

# Ensayos Económicos

---

**¿Cómo fue el desempeño de América Latina durante la crisis financiera global?**

José Antonio Ocampo

**Reformas financieras e inestabilidad financiera**

Pablo Gluzmann, Martín Guzman

**Diversificación de las reservas internacionales**

Ousmène Mandeng

**Un análisis de cointegración del principio de la demanda efectiva en Argentina (1980-2007)**

Florencia Médici

***Apuntes de la crisis global***

**Crisis de la deuda en la Eurozona y situación de los bancos europeos | José Manuel Duarte Inchausti**

**Política monetaria de los principales bancos centrales durante la crisis 2007-2011 | Nerina Reyna, Carlos F. Suárez Dóriga, Matías Vicens**

***Premio Raúl Prebisch 2010***

**Banco Central, una institución indispensable para el desarrollo | Federico Tassara, Pablo Borio**

**Raúl Prebisch, entre la teoría y la práctica | Guillermo E. Nakhlé**

61

62

Enero - Junio de 2011



**ie | BCRA**  
INVESTIGACIONES ECONÓMICAS

# ¿Cómo fue el desempeño de América Latina durante la crisis financiera global?

**José Antonio Ocampo\***

Universidad de Columbia

## Resumen

¿Alcanzó América Latina un nuevo estándar con su desempeño durante la reciente crisis financiera mundial y, más aún, durante el reciente ciclo económico? Ciertamente un nivel de prudencia macroeconómica estuvo ciertamente presente durante el reciente auge, y la región respondió a la reciente crisis sin mostrar los dramáticos ajustes de balanza de pagos y los colapsos del sistema financiero típicos del pasado. Sin embargo, parece haber un significativo nivel de complacencia en los gobiernos de la región, en los organismos multilaterales y en algunos analistas sobre el reciente desempeño macroeconómico. El presente trabajo muestra los efectos de los eventos externos y de las políticas domésticas en América Latina durante la reciente crisis financiera global y sus implicancias de política, y sostiene que si bien hay buenas noticias, ciertamente no hay lugar para la euforia. El reciente desempeño de la región no ha sido ni sobresaliente ni generalizado, y tampoco puede explicarse solamente por los esfuerzos propios de la región.

*Clasificación JEL:* E30, E60, G01.

*Palabras clave:* América Latina, ciclo económico, crisis financiera global, política económica.

---

\* Profesor de la Universidad de Columbia. Anteriormente Secretario General Adjunto de las Naciones Unidas para Asuntos Económicos y Sociales, Secretario Ejecutivo de la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL) y Ministro de Hacienda de Colombia. Este documento es una versión revisada de un trabajo previo preparado por el autor como parte de sus actividades como Will Clayton Fellow en Economía Internacional del Instituto de Política Pública James A. Baker III de la Universidad de Rice, y presentado en una conferencia sobre el impacto de la crisis financiera reciente en América Latina, organizada por el Observatorio sobre América Latina del New School University. Las opiniones vertidas en este trabajo son del autor y no se corresponden necesariamente con las del BCRA o sus autoridades. Email: ocampo.joseantonio@yahoo.com.

# How Well has Latin America Fared During the Global Financial Crisis?

**José Antonio Ocampo**

Columbia University

## Summary

Has Latin America broken new ground with its performance during the recent global financial crisis and, furthermore, during the recent business cycle? Some level of macroeconomic prudence was certainly present during the recent boom, and the region responded to the recent crisis without the dramatic balance of payment adjustments and banking collapses that were typical in the past. But there seems to be a significant level of complacency among regional governments, international organizations, and some analysts about recent macroeconomic performance. This paper looks at the effects of external events and domestic policies on Latin America during the recent global financial crisis and its policy implications, and argues that, while there is indeed good news, there is certainly no ground for euphoria. Latin America's recent performance has not been so outstanding or widespread, nor is this performance associated only with the region's own efforts.

*JEL:* E30, E60, G01.

*Keywords:* business cycle, economic policy, global financial crisis, Latin America.

