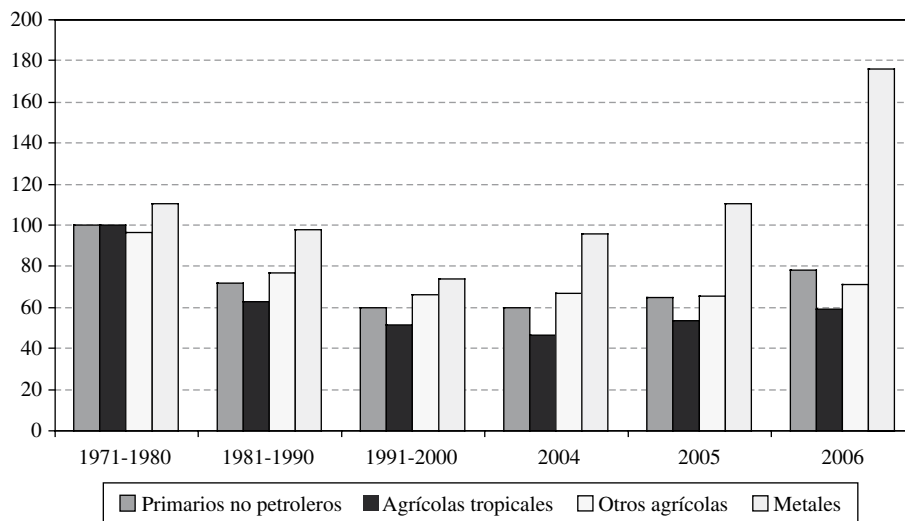
Los factores que han determinado este desempeño excepcional son conocidos. Los altos precios de las materias primas obedecen sobre todo al hecho de que la economía china depende fuertemente de las importaciones

de productos básicos. Las condiciones excepcionales de financiamiento reflejan, a su vez, un conjunto amplio de factores: i) la tolerancia a bajas tasas de interés por parte de las autoridades monetarias de las principales economías del mundo, dado el bajo nivel de inflación mundial; ii) las importantes innovaciones financieras que, unidas a la búsqueda de mayores rendimientos, han multiplicado la demanda y liquidez de títulos financieros de mayor riesgo; iii) la consecuentemente y marcada reducción de las primas por riesgo de estos títulos, y iv) la fuerte acumulación de reservas internacionales de los países en desarrollo, debida tanto al ahorro de excedentes excepcionales de divisas como a la demanda de “auto-aseguramiento” que se generó a partir de la crisis asiática, al comprobarse que no existe un mecanismo internacional para manejar las crisis causadas por interrupciones bruscas del financiamiento externo. Algunas de estas condiciones, en particular la segunda, están cambiando. El incremento de las remesas, por su parte, refleja los crecientes movimientos de mano de obra desde América Latina hacia los países industrializados, tanto regulares como irregulares, e impulsados en parte por la muy limitada generación de empleo en la región durante la “media década perdida”.

El gráfico 1 muestra el incremento de los precios de materias primas en un plazo largo, tomando como base el período 1945-1980. Como se aprecia allí, este proceso es mucho menos excepcional que lo que suele pensarse. En realidad, no se ha revertido todavía la caída de los precios reales de las materias primas no petroleras que se experimentó durante las décadas de 1980 y 1990. Además, el proceso ha sido muy desigual, ya que ha beneficiado más a los productos mineros que a los agrícolas. En términos reales (deflactados por un índice de precios de manufacturas), los precios de los metales se encontraban en el 2006 un 76% por encima del promedio de 1945-1980, nivel extraordinario que solo fue superado en unos pocos años a comienzos del siglo XX. Por el contrario, todavía en el 2006 los precios de los productos agrícolas tropicales y de clima templado se hallaban un 41% y un 29%, respectivamente, por debajo de los niveles de 1945-1980; sin embargo, algunos de esos precios han aumentado en el 2007, impulsados por la bonanza de los biocombustibles. Al auge de los productos mineros se debe agregar el del petróleo y el gas, aunque el precio del petróleo solo muy recientemente llegó a los niveles reales de los años 1970. Por lo tanto, la bonanza reciente de los precios de las materias primas tiene que ver más con los hidrocarburos y los productos mineros que con los agrícolas. Todavía es muy pronto para hablar de mejoras de largo plazo en los precios reales de las materias primas,

GRÁFICO 1

**Índice de precios reales de productos básicos**  
(1945-1980=100)



Fuente: datos originales de Ocampo y Parra (2003), actualizados con información por producto de la Conferencia de las Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo (UNCTAD).

que quebrarían la tendencia al deterioro de los precios de los productos básicos no petroleros observada a lo largo del siglo XX (Ocampo y Parra, 2003).

Entre los factores que han favorecido la balanza en cuenta corriente latinoamericana en los últimos años, el elemento dominante ha sido la mejoría de los términos de intercambio, que para el conjunto de la región equivalió entre 2003 y 2006 al 3,4% del producto interno bruto (PIB) (cuadro 1). Una parte de esta mejoría se ha sustraído automáticamente a través de las remesas de utilidades de las empresas extranjeras activas en los sectores mineros. Sin embargo, aunque este efecto ha sido importante en algunos países, para el conjunto de la región el balance del ingreso de los factores muestra una evolución marginalmente positiva, asociada a la disminución en los montos relativos de los pagos netos de los factores productivos y el costo de la deuda externa. Por su parte, las remesas de los migrantes, que entre el 2000 y el 2003 contribuyeron con 0,9% del PIB a mejorar la balanza de pagos, no han sido un aporte adicional importante en los últimos años, aunque siguen siendo una de las principales fuentes de recursos para algunas de las economías pequeñas de la región.

En realidad, en términos netos, la contribución más importante a la balanza de pagos después de la mejoría en los términos de intercambio ha sido el mayor dinamismo de las corrientes financieras hacia la región que

refleja, una vez más, su carácter claramente procíclico. Esta tendencia contrasta, además, con la exhibida por la inversión extranjera directa neta, que acusa el doble efecto de menores inversiones en América Latina y la expansión de empresas latinoamericanas en el exterior.

La importancia relativa de las corrientes financieras, por un lado, y de la mejoría de los términos de intercambio, por otro, se observa mejor cuando se excluye la República Bolivariana de Venezuela, el país que ha mostrado las mayores ganancias en los términos de intercambio y cuya cuenta de capital muestra un patrón dominado por capital oficial. En efecto, según muestra el cuadro 1, cuando se excluye la economía venezolana, la ganancia en los términos de intercambio entre el 2003 y el 2006 se reduce a 2,5 puntos del PIB y la de las corrientes financieras se eleva a 1,7 puntos. La importancia del financiamiento externo fue además particularmente marcada durante las fases de “exuberancia” de los mercados financieros internacionales, como veremos en la sección III de este ensayo.

La gran novedad de la coyuntura actual es la capacidad de crecer con rapidez, generando al mismo tiempo un superávit en cuenta corriente y, por ende, una transferencia neta de recursos al exterior. Esta combinación, que es una característica de las economías dinámicas del este de Asia, no tiene precedentes en la historia de la región. Como muestra el gráfico 2, la situación más

CUADRO 1

### América Latina y el Caribe: factores determinantes del mejoramiento de la balanza de pagos

(Porcentajes del producto interno bruto en dólares corrientes)

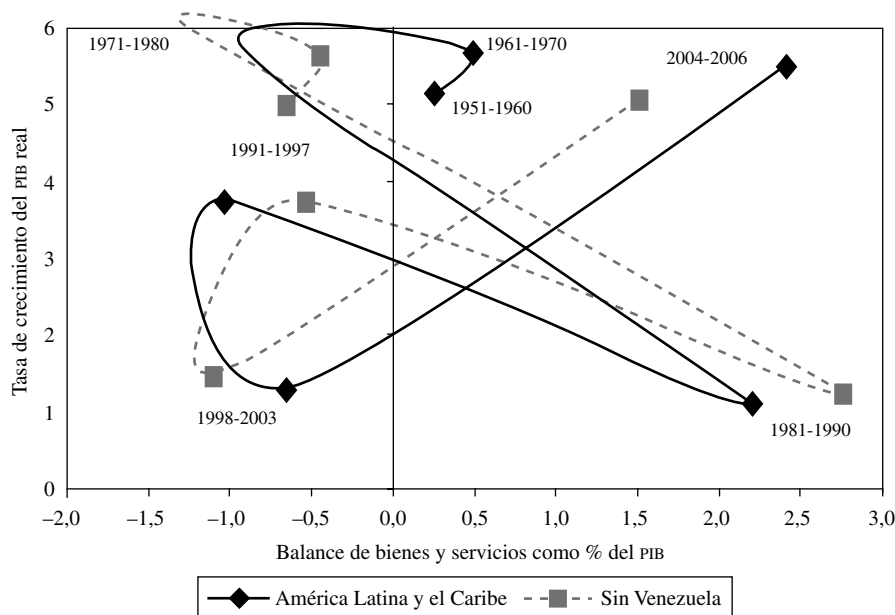
	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2000 respecto a 1998	2003 respecto a 2000	2006 respecto a 2003
<b>A. Total América Latina y el Caribe</b>												
Balace en cuenta corriente	-4,4	-3,0	-2,4	-2,8	-1,0	0,4	1,0	1,4	1,6	2,0	2,8	1,2
Efecto términos de intercambio	-1,3	-1,0	0,0	-0,7	-0,7	-0,3	0,8	1,8	3,0	1,3	-0,3	3,4
Descontado el efecto términos de intercambio	-3,0	-2,1	-2,4	-2,1	-0,2	0,7	0,2	-0,4	-1,4	0,6	3,1	-2,2
Inversión extranjera directa	3,0	4,4	3,6	3,4	2,7	2,1	2,3	2,1	1,1	0,5	-1,5	-1,0
Capital financiero	0,4	-2,1	-0,4	-1,5	-3,2	-1,9	-2,6	-1,2	-0,6	-0,8	-1,5	1,3
Balanza global	-0,9	-0,7	0,8	-0,8	-1,5	0,6	0,7	2,3	2,1	1,7	-0,2	1,5
Memo: Transferencias	0,9	1,1	1,1	1,4	1,7	2,0	2,1	2,0	2,1	0,2	0,9	0,0
<b>B. Excluido Venezuela (R.B.)</b>												
Balace en cuenta corriente	-4,4	-3,3	-3,2	-3,1	-1,5	-0,2	0,3	0,4	0,7	1,2	2,9	0,9
Efecto términos de intercambio	-0,5	-0,4	0,0	-0,4	-0,5	-0,3	0,6	1,1	2,2	0,5	-0,3	2,5
Descontado el efecto términos de intercambio	-3,8	-2,9	-3,2	-2,6	-0,9	0,1	-0,3	-0,7	-1,4	0,6	3,2	-1,5
Inversión extranjera directa	3,0	4,6	3,6	3,5	2,9	2,1	2,4	2,1	1,2	0,6	-1,4	-0,9
Capital financiero	0,6	-2,0	0,1	-1,2	-2,7	-1,6	-2,1	-0,3	0,1	-0,5	-1,7	1,7
Balanza global	-0,8	-0,8	0,5	-0,7	-1,3	0,3	0,6	2,3	2,1	1,3	-0,2	1,8

Fuente: cálculos del autor basados en estadísticas de la CEPAL.