## I. Introducción

¿Tuvo América Latina un desempeño excepcional durante la reciente crisis financiera global y, más aún, durante el último ciclo económico? Hubo, sin duda, un cierto nivel de prudencia macroeconómica durante el auge reciente y la región respondió a la crisis sin los ajustes drásticos de balanza de pagos y los colapsos bancarios típicos del pasado. Sin embargo, parece haber un significativo nivel de complacencia entre los gobiernos regionales, las organizaciones internacionales y algunos analistas sobre su reciente desempeño macroeconómico. Este trabajo sostiene que, si bien las noticias son buenas, no hay razones para la euforia. El desempeño reciente de América Latina no ha sido tan sobresaliente ni tan generalizado, ni es producto exclusivo de los esfuerzos propios de la región.

Entre los años 2003 y 2007, América Latina experimentó el crecimiento económico más acelerado desde fines del prolongado auge de posguerra, que finalizó a mediados de los años setenta. El auge fue de base amplia y más sólido en las economías pequeñas y medianas que en las dos economías más grandes de la región (Brasil y México), aunque no fue espectacular en comparación con el del este de Asia. A diferencia del período posterior a las reformas de mercado que se iniciaron a mediados de los años ochenta (y antes en algunos países del Cono Sur), sus efectos sociales también fueron favorables. El empleo formal creció, el desempleo cayó y la pobreza descendió en forma marcada, como producto en este último caso del crecimiento y una mejor distribución del ingreso en varios países. La combinación de buen desempeño económico y resultados sociales positivos es considerada como una característica distintiva del desempeño latinoamericano de los últimos años (vea, por ejemplo, Cornia, 2010). Si bien el auge reciente refleja mejoras de política, el crecimiento también se basó en una combinación inusual de condiciones externas favorables: rápido crecimiento del comercio mundial, auge de los precios de los productos básicos, amplio acceso al financiamiento internacional a costos históricamente bajos y un alto nivel de remesas de los trabajadores migrantes.<sup>1</sup>

Además, América Latina logró escapar de la primera fase de la crisis financiera global, es decir, al colapso de los activos titularizados de baja calidad (*subprime*) de Estados Unidos en agosto de 2007. Sin embargo, desde entonces, el financiamiento externo fue más irregular y las primas de riesgo subieron. Además, se

---

<sup>1</sup> Vea un extenso análisis del auge en BID (2008), Izquierdo, Romero y Talvi (2008) y Ocampo (2007).

desaceleró el crecimiento de las remesas debido a las menores oportunidades de empleo en los países receptores, en especial en el sector de la construcción en Estados Unidos.<sup>2</sup> A pesar de ello, la continuidad del auge del precio de los productos básicos hasta mediados de 2008 y las políticas expansivas en algunos casos (sobre todo en Brasil) permitieron que algunos países siguieran creciendo durante el primer semestre de 2008. Por lo tanto, podría considerarse que el cambio de tendencia en los precios de los productos básicos a mediados de dicho año constituyó el punto de inflexión para la región. Pero, la rápida propagación de la crisis fue desatada en América Latina, como en el resto del mundo, por la quiebra de Lehman Brothers a mediados de septiembre de 2008, seguida por la crisis financiera generalizada, la recesión global y el colapso del comercio internacional.

A partir de ese momento, América Latina vivió una fuerte recesión, una de las más profundas del mundo en desarrollo, incluyendo bajo este rótulo a las llamadas “economías emergentes”. Sin embargo, los canales externos de transmisión fueron diferentes en comparación a crisis pasadas. Como resultado de la significativa mejora en los balances externos durante el auge precedente, y de la serie de estímulos y paquetes de rescate de los países industrializados, los canales de transmisión financieros fueron más débiles y más breves en su duración que en las crisis anteriores. Los países disfrutaron de algún espacio para las políticas macroeconómicas anticíclicas. Las agresivas políticas expansivas de China y el retorno de las rápidas tasas de crecimiento del gigante asiático también aceleraron la recuperación de los precios de los productos básicos a niveles históricamente altos, en especial, en el caso de la energía y los minerales. En cambio, el colapso del volumen de comercio afectó mucho a los exportadores de servicios y de manufacturas como producto de la contracción de la demanda mundial y, sobre todo, en los Estados Unidos. Por su parte, las remesas tuvieron un fuerte impacto en los países más pequeños. El efecto neto de esta combinación de perturbaciones de origen externo fue muy desigual. Varios países de América del Sur experimentaron una rápida recuperación, que compensó con creces la recesión o desaceleración de 2009, mientras que a México y a varios países de América Central no les fue tan bien y la recesión continuó profundizándose en Venezuela hasta comienzos de 2010.