GRÁFICO 2

### América Latina y el Caribe: Relación entre el balance de bienes y servicios y el crecimiento económico

(Porcentajes)



Fuente: cálculos del autor basados en estadísticas de la CEPAL.

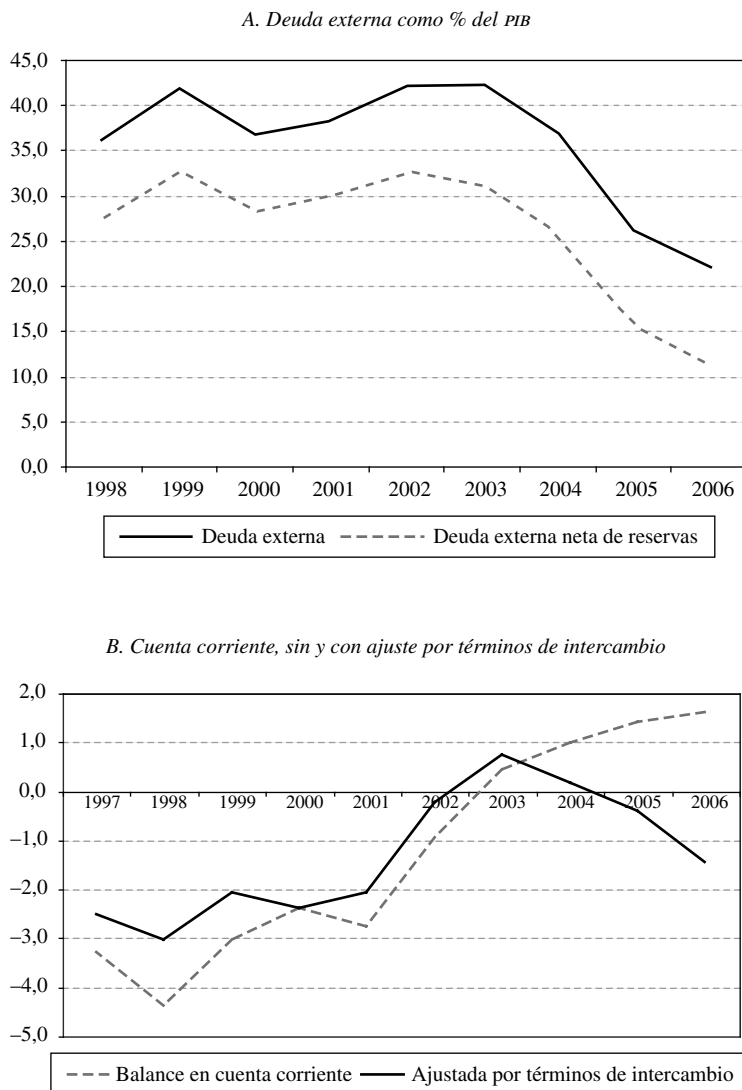
parecida fue la que se produjo en la décadas de 1950 y 1960, cuando América Latina creció con pequeños superávits en cuenta corriente (o con pequeños déficits, si se excluye la República Bolivariana de Venezuela). En los años 1970 la región siguió creciendo a altos ritmos pero pasó a depender de la transferencia neta de recursos del exterior, y lo mismo aconteció al reiniciar el crecimiento económico, pero a ritmos más lentos, en el período 1990-1997. Como bien sabemos, dada la gran volatilidad de las corrientes financieras, el hecho

de depender de recursos externos para el crecimiento resultó a la postre contraproducente en ambos casos.

¿Significa esto que estamos al borde de una transición hacia un crecimiento económico de largo plazo con superávit en cuenta corriente, similar al de muchas de las economías más exitosas del Asia oriental? La respuesta desafortunadamente es negativa. El logro más importante de la coyuntura actual ha sido la mejoría en la situación de endeudamiento externo de la región (gráfico 3, sección A). Este hecho, unido a los procesos de reducción de

GRÁFICO 3

### América Latina: evolución de la deuda externa y de la cuenta corriente



Fuente: cálculos del autor basados en datos de CEPAL (2007a).

deuda que han tenido lugar en los últimos años, implica que el espectro del alto endeudamiento externo pesará menos en el futuro o, para ser más precisos, pesará en un conjunto menor de países.

Por el contrario, el superávit en cuenta corriente tiene dos importantes características que matizan su impacto positivo. En primer lugar, está concentrado en siete países, cinco de ellos petroleros o mineros (Bolivia, Chile, Ecuador, Perú y la República Bolivariana de Venezuela) y dos con estructuras exportadoras más diversificadas (Argentina y Brasil). De estos últimos, Brasil podría evolucionar hacia una cuenta corriente deficitaria en un futuro cercano. En segundo lugar, ajustada por la mejoría en los términos de intercambio, la cuenta corriente muestra desde el 2005 saldos negativos y un rápido ritmo de deterioro, lo que significa que en el 2007 tendrá déficit muy similares a los de 2000-2001 (gráfico 3B). La conjunción de estos dos factores indica que el superávit en cuenta corriente depende fuertemente de la bonanza de los precios internacionales de los hidrocarburos y los productos mineros. Por lo tanto, la tendencia a mejorar de la cuenta corriente debe mirarse con la cautela recomendada por Calvo y Talvi (2007) más que con el optimismo con que ha sido

vista por muchos observadores. De hecho, los cálculos de esos autores son mucho más desfavorables que los mostrados en el gráfico 3, sección B.<sup>3</sup>

El análisis precedente indica, por lo tanto, que es poco probable que la situación de crecimiento rápido con fuerte superávit en cuenta corriente se mantenga en el futuro y que la balanza de pagos de la región depende en gran medida de una coyuntura excepcional de precios internacionales de hidrocarburos y productos mineros. Aunque no se puede descartar que esta última situación se mantenga si la economía china continúa su proceso de expansión acelerada, la historia económica de la región enseña que es riesgoso suponer que los elevados precios de las materias primas serán permanentes. Asimismo, el fuerte remezón que sufrieron los mercados financieros internacionales en el tercer trimestre del 2007 pone de relieve que esta otra fuente del auge actual —las condiciones excepcionales del financiamiento externo— puede también debilitarse más adelante. A ello se agrega, por supuesto, la incertidumbre que lo sucedido ha generado acerca del crecimiento económico mundial y, en especial, el de los Estados Unidos.

### III

## Los efectos de los movimientos financieros internacionales

Si bien los precios de las materias primas han desempeñado recientemente un papel decisivo en la dinámica macroeconómica latinoamericana, los mercados financieros internacionales también han tenido un rol importante. La naturaleza de las corrientes financieras ha cambiado y, por ende, han cambiado los mecanismos de transmisión. De hecho, cada auge tiene características propias: en los años 1970 los ingresos provinieron fundamentalmente de créditos otorgados por grupos de bancos (“créditos sindicados”), pero en los años 1990 se originaron principalmente en emisiones internacionales de bonos.

La naturaleza de las corrientes financieras recientes se aprecia mejor en el balance que figura en el cuadro 2. Este cuadro, que incluye las siete economías latinoamericanas de mayor tamaño, permite apreciar dos cambios notorios. El primero es el aumento de los activos, particularmente de las reservas internacionales pero también de las inversiones en el exterior directas y de cartera, que en todos los casos crecieron aún más que el PIB en

dólares corrientes de estas siete economías (que aumentó un 65% entre el 2003 y el 2006). El segundo es el fuerte cambio en la composición de los pasivos, esencialmente guiado por la reducción del endeudamiento y el auge de los pasivos de cartera de carácter accionario. Estos últimos incluyen inversiones en los países de la región realizadas por fondos de inversión internacionales, que van tanto a los mercados accionarios como de bonos locales. Por lo tanto, la contrapartida de este proceso de cambio en los activos y pasivos ha sido el auge tanto de los mercados internos de bonos (cuadro 2) como de los mercados accionarios.

Hay dos elementos adicionales de este balance que vale la pena destacar. Por una parte, los pasivos netos con el exterior han disminuido notablemente: unos diez

<sup>3</sup> Véase también CEPAL (2006, pp. 20-21).

CUADRO 2

**América Latina (siete economías de mayor tamaño):<sup>a</sup> hoja de balance con el exterior**  
(Porcentajes del producto interno bruto a precios corrientes)

	2001	2002	2003	2004	2005	2006
<b>Activos</b>						
Totales <sup>b</sup>	27,6	31,1	33,4	33,1	32,8	34,3
Inversión directa en el exterior	6,0	7,3	7,3	7,5	7,3	8,0
Activos de cartera	2,2	2,5	3,3	3,4	3,6	4,2
Derivados	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0
Otras inversiones	12,6	13,9	14,0	13,2	11,9	11,5
Reservas internacionales <sup>b</sup>	6,8	7,5	8,7	8,9	9,9	10,6
<b>Pasivos</b>						
Totales <sup>a</sup>	64,9	68,5	73,6	69,6	64,1	63,8
Inversiones extranjera directa	25,5	26,7	29,9	29,4	27,9	27,1
Pasivos de cartera	20,6	21,0	24,2	24,0	23,7	25,2
Acciones	5,7	5,1	7,5	8,8	10,9	13,7
Deuda	14,8	15,9	16,6	15,2	12,8	11,5
Derivados	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,2
Otras inversiones <sup>b</sup>	18,8	20,7	19,5	16,1	12,4	11,3
<b>Activos - pasivos</b>	-37,3	-37,4	-40,2	-36,6	-31,4	-29,6
Inversión directa	-19,5	-19,4	-22,6	-21,9	-20,6	-19,1
Financieros	-17,8	-17,9	-17,6	-14,7	-10,8	-10,5
Reservas como % de la deuda	20,3	20,4	24,0	28,3	39,1	46,5
Reservas como % de pasivos de cartera	33,1	35,5	35,9	37,0	41,6	42,1
Mercado interno de bonos como % del PIB	33,6	32,6	40,3	40,6	46,0	51,8
<b>Activos - Pasivos financieros</b>						
Argentina	-0,3	19,8	20,1	22,0	29,5	26,2
Brasil	-34,9	-36,4	-35,2	-31,0	-24,1	-24,3
Chile	-3,2	-1,5	3,9	13,5	17,2	27,7
Colombia	-15,6	-15,6	-16,8	-11,8	-6,1	-3,7
México	-19,3	-18,3	-20,4	-20,4	-21,3	-23,8
Perú	-29,4	-27,7	-26,4	-21,3	-14,4	-7,5
Venezuela (R.B)	23,9	35,9	48,7	44,6	49,5	51,6
<b>Reservas como % de pasivos de cartera</b>						
Argentina	2,2	-14,2	1,7	19,6	67,6	72,8
Brasil	18,1	13,1	13,6	15,7	23,1	28,6
Chile	142,4	145,8	108,3	98,9	93,3	98,3
Colombia	78,8	88,1	84,2	91,8	102,7	96,8
México	30,8	41,6	42,7	39,0	35,8	30,0
Perú	131,1	125,4	105,2	114,4	91,7	98,2
Venezuela (R.B.)	113,5	93,8	111,4	109,4	123,9	161,7

Fuente: estimaciones del autor basadas en las Estadísticas financieras internacionales del FMI. PIB en dólares corrientes según datos de la CEPAL. Mercado interno de bonos según datos del Banco de Pagos Internacionales.