Este ensayo analiza los efectos de los acontecimientos externos y las políticas internas de América Latina durante la reciente crisis financiera global, así como sus implicaciones de política económica. Está dividido en cuatro secciones, la

---

<sup>2</sup> Vea un análisis de este problema en relación con México en JPMorgan (2008).

primera de las cuales es esta introducción. La segunda considera los canales de transmisión y sus efectos en la región. La tercera sección analiza las respuestas de política y la cuarta las principales lecciones que pueden extraerse de esta coyuntura.

## II. El impacto de la crisis

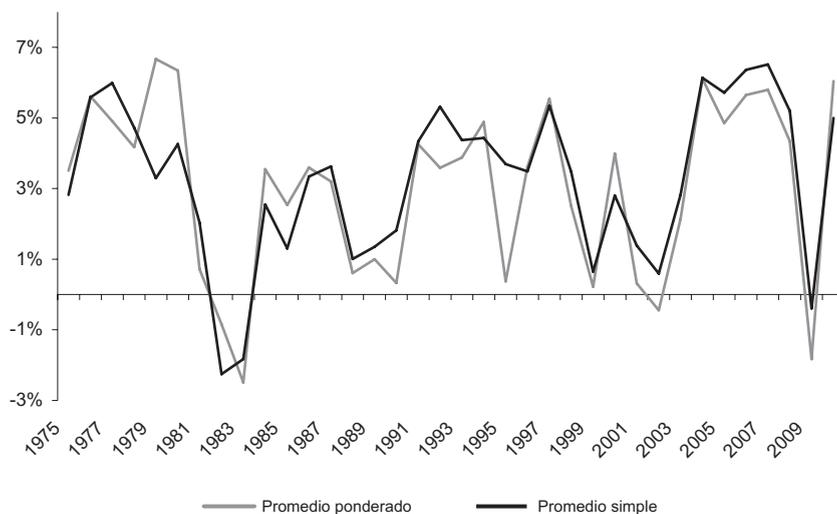
La crisis financiera global produjo una profunda recesión en América Latina en el último trimestre de 2008 y el primero de 2009. El impacto inicial sobre el Producto Interno Bruto (PIB) fue más fuerte que en los países de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE) en términos absolutos y, en especial, con relación a las tasas de crecimiento imperantes durante los años del auge (Comisión Económica para América Latina y el Caribe [CEPAL], 2010b, Recuadro I.1). Además, durante el conjunto del año 2009, América Latina ocupó el segundo lugar, detrás de las economías de transición de Europa Central y del Este y de Asia Central, en términos de la intensidad de dicho impacto (Ocampo *et al.*, 2010; Naciones Unidas, 2010). El Gráfico 1 indica que se trató de la peor recesión regional desde la crisis de la deuda de los años ochenta y la primera, desde entonces, en la cual el promedio simple de las tasas de crecimiento del PIB de la región fue negativo, lo que indica que los efectos fueron generalizados. En particular, hubo una marcada desaceleración con respecto a las tasas de rápido crecimiento que habían caracterizado a América Latina durante el auge de 2003-2007 (siete puntos porcentuales).

La magnitud de la desaceleración o recesión inicial y de la recuperación fue bastante diversa en la región.<sup>3</sup> Esto se refleja en el Gráfico 2, que compara el crecimiento del PIB anual per cápita de los países de América Latina durante los años 2009 y 2010. En términos generales, se observa una diferencia clara entre el Norte y el Sur, con un mejor desempeño de América del Sur en comparación con México y América Central. Es interesante señalar que este patrón es absolutamente distinto a la perturbación previa y más prolongada del período 1998-2003, durante la cual América del Sur se vio más afectada. Pero también se observan marcadas diferencias dentro las dos subregiones: una nación sudamericana, Venezuela, es la de peor desempeño, mientras que a dos países del norte de la región (República Dominicana y Panamá) les fue relativamente bien.

---

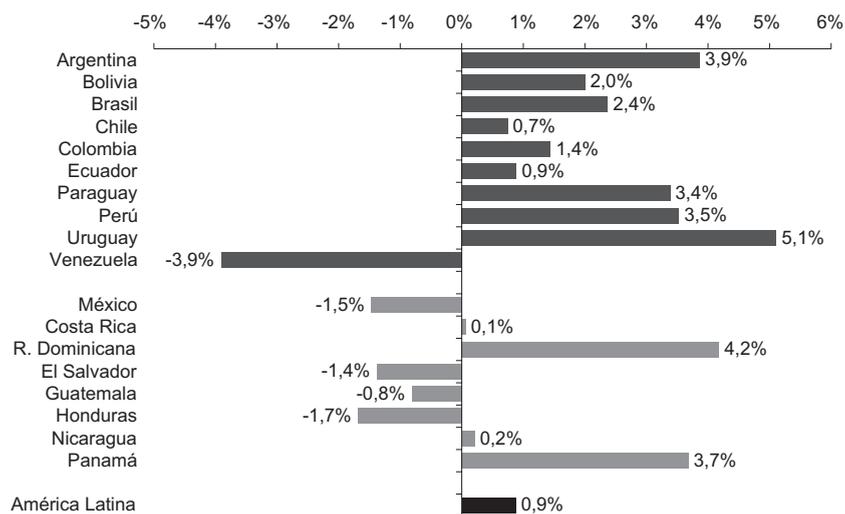
<sup>3</sup> Vea un análisis detallado en CEPAL (2010b) y FMI (2010a).

**Gráfico 1 / Crecimiento del PIB de América Latina, 1975-2010**



Fuente: estimado en base a datos de CEPAL.

**Gráfico 2 / Crecimiento del PIB per cápita, 2008-2010 (tasa anual)**



Fuente: estimado en base a datos de CEPAL.

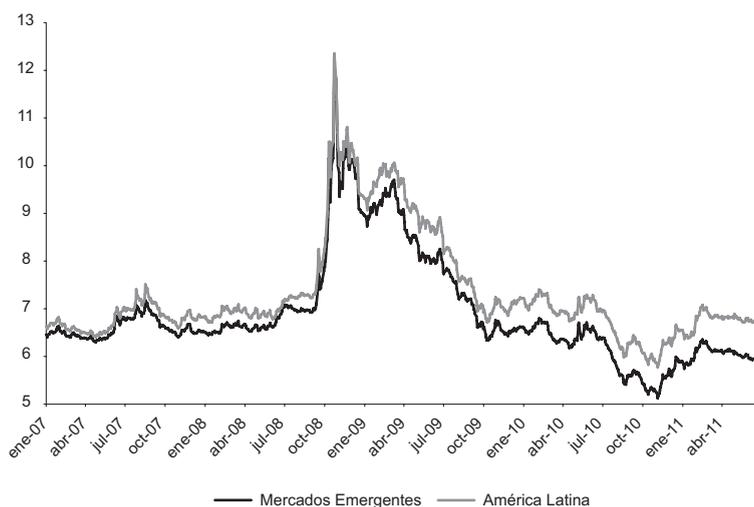
El variado desempeño refleja en parte las políticas nacionales. Por ejemplo, la marcada divergencia entre Brasil y Venezuela sólo puede explicarse en base a factores internos: una activa política anticíclica en el primero y políticas procíclicas y una crisis tradicional en el segundo. En términos más amplios, la mejora del balance externo, una regulación prudencial más sólida y, en menor grado, mejores cuentas fiscales durante los años del auge dieron a varios países capacidad de maniobra para aplicar políticas económicas anticíclicas (vea la Sección III). Pero los factores externos también desempeñaron un papel importante. Esto incluye a los patrones de especialización, en especial, la fuerte dependencia de América del Sur a los productos básicos en un contexto internacional en el cual, como resultado de la demanda de China, los precios de estos productos se mantuvieron relativamente altos y se recuperaron con rapidez después de la caída inicial. En el área financiera, diversos factores internacionales también cumplieron una función importante en la fuerte recuperación de los mercados de capitales –aunque no del financiamiento bancario– gracias a la política monetaria anticíclica masiva y a los rescates financieros en los países industrializados. En este sentido, una diferencia básica entre la crisis actual y la crisis de la deuda de la década de 1980, y también con respecto a la crisis de las economías emergentes que se inició en 1997, es que hubo una reacción internacional generalizada para contener sus efectos. El único precedente en tal sentido había sido la respuesta, liderada por Estados Unidos, a la crisis mexicana de diciembre de 1994.