<sup>a</sup> Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y la República Bolivariana de Venezuela.

<sup>b</sup> A estas cuentas se les resta el valor de los pasivos con el Fondo Monetario Internacional (FMI).

puntos porcentuales del PIB entre el 2003 y el 2006, concentrados en su mayoría en la posición financiera. Esta es además una característica de seis de las siete economías latinoamericanas más grandes (la excepción es México). Tres de ellas (Argentina, Chile y la República Bolivariana de Venezuela) tienen ahora una posición financiera neta

positiva. Por otra parte, la acumulación de reservas luce extremadamente sólida cuando se compara con los pasivos de deuda, pero mucho menos si el punto de referencia es la totalidad de los pasivos de cartera. Una forma de verlo, que se hará mucho más clara con posterioridad, es que la acumulación de reservas tiene como contrapartida un



aumento de los pasivos de cartera. De hecho, en los dos países más grandes de la región, las reservas solo cubren una proporción relativamente baja de los pasivos de cartera y en tres (sobre todo en México, pero también en Chile y Perú, aunque sobre una posición mucho más sólida), las reservas han aumentado menos que dichos pasivos.

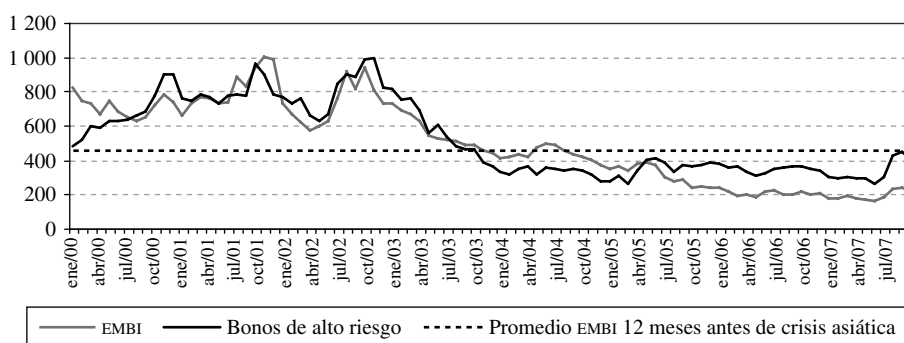
El gráfico 4, sección A, muestra cuán excepcional ha sido la coyuntura financiera internacional reciente. Desde el último trimestre del 2002 los márgenes de riesgo de los mercados emergentes experimentaron una caída notoria, alcanzando a partir del segundo semestre del 2004 niveles sistemáticamente inferiores al del año anterior a la crisis asiática y montos inferiores a los de los bonos de alto riesgo

del mercado de los Estados Unidos desde mediados del 2005. América Latina se rezagó algo en ese proceso, pero desde mediados del 2004 exhibió una mejora superior al promedio. Así, el segundo semestre del 2004 parece marcar el inicio de la “exuberancia” en los mercados financieros internacionales —para utilizar el concepto acuñado por el anterior presidente de la Reserva Federal estadounidense, Alan Greenspan— en relación con los países en desarrollo. Como lo indica el cuadro 3, si tomamos ese período como el punto de partida de la bonanza financiera reciente, los márgenes de riesgo-país de las siete economías de mayor tamaño de la región experimentaron una reducción apreciable en la mayoría de los casos y solo moderada en los

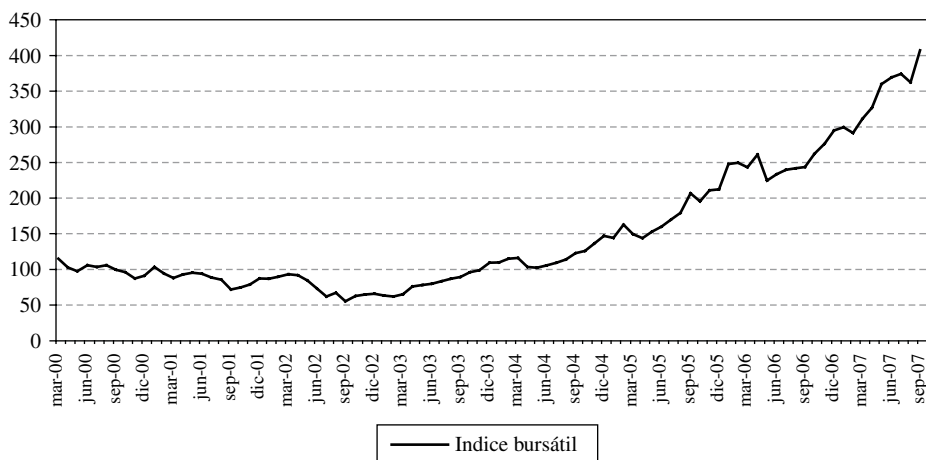
GRÁFICO 4

**América Latina: márgenes de riesgo y evolución bursátil**

*A. Márgenes de riesgo de países emergentes y bonos de alto riesgo de Estados Unidos  
(Puntos base)*



*B. Índice en dólares de las bolsas latinoamericanas  
(Julio 2003-junio 2004=100)*



Fuente: JP Morgan Chase para márgenes y riesgo; Morgan Stanley para los índices bursátiles.

CUADRO 3

**América Latina (siete economías de mayor tamaño): cambios en los márgenes de riesgo y variaciones en las bolsas de valores**

	América Latina	Argentina	Brasil	Chile	Colombia	México	Perú	Venezuela (R. B.)	EMBI no latinoamericano	3 meses	Tasas de interés de EE.UU. 1 año	10 años
A. EMBI global <sup>a</sup> (variación en puntos base)												
Jul 04-abr 06	-362	-4 680	-375	-2	-278	-66	-219	-417	-147	323	277	57
Abr-jun 06	37	71	37	5	82	19	-3	59	41	22	31	5
Jun-dic 06	-51	-169	-62	1	-78	-39	-84	-43	-39	2	-21	-41
Dic 06-jun 07	16	109	-30	-1	-42	-4	-1	171	1	-21	-9	32
Jun-ago 07	53	125	35	24	78	20	49	125	53	-77	-72	-49
Abr 06- ago 07	55	136	-20	29	40	-4	-39	312	56	-74	-71	-53
Jul 04-ago 07	-307	-4 544	-395	27	-238	-70	-258	-105	-91	249	206	4
B. Bolsas de valores (variación porcentual en dólares)												
Jul 00-jul 04	5,7	-42,4	-13,4	22,9	188,1	22,1	99,5	7,0				
Jul 04-abr 06	140,9	222,3	176,1	63,8	277,5	113,2	82,3	21,0				
Abr-jun 06	-10,7	-12,9	-11,2	-8,9	-30,2	-9,4	-3,1	-3,3				
Jun-dic 06	26,5	24,7	21,1	27,6	39,1	36,5	23,5	15,9				
Dic 06-jun 07	25,3	3,4	29,6	26,7	9,9	18,5	62,3	2,6				
Jun-ago 07	-5,8	-4,5	-4,9	-6,1	-6,7	-8,2	1,2	-1,8				
Abr 06-ago 07	33,4	7,2	32,5	38,4	-0,6	34,6	96,4	12,8				
<Jul 04-ago 07	221,5	245,6	265,9	126,7	275,4	187,0	257,9	36,5				

Fuente: márgenes según JP Morgan Chase; índice de las bolsas según Morgan Stanley, tasas de interés de los Estados Unidos según datos de la Reserva Federal.

<sup>a</sup> EMBI: Emerging Markets Bond Index (Índice de bonos de mercados emergentes).

dos países que ya eran considerados de bajo riesgo antes de este auge (Chile y México).

La baja en los márgenes ha superado con creces el aumento de las tasas de interés de referencia de largo plazo —las de los bonos del Tesoro de los Estados Unidos. En realidad, las tasas de interés de largo plazo de dichos bonos han aumentado en forma muy moderada desde que la Reserva Federal comenzó a elevar sus tasas en septiembre del 2004. De esta manera, el costo del financiamiento externo de largo plazo cayó casi en la misma medida que los márgenes de riesgo-país. Por su parte, la disminución en los márgenes de riesgo fue apenas similar, en promedio, al aumento de las tasas de interés estadounidenses de más corto plazo, por lo cual en este caso el efecto neto fue más diverso: mientras la reducción de los márgenes de riesgo-país tendió a prevalecer en Brasil, Colombia y Perú, los bajos márgenes iniciales implicaron que Chile y México

enfrentaran una presión al alza de las tasas de interés de paridad de corto plazo (cuadro 3).<sup>4</sup>

La exuberancia en los mercados financieros se ha transmitido a las economías latinoamericanas por tres vías diferentes. En primer lugar, ha habido presión directa para bajar las tasas de interés internas, generada por la reducción de los márgenes de riesgo-país. En segundo lugar, de manera a veces complementaria, la presión se ha reflejado en los tipos de cambio. La creciente inversión extranjera en los mercados de acciones y bonos en moneda nacional ha venido creando, así, un vínculo creciente entre los mercados externos e internos, que puede afectar tanto las tasas de interés como los

<sup>4</sup> En el cuadro 3 se hizo el corte en agosto del 2007; por lo tanto, dicho cuadro excluye los fenómenos posteriores a las bajas de las tasas de interés de la Reserva Federal; estas dieron lugar a partir de mediados de septiembre a un nuevo auge cuya duración e intensidad no eran todavía evidentes cuando se terminó de escribir este ensayo.

CUADRO 4

**América Latina (siete economías de mayor tamaño): Volatilidad de los márgenes de riesgo y los tipos de cambio durante dos períodos de turbulencia**

	Argentina	Brasil	Chile	Colombia	México	Perú	Venezuela (R.B.)	EMBI+ <sup>a</sup>
Volatilidad de los márgenes <sup>b</sup>								
Mayo-julio 2006	26,2	19,6	3,6	27,7	14,7	10,1	20,9	16,4
Julio-septiembre 2007	60,6	21,9	14,5	31,6	15,0	23,5	64,6	25,0
Volatilidad del tipo de cambio <sup>c</sup>								
Mayo-julio 2006	0,56%	3,24%	2,11%	3,12%	1,81%	0,57%	2,24%	
Julio-septiembre 2007	0,78%	2,95%	0,91%	4,51%	1,21%	0,57%		
Correlación entre el tipo de cambio y el EMBI+								
Mayo-julio 2006	0,789	0,832	0,796	0,885	0,755	-0,388	0,477	
Julio-septiembre 2007	0,818	0,658	0,364	0,789	0,930	0,059		

Fuente: estimado con base en información de J.P Morgan Chase.

<sup>a</sup> EMBI+: índice de bonos de alto riesgo de mercados emergentes.

<sup>b</sup> Desviación estándar, expresada en puntos base.