Por consiguiente, la naturaleza de los canales de transmisión tuvo muchas novedades. Un factor nuevo, aunque negativo, fue la marcada contracción de las remesas, que llegó con un rezago. La contracción inicial no fue severa pero, para el segundo y tercer trimestre de 2009 las remesas cayeron a una tasa del 17% en comparación con los mismos trimestres del año anterior, y un 15% para el año en su conjunto (CID/Fondo Multilateral de Inversiones [FOMIN], 2010). Su impacto general en la región fue moderado, pero tuvo efectos importantes en los países más pequeños de América Central y el Caribe, que dependen mucho de las remesas, y también de los servicios (turismo y transporte) que prestan en buena medida los trabajadores migrantes de esos países que residen en los Estados Unidos.

En un principio, el impacto financiero fue severo. Las entradas de capitales se interrumpieron y las primas de riesgo aumentaron sustancialmente. Sin embargo, la intensidad de estas turbulencias iniciales fue más débil y su duración fue mucho más breve que en crisis anteriores. Esto se refleja en el Gráfico 3, que ilustra la evolución de los rendimientos de los bonos de América Latina durante los últimos años. Los

márgenes de riesgo se ampliaron a mediados del año 2007 como resultado de la crisis de las hipotecas de baja calidad, pero la reducción de las tasas de interés de referencia (bonos del Tesoro de Estados Unidos a 10 años) hizo que los rendimientos retornaran a los niveles iniciales hacia fines de ese año. Los rendimientos aumentaron de manera significativa a mediados de septiembre de 2008, durante la fase más dura de la crisis financiera generalizada, siguiendo la tendencia de la mayoría de los activos financieros a nivel mundial. Además, algunas empresas de Brasil y México sufrieron pérdidas masivas en los mercados de derivados financieros. Sin embargo, los rendimientos empezaron a moderarse hacia fines de 2008 y, en especial, durante el segundo trimestre de 2009, y alcanzaron los niveles previos a la crisis alrededor de un año después de la caída de Lehman. En términos estrictos, esto se debió a que los márgenes de riesgo más altos (en alrededor de 150 a 200 puntos básicos en comparación con la situación previa a la crisis de las hipotecas de baja calidad de agosto de 2007) fueron compensados por las tasas de referencia más bajas. Para los siete países más grandes de América Latina, los rendimientos se encuentran hoy por debajo de los niveles previos a la crisis, con excepción de las dos naciones en las que los márgenes reflejan un elemento de "riesgo político" (Argentina y Venezuela). Las repercusiones de los acontecimientos de Dubai de fines de 2009 y las turbulencias que sufrió Europa durante el primer semestre de 2010 fueron insignificantes.

**Gráfico 3 / Rendimiento de los bonos: América Latina vs. el promedio de los mercados emergentes (% anual)**



Fuente: JPMorgan.