<sup>c</sup> Coeficiente de variación (desviación estándar expresada como % de la media).

tipos de cambio, y los mercados de derivados pueden, además, multiplicar estos efectos. En tercer lugar, la marcada inclinación a correr riesgos (*risk appetite*) que caracterizó esta coyuntura se reflejó en inversiones en los mercados de capital internos de los países de la región, las que generaron una inflación de los activos en los mercados accionarios. Como lo indica el gráfico 4, sección B, el inicio del gran auge de las bolsas de valores latinoamericanas coincidió con el momento en que comenzaron a disminuir rápidamente los márgenes de riesgo-país en la región.

Los dos períodos de turbulencia que experimentaron los mercados financieros internacionales en los últimos años dejaron también una huella clara en esta dinámica. El primero, en abril y mayo del 2006, tuvo su origen en los mercados emergentes (especialmente en China), en tanto que el de fines de julio y comienzos de agosto del 2007 tuvo su epicentro en los Estados Unidos. El contagio afectó en ambos casos a las economías latinoamericanas. Esto se refleja particularmente en la alta correlación entre el margen de riesgo medio de los mercados emergentes y los tipos de cambio de las siete economías más grandes de la región en los dos períodos de turbulencia (con la excepción de Perú en ambos períodos y parcialmente de Chile en el más reciente; de esa correlación se excluye la República Bolivariana de Venezuela, que tiene desde el 2005 un tipo de cambio fijo (cuadro 4).

Entre los países más grandes de la región, el más afectado en términos de riesgo-país durante la primera fase de turbulencia fue Colombia, seguido por Argentina.

Sin embargo, la volatilidad del tipo de cambio tuvo efectos mayores en Brasil y Colombia.<sup>5</sup> Todas las bolsas de valores experimentaron una caída de las cotizaciones. El efecto conjunto de la baja en los precios de las acciones y de la depreciación del peso fue muy marcado en Colombia, cuya bolsa de valores cayó un 30%, si se miden los precios de las acciones en dólares (cuadro 3). En retrospectiva, el mantenimiento de una fuerte inclinación al riesgo en los mercados internacionales tornó este quiebre financiero en apenas una pequeña perturbación dentro de la tendencia ascendente de las bolsas de valores (gráfico 4, sección B). Los márgenes de riesgo ya se habían normalizado a fines del año y la tendencia a la baja de los márgenes se hizo perceptible de nuevo en el primer semestre del 2007, salvo en los casos de Argentina y la República Bolivariana de Venezuela. En estos dos países comenzó a percibirse un riesgo que quizás puede definirse más apropiadamente, en la terminología de los mercados, como “político” (Ecuador, que no se muestra en el cuadro, ya había experimentado algo similar en el 2006).

La “fuga hacia la calidad” que caracterizó la crisis de julio-agosto del 2007 tuvo un impacto mayor sobre los títulos de alto riesgo del mercado estadounidense que

<sup>5</sup> En el caso de Colombia, la alta volatilidad reciente del tipo de cambio (la mayor entre las economías latinoamericanas) contrasta con la del primer lustro del decenio actual, cuando la volatilidad fue normal para los patrones internacionales. Véase al respecto Banco de la República (2007).

sobre los mercados emergentes (gráfico 4, sección A).<sup>6</sup> De hecho, en esta ocasión el principal mecanismo de contagio fue la liquidación de posiciones de los inversionistas en los mercados emergentes para cubrir las pérdidas o las necesidades de liquidez en el mercado de los Estados Unidos y de otros países industrializados. Entre las naciones latinoamericanas más grandes, Argentina, Colombia y la República Bolivariana de Venezuela fueron las más afectadas por los aumentos de los márgenes de riesgo, y nuevamente Brasil y Colombia por la volatilidad del tipo de cambio. Chile y México fueron, con Colombia, los que acusaron un mayor impacto sobre las bolsas de valores (cuadro 3). Un hecho interesante de una crisis que tiene su epicentro en el mercado de los Estados Unidos es que la “fuga hacia la calidad” se refleja en el aumento de los precios de los bonos del Tesoro, con lo cual las tasas de interés de todos los plazos tienden a disminuir, reforzadas además en las de más corto plazo por la decisión de la Reserva Federal de reducir la tasa de redescuento el 17 de agosto y la tasa básica de intervención el 18 de septiembre. De hecho, este descenso de las tasas de referencia fue mayor que el aumento de los márgenes de riesgo de varios países latinoamericanos, por lo cual sus tasas de interés de paridad experimentaron una pequeña disminución durante la crisis.

Aunque el debate acerca de las implicaciones de la perturbación reciente de los mercados financieros sobre el crecimiento económico de los Estados Unidos y del mundo continúa, la crisis tuvo un efecto sobre el comportamiento de los agentes financieros que puede ser duradero. En los últimos meses se han observado en los Estados Unidos algunos fenómenos muy conocidos en los países latinoamericanos y en el mundo en desarrollo durante sus propias crisis, como los siguientes: el contagio creciente de un problema surgido en un segmento al que todos atribuyen problemas específicos y, por ende, no generalizables; la iliquidez de las deudas y títulos de alto riesgo; la falta de información sobre la calidad de las carteras, y la “huida hacia la calidad” de todos los agentes, incluidos los principales intermediarios financieros. En todo caso, la euforia en los mercados que siguió a la baja de las tasas de intervención de la Reserva Federal, del 18 de septiembre, se reflejó también en el auge de las bolsas latinoamericanas, con lo cual la perturbación en las bolsas de julio y agosto luce aún más insignificante que la del segundo trimestre del 2006 (gráfico 4, sección B). La tendencia a la apreciación de

las monedas latinoamericanas se inició antes del 18 de septiembre y se ha acentuado desde entonces.

Un tema polémico ha sido el efecto de las fluctuaciones de los mercados financieros internacionales sobre los tipos de cambio de los países latinoamericanos. Machinea y Kacef (2007) elaboraron un análisis en el cual las variaciones de los tipos de cambio reales de los países latinoamericanos (estimadas como la relación entre los tipos de cambio reales en 2005 y el promedio de los años 1990) reflejan las presiones provenientes de las mejoras de los términos de intercambio y el aumento de las remesas de los trabajadores latinoamericanos, más que fenómenos asociados a la cuenta de capital. Sin embargo, este análisis, sin duda válido cuando se toma como referencia los años 1990, no explica la dinámica de los tipos de cambio durante el auge reciente. Tampoco la fuerte presión hacia la apreciación real que han experimentado Brasil y Colombia, los dos países latinoamericanos donde este fenómeno ha sido más notorio en los tres últimos años y ha existido mayor volatilidad en los tipos de cambio durante los períodos de turbulencia en los mercados financieros internacionales.

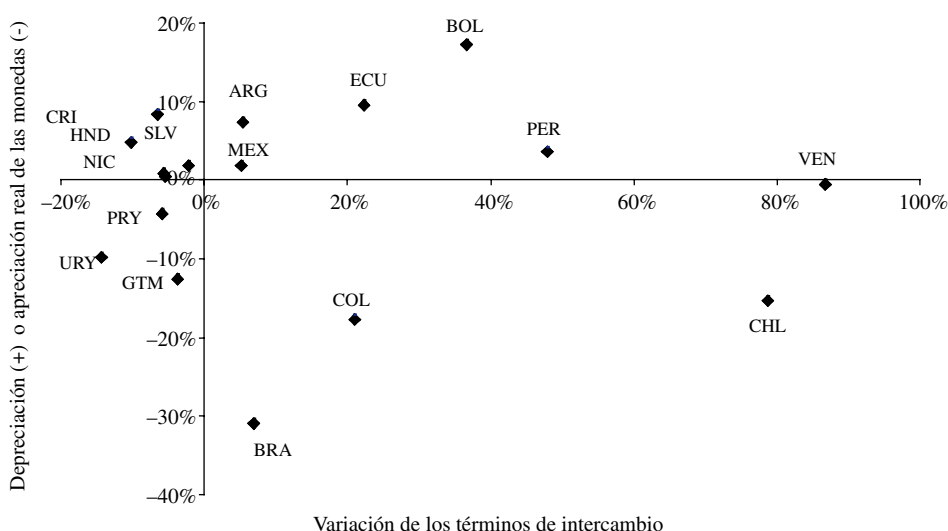
Como muestra el gráfico 5, no existe una relación sistemática entre la mejora de los términos de intercambio y la evolución de los tipos de cambio reales a partir del 2004, período que coincide con el auge de los precios de las materias primas. El gráfico confirma esta última afirmación. Entre los países más grandes, el fuerte mejoramiento de los términos de intercambio puede haber causado la apreciación real temprana del peso chileno o la más reciente del bolívar venezolano (que no ha experimentado, sin embargo, una apreciación real en el período 2003-2006 en su conjunto). Y ciertamente, la mejora de los términos de intercambio no explica la fuerte apreciación real que han experimentado las monedas de Brasil y Colombia.

Como lo corrobora el gráfico 6, la dinámica del tipo de cambio en los dos últimos países mencionados está inequívocamente asociada a las fluctuaciones de las corrientes financieras privadas. Ambos países habían experimentado una devaluación fuerte en el tercer trimestre del 2002, que estuvo unida a un aumento de los márgenes de riesgo en los mercados emergentes (gráfico 4, sección A). En el caso brasileño dicho fenómeno estuvo asociado, además, a la especulación de los mercados durante las elecciones presidenciales de ese año. El tipo de cambio se redujo y estabilizó en Brasil en el primer semestre del 2003 y se apreció más gradualmente en el caso colombiano, pero a mediados del 2004 en ninguno de los dos países había regresado a los niveles del primer semestre del 2002.

<sup>6</sup> Véase en CEPAL (2007b) un análisis de los efectos de esta crisis sobre América Latina.

GRÁFICO 5

**América Latina (16 países): relación entre la mejora de los términos de intercambio y la valoración real de las monedas, 2003-2006**



Fuente: cálculos del autor basados en datos de CEPAL (2007).