La etapa de la recuperación financiera se reflejó en muchas otras tendencias.<sup>4</sup> Hubo un período de emisión irregular de bonos después de la crisis de las hipotecas de baja calidad de agosto de 2007 y las emisiones se interrumpieron desde mediados de 2008, poco tiempo antes del colapso de Lehman, lo que refleja nuevamente que el punto de quiebre fue la reversión de las tendencias en los precios de productos básicos. Sin embargo, la emisión de bonos se reinició en diciembre de 2008 y comenzó a experimentar un nuevo auge desde mediados de 2009, en especial para los emisores corporativos. El comportamiento de las bolsas de valores de América Latina tuvo uno de los comportamientos más favorables (si no el más favorable) del mundo durante las turbulencias financieras internacionales: en el punto más álgido de la crisis, en los días posteriores a la caída de Lehman, los precios de las acciones siguieron duplicando (en términos de dólares) los niveles de mediados de 2004, momento en el que despegó el auge de las bolsas a nivel mundial, y también se recuperaron, junto con otros mercados bursátiles, a partir del segundo trimestre de 2009. Las reservas internacionales de las siete economías más grandes de América Latina registraron una caída mínima durante lo peor de la crisis (de US\$ 435.000 millones en septiembre de 2008 a US\$ 411.000 millones en febrero de 2009) antes de volver a subir con bastante dinamismo, con Venezuela como única excepción. De manera igualmente importante, y una vez más en marcado contraste con las crisis anteriores, no hubo ninguna crisis financiera interna en toda la región. Finalmente, el ciclo de breve interrupción de los flujos seguido por una fuerte recuperación del financiamiento externo se vio reflejado en los patrones de tipo de cambio de las economías con una política cambiaria más flexible.

Esto nos permite afirmar que, aunque el origen del huracán estuvo en el sector financiero de los países industrializados, ésta fue la crisis menos severa que padeció América Latina en términos estrictamente financieros. Y esto es así no sólo en comparación con la crisis de la deuda de los años ochenta y con la crisis global de los mercados emergentes de fines del siglo XX, sino también con la crisis de 1930, que derivó en una suspensión generalizada de los pagos de la deuda externa.

En términos del comercio internacional, la crisis reciente tuvo dos características destacadas. En primer lugar, y una vez más a diferencia de las tres crisis anteriores

---

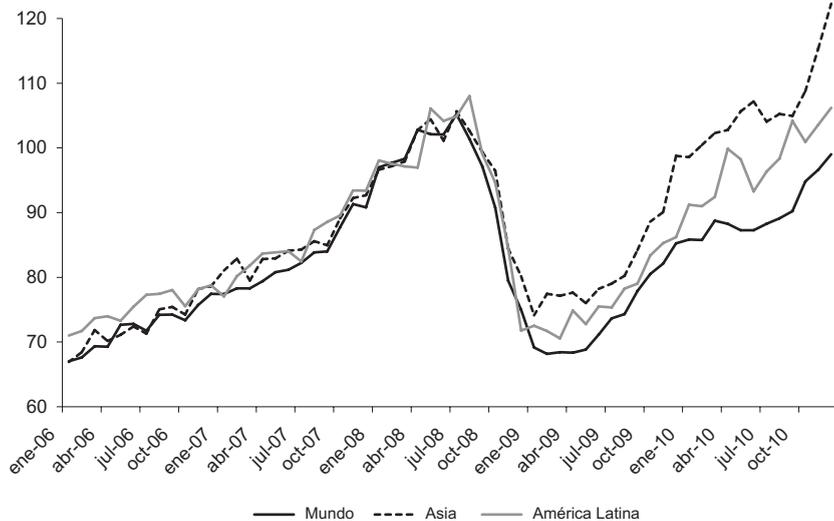
<sup>4</sup> Para un análisis más profundo de estas tendencias, veáse Ocampo (2009) y el análisis de los flujos de capitales de la CEPAL (2010c).

(la de la década de 1980, la crisis mexicana de 1994-1995 y la crisis del período 1997-2002), cuando el comercio mundial siguió creciendo y facilitó la recuperación mediante la expansión de las exportaciones, en esta oportunidad el colapso del comercio no sólo fue drástico sino también mundial en su alcance. En segundo término, y a diferencia de la mayoría (o incluso de todas) las crisis comerciales de la historia, los productos básicos tuvieron un desempeño relativamente favorable. Tal como ya se señaló, la demanda de China fue crucial en este sentido. La temprana recuperación del comercio latinoamericano se debió, en parte, a la capacidad de los países de la región para aprovechar la recuperación del comercio asiático y de los precios de los productos básicos liderada por China.