Las fuertes apreciaciones de los tipos de cambio de Brasil y Colombia en los últimos años coinciden exactamente con las dos fases de exuberancia en los mercados financieros internacionales, las que sobre la base del análisis precedente pueden ser ubicadas entre mediados del 2004 y abril del 2006, la primera, y entre mediados del 2006 y mediados del 2007, la segunda. Las apreciaciones de las monedas de ambos países durante estos períodos estuvieron claramente asociadas a las corrientes de capital, como indica la evolución de los flujos netos de cartera en el caso de Brasil y de los ingresos netos de capital privado de la balanza cambiaria en el de Colombia (que se refiere a los flujos que involucran movimientos de recursos líquidos). En el caso de Brasil, el promedio mensual de los flujos netos de cartera había sido de 44 millones de dólares en los cuatro años anteriores al primero de estos auges (es decir, entre julio del 2000 y junio del 2004) y se elevaron a 309 millones de dólares mensuales entre julio del 2004 y abril del 2006. En el caso de Colombia, los ingresos netos mensuales de la balanza cambiaria de capital privado, que habían sido ligeramente negativos entre julio del 2000 y junio del 2004, se elevaron a 232 millones de dólares mensuales durante esta primera fase de exuberancia. En ambos casos, la mayor entrada de capital de corto plazo, unida a la reducción de los márgenes de riesgo, se tradujo en una fuerte apreciación

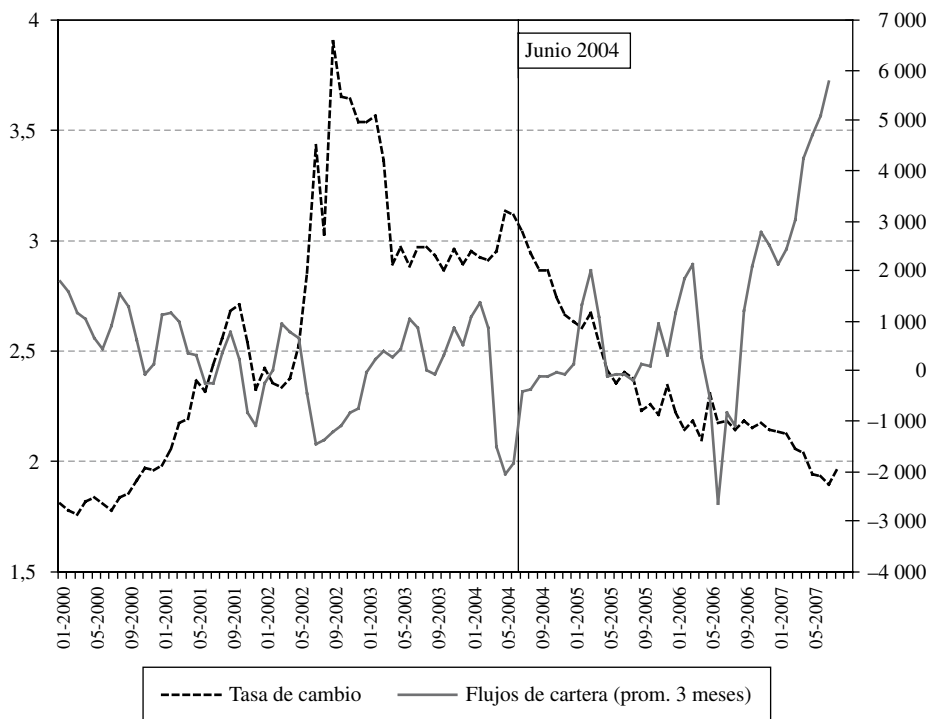
de las monedas nacionales. Los bancos centrales de ambos países comenzaron a intervenir en los mercados cambiarios durante este período, pero sus intervenciones fueron modestas, como veremos más adelante.

El episodio de abril-mayo del 2006 generó una salida de capital de Colombia que tuvo considerable impacto sobre las corrientes de capital, los tipos de cambio y, según vimos, la bolsa de valores. La salida de capital de corto plazo también fue cuantiosa en Brasil, pero con efectos menores. La afluencia de capital se renovó en el segundo semestre del 2006 y se transformó en una verdadera avalancha en el primer semestre del 2007, cuando las entradas netas de capital privado a través de las cuentas de capital alcanzaron un ritmo mensual de 4.011 millones de dólares en Brasil y de 751 millones en Colombia, es decir, varias veces los montos del primer período de exuberancia en los mercados. De hecho, como se aprecia en el gráfico 6, la magnitud de la afluencia de capital ha sido tan superior a los montos normales que reciben estos países, que solo puede entenderse como una especulación basada en la expectativa de que los bancos centrales respectivos tengan que dejar que se aprecien sus tipos de cambio. Las altas tasas de interés que prevalecen todavía en Brasil y la clara expectativa de que el recalentamiento de la economía obligaría al Banco de la República de Colombia a elevar tales tasas, como ya lo estaba haciendo desde el segundo trimestre

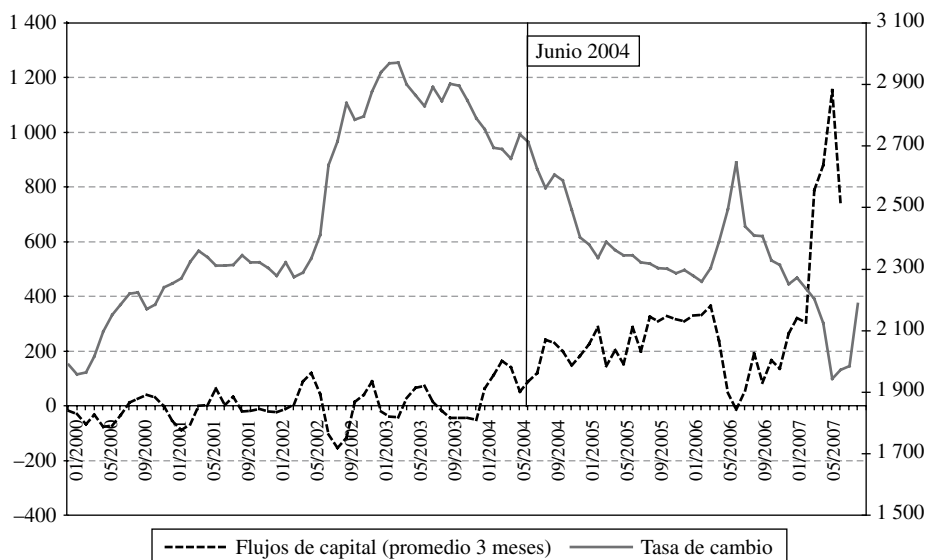
GRÁFICO 6

### Brasil y Colombia: Evolución del tipo de cambio, los flujos de cartera y los flujos de capital

#### A. Brasil: tipo de cambio y flujos netos de cartera



#### B. Colombia: tipo de cambio y capital privado por balanza cambiaria



Fuente: Banco Central del Brasil y Banco de la República, de Colombia.

del 2006, explica por qué esta apuesta parecía “segura” a los especuladores. A esto cabe agregar la relativa debilidad fiscal de los dos países y, según vimos, el hecho de que ambos han experimentado una fuerte reducción en los márgenes de riesgo-país.

Los bancos centrales de Brasil y Colombia intervinieron masivamente durante el segundo episodio de exuberancia en los mercados financieros, acumulando reservas internacionales adicionales por poco más de 61.000 millones de dólares y de 6.100 millones de dólares, respectivamente, en el primer semestre del 2007. Las intervenciones no impidieron, sin embargo, una apreciación adicional de las monedas de ambos países. Colombia restableció además en mayo un encaje de 40% a las entradas de capital financiero, mecanismo que había sido empleado con provecho durante el auge de afluencia de capital de los años 1990. La introducción del encaje redundó en una caída de los ingresos netos de capital en junio (es decir, antes de que se hiciera evidente la crisis financiera de los Estados Unidos), indicando con esto que tuvo alguna eficacia.

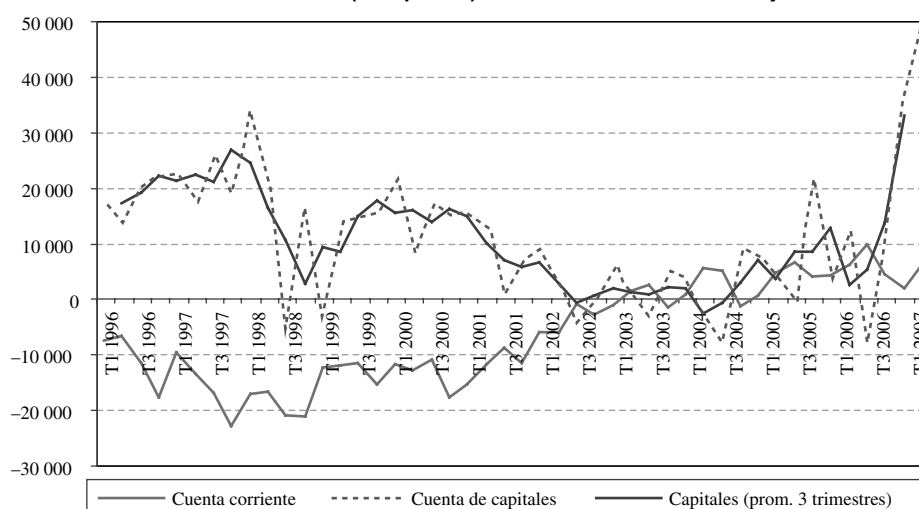
La perturbación reciente experimentada por los mercados financieros internacionales generó un nuevo quiebre de estas tendencias, que otra vez fue mucho más fuerte en Colombia. De hecho, mientras el peso colombiano recuperó gran parte de la apreciación que había experimentado en el primer semestre del 2007,

no ocurrió lo mismo con el real de Brasil. Ambos países fueron, además, los que experimentaron la mayor apreciación de sus monedas desde mediados de septiembre, como resultado de la nueva euforia en el mercado que generaron las decisiones de la Reserva Federal.

El aumento de las corrientes de capital privado durante los dos períodos de exuberancia en los mercados financieros internacionales ha sido, sin embargo, un fenómeno más general, como lo indica la evolución de las cuentas de capital de los principales países latinoamericanos. El gráfico 7 compara, en efecto, los saldos agregados de la cuenta corriente con los de la cuenta de capital de seis de las siete economías de mayor tamaño de la región (se excluye la República Bolivariana de Venezuela, por las razones que ya se señalaron en la sección II de este ensayo). Los saldos de la cuenta de capital, que habían sido virtualmente nulos entre mediados del 2002 y mediados del 2004, se recuperaron y comenzaron a superar a los de la cuenta corriente como fuente de superávit en la balanza de pagos. Después de la perturbación que caracterizó a los mercados en el segundo trimestre del 2006, la entrada de capital se tornó masiva durante el segundo período de exuberancia. Las cifras son dicentes: para los seis países considerados, el excedente de la balanza de pagos durante el último trimestre del 2006 y el primer semestre del 2007 fue de cerca de 113.000 millones de dólares,

GRÁFICO 7

#### América Latina (seis países): <sup>a</sup> Saldo en cuenta corriente y en cuenta de capital



Fuente: estimaciones del autor con base en datos de FMI, Estadísticas Financieras Internacionales, actualizados con información proveniente de los bancos centrales de los países. En el caso de Chile, la acumulación en los fondos de estabilización se considera equivalente a una acumulación de reservas.

<sup>a</sup> Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México y Perú.

de los cuales cerca de 100.000 millones provinieron de la cuenta de capital (aproximadamente dos terceras partes se dirigieron a Brasil y el resto a las otras cinco economías). Según veremos en la sección siguiente, las autoridades cambiarias reaccionaron correctamente ante esta reciente avalancha de capital, acumulando reservas internacionales en magnitudes sin precedentes en la historia de la región.

No cabe duda, por lo tanto, de que aunque otros fenómenos han estado influyendo sobre los mercados cambiarios, las corrientes de capital especulativas

se han hecho presente y han desempeñado un papel crucial en los dos países que parecían las apuestas más seguras para los especuladores. Una consecuencia de ello es que las altas reservas internacionales que posee actualmente América Latina tienen como contrapartida una gran cantidad de capital potencialmente reversible, sobre todo en los casos de Brasil y Colombia. La alta correlación entre los tipos de cambio y los márgenes de riesgo durante las dos perturbaciones en los mercados que han sucedido a las fases de euforia confirman esta apreciación.

## IV

### Cambios en la política macroeconómica

La historia de las últimas décadas en América Latina ha estado marcada por políticas macroeconómicas procíclicas que facilitan el crecimiento económico durante los períodos de auge externo, pero que acumulan vulnerabilidades que se hacen sentir cuando terminan las condiciones externas excepcionales.