Estos patrones pueden observarse con claridad en los Gráficos 4 y 5. El Gráfico 4 muestra el drástico colapso en el valor de las exportaciones mundiales, que descendió alrededor de un tercio en relación con el pico alcanzado durante el primer semestre de 2008. Las exportaciones latinoamericanas siguieron la tendencia, cayendo ligeramente menos que el promedio mundial. Un análisis más a fondo revela que América Central tuvo un mejor desempeño que México y América del Sur; entre estos dos, México experimentó una severa contracción en términos de volumen, mientras que América del Sur tuvo lo propio pero en los precios (CEPAL, 2010a). Los datos también indican que el comercio intrarregional experimentó una marcada caída, una vez más con la excepción parcial de América Central, y que las exportaciones de América del Sur a China fueron las de mejor desempeño, contrayéndose sólo ligeramente durante la peor fase de la crisis y facilitando la recuperación de las exportaciones latinoamericanas de ahí en adelante. Las exportaciones mundiales se recuperaron desde el segundo semestre, con Asia a la cabeza y con América Latina ocupando el segundo lugar en el escenario mundial.

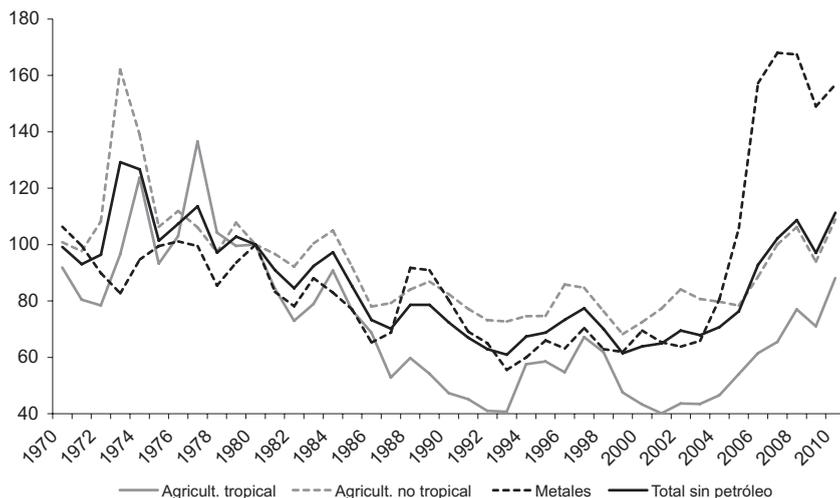
Por su parte, los precios de los productos básicos tuvieron un desempeño particularmente bueno. Tal como se indicó al comienzo de este trabajo, ésta había sido una característica esencial durante el auge de 2004-2007, que continuó hasta el primer semestre de 2008. El Gráfico 5 muestra la evolución de los precios reales de los productos básicos no petroleros desde los años setenta. Revela, además, que hay una diferencia significativa entre los precios agrícolas y los precios de los minerales, con el petróleo (que no se reproduce aquí) con un patrón similar al de los metales. Para los productos agrícolas, el auge del período 2006-2008 fue sólo una recuperación de los precios reales muy deprimidos que

**Gráfico 4 / Valor de las exportaciones mundiales (1er. semestre 2008=100)**



Fuente: en base a datos de la Oficina de Análisis de Política Económica de los Países Bajos (CPB).

**Gráfico 5 / Precios reales de los productos básicos no petroleros (1980=100)**



Fuente: Ocampo y Parra (2010), y actualizados con la misma metodología. Los precios de los commodities fueron deflactados por el Valor Unitario de las Manufacturas estimado por el Banco Mundial.

habían predominado desde los años ochenta, que además sólo fue parcial en el caso de la agricultura tropical. Por el contrario, los precios de los metales alcanzaron picos históricos en términos reales en el período 2006-2008. Una de las reflexiones de esta tendencia es que las mejoras de los términos de intercambio durante el auge se concentraron en las economías exportadoras de minerales (incluyendo el petróleo): Venezuela y Chile, seguidos por Bolivia, Ecuador, Perú y Colombia, con Argentina, exportadora de productos agrícolas, apenas en el séptimo lugar de la lista y con un auge tardío (Ocampo, 2009, Gráfico 2). Después del colapso inicial, los precios de los productos básicos se recuperaron con rapidez y el nivel real promedio siguió siendo favorable en 2009, en especial, una vez más, en el caso de los metales.