Las reformas económicas de los últimos años han afectado el comportamiento cíclico de las economías latinoamericanas por tres vías diferentes. En primer lugar, la apertura de la cuenta de capital ha reducido los márgenes para manejar la política monetaria y cambiaria en forma autónoma; si se intenta evitar la apreciación durante los períodos de auge se pierde autonomía para adoptar políticas monetarias anticíclicas, en tanto que si no se interviene en el mercado cambiario se puede dar una fuerte volatilidad del tipo de cambio. En segundo lugar, la apertura del mercado de capital, conjuntamente con la apertura financiera interna, han acentuado el funcionamiento del acelerador financiero, que tiende a aumentar el crédito, la inflación de activos y el gasto privado durante los períodos de bonanza, solo para experimentar los efectos opuestos durante los de crisis. En tercer lugar, dadas las mayores elasticidades-ingreso de la demanda de importaciones de corto plazo, la cuenta corriente se ha hecho más sensible al ciclo económico: la conjunción del acentuado crecimiento de la demanda y la apreciación real se traduce en un deterioro rápido de la cuenta corriente durante los auges, pero este fenómeno se corrige también más rápidamente durante las crisis. De estos tres mecanismos, solo al último podría atribuírsele algún efecto anticíclico, en la medida en que permite suavizar los efectos internos

del comportamiento procíclico del gasto privado. Pero lo hace también contribuyendo, durante los auges, a la vulnerabilidad externa de las economías.

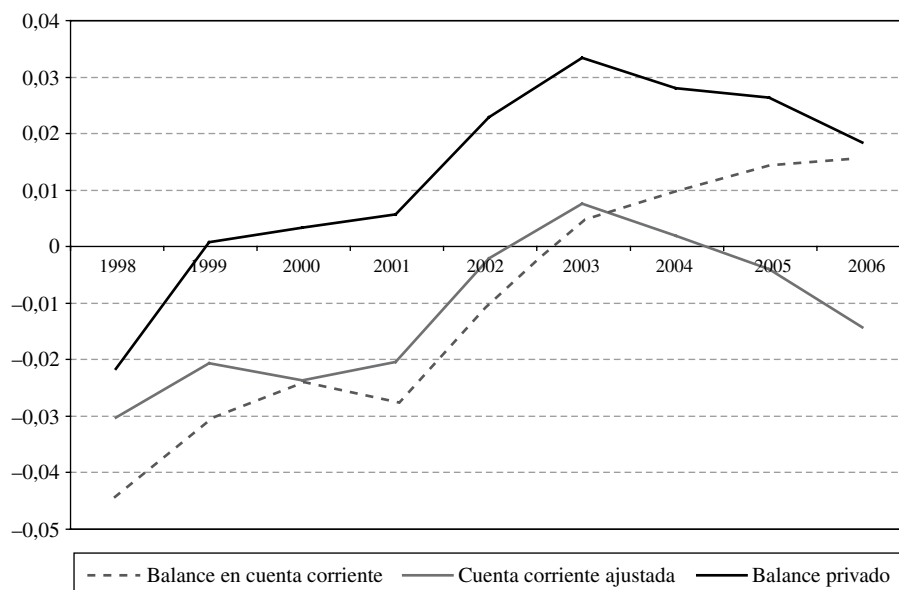
Un corolario interesante del comportamiento cíclico de las economías sujetas a entradas procíclicas de financiamiento externo es que el “déficit gemelo” de las variaciones en la cuenta corriente es el balance del sector privado, no el del sector público. Esto se aprecia con claridad en el gráfico 8: el fuerte ajuste en la cuenta corriente que experimentó la economía latinoamericana entre 1998 y el 2003 corresponde a una mejoría en el balance del sector privado; el deterioro que en los últimos tres años exhibe la cuenta corriente, ajustada por los términos de intercambio, corresponde a un deterioro del balance de dicho sector. Esta parece ser, además, una característica general de los países “exitosos” durante los auges, como lo señala Marfán (2005).

En este contexto, y en general en economías muy abiertas, puede decirse que el único instrumento de política del que disponen en forma realmente autónoma las autoridades económicas es la política fiscal. Esta es además, de acuerdo con la teoría económica, el instrumento más poderoso para afectar la actividad económica en economías con apertura del mercado de capital. Sin embargo, la política fiscal también ha estado sujeta a un comportamiento procíclico, por dos razones diferentes. La primera se relaciona con los efectos que genera la disponibilidad de recursos, tanto tributarios como crediticios: la abundancia de recursos durante los períodos de auge tiende a aumentar el gasto público, y la reducción de recursos, unida a un mayor



GRÁFICO 8

**América Latina: superávit y déficit “gemelos”**  
(Porcentajes del producto interno bruto a precios corrientes)



Fuente: cálculos del autor basados en datos de CEPAL (2007).

costo del servicio de la deuda, lleva a disminuciones del gasto primario durante las crisis. La segunda es de economía política: después de un período de recortes de gasto público es difícil convencer a la población de las virtudes de continuar con un programa de austeridad en el gasto. Esto es aún más cierto si la justificación para el programa de austeridad durante el auge es la necesidad de compensar la exuberancia del gasto privado (Marfán, 2005).

Un análisis del ciclo latinoamericano más reciente corrobora el comportamiento procíclico del gasto privado y público y de las variables monetarias y crediticias, con algunas variantes de interés. En economías con pasivos netos en moneda extranjera, la tendencia a la apreciación del tipo de cambio que caracteriza a los períodos de auge genera efectos riqueza positivos que contribuyen a elevar la demanda privada.<sup>7</sup> Como ya se señaló, el elemento

anticíclico más importante es el fuerte aumento de las importaciones generado por la alta elasticidad-ingreso y la apreciación real del tipo de cambio, que permiten que una parte importante de la demanda se traslade al exterior. Así, los efectos de la apreciación real sobre la cuenta corriente son anticíclicos, a diferencia de los efectos riqueza. El mencionado comportamiento de las importaciones genera, sin embargo, un deterioro acelerado de la cuenta corriente de la balanza de pagos, que contribuye a la gestación de la crisis. El principal “déficit gemelo” de la cuenta corriente es el déficit privado, según vimos, pero en los países latinoamericanos con frecuencia hubo a la vez aumentos de los déficit públicos.

Una vez desatada la crisis, el elemento más relevante es el colapso del gasto privado, cuyos efectos sobre la demanda agregada interna se suavizan, sin embargo, por la caída aún más acelerada de las importaciones. Durante esta fase, la depreciación del tipo de cambio tiene de nuevo un efecto riqueza procíclico (la pérdida de riqueza asociada a pasivos netos en moneda extranjera), que contribuye a la contracción de la demanda. Causa también un efecto anticíclico, que opera a través de la cuenta corriente de la balanza de pagos pero que tarda en reflejarse plenamente en la economía, entre otros motivos por las perturbaciones financieras que caracterizan la fase inicial de la crisis. La política monetaria y crediticia

<sup>7</sup> Nótese que en la medida en que los balances financieros netos se tornen positivos, como ya lo han hecho en tres de las siete economías de mayor tamaño de la región, este efecto riqueza se vuelve anticíclico respecto del conjunto de la economía. Sin embargo, para verificar si el argumento sigue siendo válido, habría que estimar el balance financiero neto del sector privado. En la mayoría de los casos, son los sectores públicos los que han acumulado un balance financiero neto positivo (esto sucede incluso en Brasil, que todavía exhibe un balance financiero neto negativo).

tiene también inicialmente efectos procíclicos, ya sea porque las autoridades intentan suavizar los efectos inflacionarios de la depreciación con medidas como aumentos de las tasas de interés, o contracción del crédito, o ambas, o bien simplemente porque el crédito privado colapsa mientras los mayores márgenes de riesgo-país presionan las tasas de interés internas.

El elemento anticíclico más importante que ha operado inicialmente en varias economías latinoamericanas es el gasto público, que tiende a sostenerse o a acrecentarse al inicio de la crisis. Sin embargo, el deterioro de las cuentas fiscales conduce a restricciones de financiamiento y posiblemente a medidas para corregir el déficit, ya sea aumentando ingresos o reduciendo el gasto. Entre tanto, la depreciación de la moneda comienza a tener efectos anticíclicos cada vez más notorios sobre la cuenta corriente de la balanza de pagos, en tanto que la fuerte depreciación real acumulada permite que las autoridades pertinentes aflojen la política monetaria. El papel anticíclico que desempeñan estos dos factores es fundamental durante la fase de reactivación y, en cierto sentido, releva a la política fiscal de la tarea.

En términos generales (aunque hay variaciones de un país a otro), la fase inicial del ajuste fue la que dominó en los países latinoamericanos en el período 1998-2001, en tanto que la segunda fase cubrió el período 2002-2003. La primera se caracterizó por una corrección rápida de los déficit privados y, en algunos casos, un deterioro de las cuentas fiscales; la segunda, en cambio, tendió a mostrar una mejoría de las cuentas públicas y una mejoría adicional de las privadas. En la práctica, para el conjunto de la región, el déficit privado (estimado en forma algo burda, deduciendo del balance en cuenta corriente el balance de los gobiernos centrales) se corrigió en 1999, al tiempo que se acentuaba el déficit público (correspondiente a la distancia entre ambas líneas en el gráfico 8); pero desde el 2002 comenzó a reducirse (muy lentamente) el déficit fiscal, mientras que aumentaba aún más el superávit privado.

En este contexto, ¿qué novedades muestra el panorama latinoamericano durante el período de auge reciente? Como lo indica el gráfico 8, en el promedio de la región el auge ha servido para corregir el déficit fiscal que todavía quedaba de la crisis. En cambio, siguiendo los patrones típicos de auges anteriores, las cuentas privadas se han comenzado a deteriorar, aunque todavía siguen exhibiendo superávit. Naturalmente, los cálculos cambiarían si pudiésemos descontar en uno y otro caso la ganancia de poco más de tres puntos porcentuales del PIB en los términos de intercambio;

en el sector privado, sobre todo, esto involucraría descontar el efecto que ha tenido el auge sobre las empresas extranjeras que operan en los sectores de los hidrocarburos y la minería, donde la bonanza de los precios ha sido más notoria.

La primera gran diferencia con el pasado parece residir, por lo tanto, en el manejo fiscal. Sin embargo, la historia es bastante menos favorable de lo que indican las cifras agregadas. El cuadro 5 muestra lo que ha pasado con el gasto primario de los gobiernos centrales en los siete países latinoamericanos de mayor tamaño. Un manejo fiscal estrictamente anticíclico durante los períodos de auge exige que, además de ahorrar los ingresos fiscales extraordinarios, se disminuya el gasto primario como proporción del PIB, ya que dicho gasto debe seguir la tendencia del crecimiento del PIB en el largo plazo. Desde esta perspectiva, solo Chile y Perú han tenido políticas fiscales anticíclicas, apoyadas en Chile por el rediseño de sus fondos de estabilización (Fondo de Estabilización Económica y Social y Fondo de Reserva de Pensiones, a partir del 2006) y en Perú por los límites al aumento del gasto primario establecidos por ley; en este último caso, las reglas correspondientes, aprobadas en el 2006, implican que la inversión pública peruana no estará sujeta a tales restricciones en el futuro, con lo cual el efecto anticíclico se erosionará. El resto de los países incluidos en el cuadro 5 ha tenido políticas fiscales procíclicas, la más notoria de ellas en el caso de la República Bolivariana de Venezuela. Podría quizás aducirse que en Brasil y México el rezago en el crecimiento económico quizás hace aconsejable una política fiscal más expansiva y que como justificación para el aumento del gasto en Brasil puede justificarse porque este país mantiene un fuerte superávit primario. El primero de estos argumentos tiene alguna validez. El segundo es claramente incorrecto: en este caso, la política fiscal es procíclica aun si las cuentas públicas arrojan un superávit primario.

La política fiscal generalmente procíclica que se siguió observando en algunos países durante el período de auge reciente contrasta, por supuesto, con el complejo aparato institucional establecido a fines de los años 1990 y que se ha expresado en múltiples leyes de responsabilidad fiscal y en la constitución de fondos de estabilización. Las preasignaciones de recursos y los cambios en las reglas del juego pertinentes indican que estas instituciones han tenido hasta ahora un impacto limitado (Jiménez y Tromben, 2006).

Por otra parte, un corolario de la confluencia entre el auge actual y los precios de los hidrocarburos y productos mineros es que los países con una base

CUADRO 5

**América Latina (siete economías de mayor tamaño):  
Indicadores de la política monetaria, crediticia y fiscal  
(Porcentajes)**

	Argentina	Brasil	Chile	Colombia	México	Perú	Venezuela (R.B)
<i>A. Variación de las cuentas fiscales del gobierno central como % del PIB, 2003-2006</i>							
Ingresos corrientes <sup>a</sup>	1,2	2,4	5,2	2,2	0,6	2,5	6,7
Gasto primario	0,7	2,1	-2,5	1,4	1,3	-0,5	4,9
Balance primario	0,6	-0,2	7,7	1,0	-0,7	3,0	1,8
<i>B. Balance fiscal del gobierno central, 2006</i>							
Balance primario	2,7	2,1	8,4	-0,3	0,1	3,2	2,1
Balance global	1,0	-3,1	7,7	-4,4	-2,0	1,4	0,0
<i>C. Variación de la tasa nominal, 2003-2006</i>							
De política <sup>b</sup>		-4,8	4,0	2,5	0,8	2,5	
Interbancaria	3,5	-8,1	2,3	-0,5	0,7	2,0	-8,0
<i>D. Tasa de interés real (depósitos)</i>							
2003	-2,9	6,3	-0,1	0,6	-1,4	0,8	-10,6
2004	-1,7	8,3	0,9	1,8	-1,9	-1,2	-7,5
2005	-5,4	10,1	0,9	1,9	-0,5	1,0	-3,7
2006	-4,0	9,4	1,7	1,9	-0,3	1,2	-3,0
<i>E. Variación de saldos como % del PIB, 2003-2006</i>							
Base monetaria	-0,1	0,9	0,3	1,2	0,5	1,0	3,4
M1	1,9	1,1	0,6	1,7	0,9	1,8	
M3	2,6	10,0	-7,8	5,0	5,8	1,1	8,7
Crédito al sector privado	2,3	7,3	1,6	10,7	3,7	-3,0	3,9

*Fuente:* estadísticas fiscales según la CEPAL. Tasas de interés y variables monetarias y crediticias según FMI, Estadísticas Financieras Internacionales (excepto en el caso de la República Bolivariana de Venezuela, que se ha estimado con base en cifras de la CEPAL). Tasa básica de política según JP Morgan Chase.

<sup>a</sup> Ingresos totales en los casos de Brasil y México.

<sup>b</sup> Entre junio del 2004 y septiembre del 2007. La tasa equivalente para los Estados Unidos ha variado 3,75%.

exportadora de este tipo son los que, en general, han recibido los beneficios más importantes en términos de ingresos públicos (Jiménez y Tromben, 2006). Es lo que ha sucedido, en particular, en Chile y la República Bolivariana de Venezuela (y entre los países más pequeños, en Bolivia)<sup>8</sup> y, en menor medida, en Colombia y Perú. Esto se ha complementado con el aumento de la carga tributaria sobre estos productos, especialmente en Bolivia, Ecuador y la República Bolivariana de Venezuela para los hidrocarburos, y en Chile para el cobre (impuesto específico a los ingresos operacionales de la minería). En el caso de Argentina, conviene recordar que ese país fortaleció su base tributaria al comienzo del período de auge, apropiándose de parte de los beneficios que significó la devaluación real para algunos productos

básicos a través de las “retenciones” que se aplican a las exportaciones correspondientes; en 2007 hizo algo similar, pero ahora para apropiarse parte del auge de los precios de productos básicos.

La segunda gran novedad es la frecuencia y magnitud de las intervenciones oficiales en los mercados cambiarios, que se reflejan en la acumulación de activos externos por los bancos centrales y, en el caso de Chile, por el gobierno en los fondos de estabilización fiscal. Esto significa que la flotación de las monedas de las principales economías latinoamericanas (con excepción de la República Bolivariana de Venezuela desde el 2005) es generalmente “sucias” (con variantes, según veremos más adelante). Así, en general, los países han optado por regímenes “intermedios” de tipo de cambio administrado, en contra de la recomendación ortodoxa de adoptar uno de los dos regímenes extremos, ya sea la libre flotación o las paridades cambiarias rígidas (la convertibilidad a la argentina de los años 1990 o la dolarización). Lo que

<sup>8</sup> Este no es el caso de Ecuador, ya que este país utiliza en gran medida su mayor excedente petrolero para subsidiar el consumo interno de combustibles.

esto sugiere es que hay un objetivo cambiario implícito en el manejo de la política macroeconómica. Las virtudes de mantener objetivos cambiarios han sido analizadas teóricamente<sup>9</sup> y por cierto se justifica hacerlo a la luz de la historia económica latinoamericana. La única política explícita de este tipo es la que ha adoptado Argentina, donde el mantenimiento de una tasa de cambio competitiva es uno de los ejes de la política macroeconómica. De hecho, la experiencia argentina muestra que, en condiciones de abundancia de financiamiento externo, es posible controlar simultáneamente el tipo de cambio y la tasa de interés, incluso con apertura de la cuenta de capital, en abierta contradicción con el famoso “trilema” de economías abiertas (Frenkel, 2007).

Como se sabe muy bien, una política de este tipo exige, como contrapartida de la acumulación de reservas internacionales durante los períodos de auge, llevar a cabo acciones esterilizadoras de su impacto monetario. Estas esterilizaciones son más fáciles cuando hay superávit fiscal. De lo contrario —y de todas maneras en forma complementaria—, será necesario esterilizar con una mezcla de operaciones clásicas de mercado abierto, ventas en el mercado de bonos emitidos por el banco central, o aumento de los encajes.

Por ese motivo, en el modelo argentino el superávit fiscal es un complemento esencial de la política de mantenimiento de un tipo de cambio altamente competitivo; la posible erosión de dicho superávit, si persiste el ritmo de aumento reciente del gasto público, es una amenaza al modelo de política macroeconómica que ha adoptado Argentina. Una situación exactamente opuesta es la que enfrentan Brasil y Colombia, ya que estos dos países continúan teniendo los mayores déficit fiscales globales; este factor sin duda ha contribuido a hacer que estos países sean más susceptibles a la especulación cambiaria. México ha optado por una flotación más limpia. Lo mismo podría decirse de Chile, que tiene una flotación limpia desde el punto de vista de la política cambiaria, pero cuyo gobierno realiza una intervención masiva en los mercados cambiarios a través de los fondos de estabilización.

El gráfico 9 muestra la magnitud de las intervenciones oficiales en los mercados cambiarios de seis países durante las dos fases de exuberancia en los mercados señaladas antes: de julio del 2004 a abril del 2006, y de julio del 2006 a junio del 2007. En ambos casos las intervenciones incluyeron la acumulación de reservas, la cancelación de deudas con el FMI utilizando dichas reservas y, en el caso de Chile, la acumulación en el

exterior de los fondos de estabilización. Para hacer comparables las intervenciones se han estimado como equivalente anual (el segundo período de hecho cubre un año) y como proporción del PIB. Se puede apreciar que las intervenciones han sido cuantiosas. En el primer período sobresale la de Argentina, seguida por las de Perú y Brasil. En el segundo, las intervenciones fueron masivas en los casos de Argentina, Brasil y Chile y muy elevadas en Colombia y Perú. En todos los casos superaron con creces el superávit en cuenta corriente (Colombia es el único país entre estos cinco que tiene déficit en cuenta corriente), lo que indica que también absorbieron excedentes que provenían de las corrientes de capital privado. De los siete países de mayor tamaño de la región, México es el único en el cual las intervenciones oficiales en el mercado cambiario han sido limitadas.

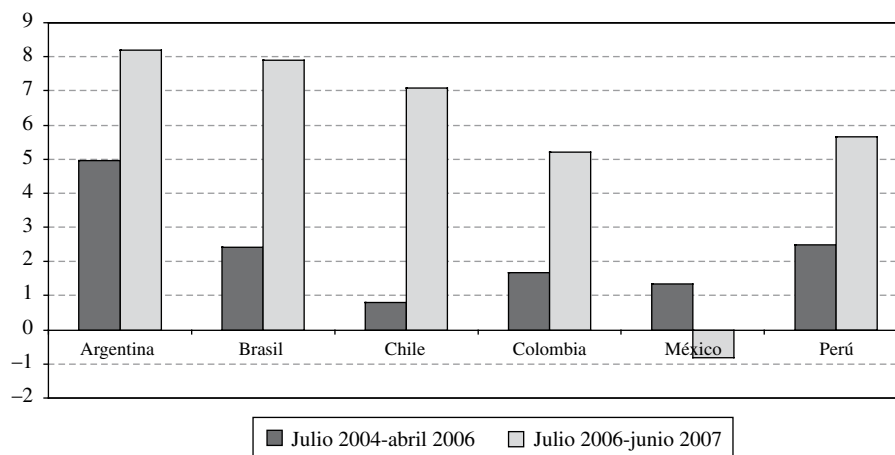
El intento de comparar las políticas monetarias y crediticias resulta más complejo. Aunque las situaciones nacionales varían, todos los países han tenido, durante el período de auge reciente, políticas monetarias y crediticias ligera o pronunciadamente procíclicas. Esto se refleja en las tasas básicas de intervención, que han aumentado menos que las tasas de la Reserva Federal estadounidense (salvo en Chile, donde es ligeramente superior), y se hace aún más evidente en la evolución de la tasa interbancaria (cuadro 5). Con la notoria excepción de Brasil (donde pese a la fuerte reducción de las tasas nominales, las tasas de interés real siguen siendo muy altas), las tasas de depósitos se han mantenido en niveles reales muy bajos (en 2006 fueron negativas en tres de los siete países). Además, con pocas excepciones, los agregados monetarios y crediticios se han elevado como proporción del PIB. El cuadro muestra dos casos preocupantes de expansión extremadamente rápida del crédito del sistema financiero al sector privado: se trata de Brasil y Colombia, no en vano los dos países donde las entradas de capital han aumentado en forma más pronunciada. La República Bolivariana de Venezuela exhibe también indicadores monetarios y crediticios claramente expansionistas.

Cabe agregar que una tendencia favorable en el frente monetario y crediticio ha sido la “desdolarización” de distintos países en los últimos años. El fenómeno más general es la tendencia a la reducción o desaparición de pasivos públicos en moneda extranjera emitidos en los mercados de capital nacionales. Argentina llevó a cabo una desdolarización radical de su sistema financiero durante la crisis de comienzos de la década, y Perú ha adoptado una desdolarización gradual (al igual que Bolivia y Uruguay, entre los países más pequeños).

<sup>9</sup> Por ejemplo, véase Williamson (2000).

GRÁFICO 9

**América Latina (seis países): Intervención oficial  
en los mercados cambiarios, en dos períodos**  
(Porcentajes del producto interno bruto)



*Fuente:* estimaciones basadas en la variación de las reservas según las Estadísticas Financieras Internacionales del FMI. En el caso de Chile se incluye en el último período los recursos ahorrados en el Fondo de Estabilización Económica y Social y en el Fondo de Reserva de Pensiones. El PIB en dólares nominales corresponde al promedio del 2004 y el 2005 en el primer período, y al 2006 en el segundo. Para el primer período, la acumulación de reservas se estima como el equivalente a un promedio de 12 meses.

Visto como un todo, una de las conclusiones más interesantes del análisis es que los desafíos que enfrenta la política macroeconómica en las principales economías de la región son muy diversos. (Al concentrarnos en los desafíos macroeconómicos no ignoramos, por supuesto, que existen otros desafíos económicos importantes, entre los que se destacan los de diversificación de la estructura productiva y, en varios países, los energéticos). Chile se encuentra en la situación más sólida, gracias a una política fiscal anticíclica exitosa; quizás se puede decir que en el 2006 en este país se pecó por exceso, dando como resultado un crecimiento relativamente lento, pero ya esta situación se ha corregido. Perú es el país que más se le asemeja en cuanto a política fiscal. Argentina también ha tenido una política macroeconómica muy exitosa, cimentada en la competitividad cambiaria y el superávit fiscal; sin embargo, si se mantiene la tendencia reciente al aumento del gasto público, se erosionaría el segundo de estos pilares. Este país es, además, con la República Bolivariana de Venezuela, el que tiene los niveles más altos de inflación.

La competitividad cambiaria y el rápido crecimiento del crédito interno son los principales problemas que enfrentan Brasil y Colombia, y su resultado más evidente es el deterioro de la cuenta corriente, que está

avanzado en Colombia y podría materializarse pronto en Brasil. La combinación de una política fiscal más austera, medidas monetarias y prudenciales para frenar el crecimiento del crédito y una mayor intervención en los mercados cambiarios —incluyendo el encaje al financiamiento externo adoptado en mayo del presente año por Colombia— pueden ser las respuestas adecuadas. Mientras se mantengan, las altas tasas de interés de Brasil seguirán siendo una invitación a las entradas de capital. México aparece, por su parte, como un caso intermedio en todas las dimensiones analizadas; sus principales problemas están asociados a la competitividad. En tal sentido, no sería ilógico que este país se integrara a la onda sudamericana (y asiática) de incorporar en su política económica un manejo cambiario más activo.

Por último, cabe resaltar que la República Bolivariana de Venezuela sobresale por tener la política fiscal más expansionista, acompañada de una política monetaria y crediticia también procíclica. Entre los países más grandes de la región, este es, por lo tanto, el único que sigue patrones de comportamiento macroeconómico que se observaron ampliamente en América Latina en el pasado y que serán sostenibles solo si se mantiene una coyuntura excepcional en el mercado petrolero.

## V

## Conclusiones

El análisis efectuado aquí apunta a tres conclusiones. La primera es que la región ya ha recibido un beneficio considerable al transformar el auge actual de los precios de materias primas en un proceso de reducción de sus pasivos externos y acumulación de reservas internacionales. La acumulación de reservas es, sin embargo, menos notoria si se la compara con el incremento que han experimentado también los pasivos de cartera, cuya característica esencial durante el período de auge reciente ha sido la mayor cantidad de recursos que los fondos de inversión internacionales invierten en los mercados accionarios y de bonos locales. Al mismo tiempo, la cuenta corriente, ajustada por los términos de intercambio, se encuentra en un proceso de deterioro, que terminará por eliminar el elemento más destacado de la coyuntura reciente: la coincidencia de un superávit en cuenta corriente con un rápido crecimiento económico. Esta combinación tiene, por lo tanto, su origen en un auge excepcional de los precios de los hidrocarburos y los productos mineros (más que los agrícolas), y no refleja, como en Asia oriental, una alta competitividad internacional.

La segunda conclusión es que no hay que olvidar las perturbaciones que pueden generar los mercados financieros internacionales y que han sido evidentes de diversas maneras en los últimos años. La más importante fue la entrada masiva de capital en los países de mayor tamaño de la región durante los dos períodos de exuberancia en los mercados financieros internacionales —entre mediados del 2004 y abril del 2006, y entre mediados del 2006 y mediados del 2007—, particularmente en el segundo de ellos. En los dos países más sensibles a este fenómeno, Brasil y Colombia, la afluencia masiva de capital se reflejó en un crecimiento acelerado del crédito del sistema financiero al sector privado y en una apreciación excesiva de las monedas nacionales, cuyos riegos ya comienzan a ser evidentes. En la medida en que la fuente de perturbación es la exuberancia de los mercados financieros, conviene adoptar medidas preventivas orientadas a frenar el ingreso de capital. Chile y Colombia las utilizaron con provecho en los años 1990. Colombia adoptó también medidas de este tipo durante la bonanza reciente, aunque solo cuando la afluencia de capital y la apreciación de la moneda se encontraban en una etapa muy avanzada.

Por último, es necesario generalizar y consolidar las dos grandes innovaciones de la política macroeconómica latinoamericana de los últimos años, que se complementan mutuamente: el manejo fiscal anticíclico, desarrollado en forma pionera por Chile y en menor medida por Perú, y la intervención activa en los mercados cambiarios, con la consecuente acumulación de reservas internacionales. El caso más destacado de esta última política es Argentina, donde se corrobora además la complementariedad que ha existido entre el objetivo de competitividad cambiaria y el mantenimiento de un superávit fiscal (en riesgo de erosionarse, sin embargo, debido a la política fiscal expansionista reciente).

En la medida en que se intervenga activamente en los mercados cambiarios, quizás vale la pena reconocer que el tipo de cambio real es un objetivo legítimo de la política macroeconómica, algo que, salvo en el caso argentino, sigue siendo más implícito que explícito. La ausencia de un piso efectivo para el tipo de cambio puede tornarse, de hecho, en una invitación a la entrada de capital durante períodos en que los agentes privados esperan una apreciación de las monedas. Brasil y Colombia han sido víctimas evidentes de la afluencia de capital especulativo que busca beneficiarse de tales tendencias cambiarias. La reversibilidad de estos flujos es un riesgo evidente en todos los países, pero especialmente en estos dos.

Por eso, no sería ilógico evolucionar hacia un régimen cambiario asimétrico que compense la asimetría enfrentada por los países en desarrollo en los mercados de capital internacionales, vale decir, amplio acceso en las fases de auge y acceso insuficiente en las fases de crisis. Dicho régimen establecería un piso para el tipo de cambio (que puede tomar la forma de un tipo de cambio móvil durante los períodos de auge), pero dejaría flotar las monedas durante los períodos de crisis. Las reservas internacionales acumuladas durante los auges se utilizarían para intervenir en los mercados cambiarios durante las crisis para lograr un ajuste ordenado del tipo de cambio y otros objetivos que tengan las autoridades, en particular en materia de tasas de interés. Obviamente, la acumulación de reservas durante los períodos de auge debe ser debidamente esterilizada, tarea que se facilita si está acompañada de un superávit fiscal, es decir, de una política fiscal anticíclica.

## Bibliografía

- Banco de la República (2007): Volatilidad de la tasa de cambio, Documento SGMR-SGEE-017-01-J, Bogotá, D.C., enero.
- Calvo, G. y E. Talvi (2007): Current Account Surplus in Latin America: Recipe Against Capital Market Crises? Disponible en [http://www.rgemonitor.com/latamblog/author/44//guillermo\\_calvo\\_and\\_ernesto\\_talvi](http://www.rgemonitor.com/latamblog/author/44//guillermo_calvo_and_ernesto_talvi).
- CEPAL (Comisión Económica para América Latina y el Caribe) (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.
- \_\_\_\_\_ (2007a): *Estudio económico de América Latina y el Caribe, 2006-2007*, Documento informativo, Santiago de Chile.
- \_\_\_\_\_ (2007b): Confusion and uncertainty in credit markets, LC/WAS/R.47, Washington, D.C., oficina de la CEPAL en Washington, D.C., septiembre.
- Frenkel, R. (2007): *La sostenibilidad de la política de esterilización*, documento de trabajo, N° 7, Buenos Aires, Centro de Economía y Finanzas para el Desarrollo de Argentina, agosto.
- Izquierdo, A., R. Romero y E. Talvi (2007): *Business Cycles in Latin America: The Role of External Factors*, Washington, D.C., Banco Interamericano de Desarrollo/CERES, septiembre.
- 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.
- Kuczynski, P.-P. y J. Williamson (comps.) (2003): *After the Washington Consensus: Restarting Growth and Reform in Latin America*, Washington, D.C., Instituto de Economía Internacional.
- Machinea, J.L. y O. Kacef (2007): La coyuntura económica de América Latina: ¿hay lugar para el optimismo?, en J.L. Machinea y N. Serra (comps), *Hacia un nuevo pacto social. Políticas económicas para un desarrollo integral en América Latina*, Santiago de Chile, Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL)/Fundación CIDOB.
- Marfán, M. (2005): La eficacia de la política fiscal y los déficit privados: un enfoque macroeconómico, en J. A. Ocampo (comp.), *Más allá de las reformas: dinámica estructural y vulnerabilidad macroeconómica*, Bogotá, D.C., Alfaomega/CEPAL.
- Naciones Unidas (2006): *Estudio económico y social mundial 2006: crecimiento y desarrollo divergentes*, Nueva York. Publicación de las Naciones Unidas, N° de venta: 06.II.C.1.
- \_\_\_\_\_ (2007): *World Economic Situation and Prospects 2007*, Nueva York. Publicación de las Naciones Unidas, N° de venta: 07.II.C.2.
- Ocampo, J.A. (2004): *Reconstruir el futuro: globalización, desarrollo y democracia en América Latina*, Bogotá, D.C., Grupo Editorial Norma/CEPAL.
- Ocampo, J. A. y M. A. Parra (2003): Los términos de intercambio de los productos básicos en el siglo XX, *Revista de la CEPAL*, N° 79, LC/G.2200-P, Santiago de Chile, abril.
- Williamson, J. (2000): Exchange rate regimes for emerging markets: reviving the intermediate option, *Policy Analyses in International Economics* 60, Washington, D.C., Instituto de Economía Internacional.