Por lo tanto, las perturbaciones externas tuvieron efectos muy diversos. Los exportadores de productos básicos disfrutaron de una situación favorable en comparación con los exportadores de manufacturas y con los países que dependen de las remesas. Esto explica buena parte de la diversidad de efectos de la crisis en toda América Latina, en especial su patrón “norte-sur”. Los acontecimientos financieros explican la cronología: un fuerte impacto inicial seguido por una rápida recuperación. Pero los factores internos también desempeñaron un papel importante.

### **III. Capacidad de resistencia y respuestas de política**

La necesidad de adoptar políticas macroeconómicas anticíclicas como respuesta al choque adverso generó un consenso mundial inicial durante la crisis reciente, seguido por una creciente divergencia de opiniones sobre cómo combinarlas con la sostenibilidad fiscal. Esto se observa con claridad en el contundente retorno de la palabra “anticíclico”, que había sido erradicada o al menos marginada del léxico de la economía convencional predominante en las últimas décadas. También sirvió para dar forma a la respuesta macroeconómica del Grupo de los 20 y de las instituciones financieras internacionales, tanto el FMI como los bancos multilaterales de desarrollo. En el caso del FMI, derivó en la duplicación de todas las líneas de crédito, la creación de nuevas líneas preventivas y la posibilidad de utilizar las líneas tradicionales con esa finalidad. Se capitalizaron los bancos multilaterales de desarrollo, los que también respondieron ampliando considerablemente su oferta de crédito y reconociendo de manera explícita que desempeñan un papel anticíclico. La Reserva Federal de Estados Unidos extendió los canjes

(*swaps*) a algunos países emergentes, en especial a Brasil y México en América Latina, y China hizo lo propio con Argentina.

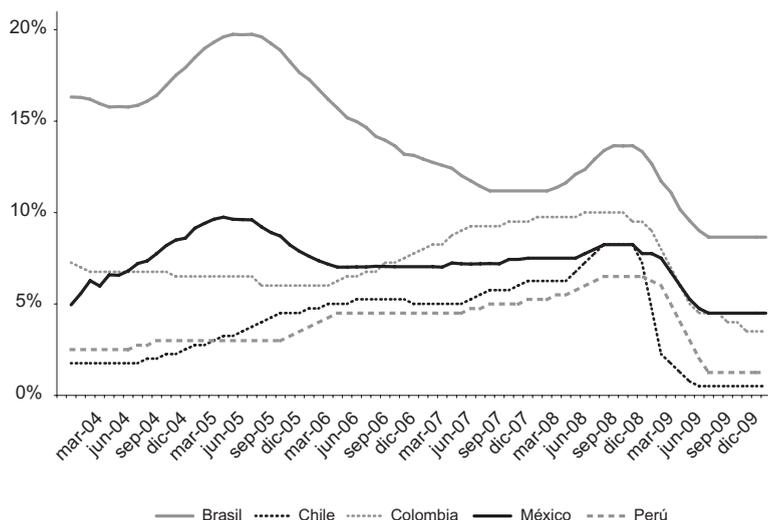
Además, varios países latinoamericanos tuvieron mayor capacidad de maniobra que en el pasado para adoptar políticas macroeconómicas anticíclicas. Sin embargo, las razones por las que disfrutaron de este “espacio de política” siguen siendo motivo de debate. De acuerdo con el FMI (2009, Capítulo III) entre otros, este fenómeno refleja “esquemas de política económica más sólidos”, lo que en su interpretación significa una combinación de metas de inflación, tipos de cambio flexibles, sostenibilidad fiscal, perfiles adecuados de deuda del sector público y déficits en cuenta corriente sostenibles. Denominaremos a este paradigma el “nuevo esquema de política económica ortodoxa”. Las interpretaciones alternativas subrayan la necesidad de diseñar esquemas anticíclicos explícitos cuyo principal propósito sea suavizar los ciclos económicos (es decir, la actividad económica real y el empleo) generados por los flujos de capital procíclicos que enfrentan los países en desarrollo (vea Ocampo, Rada y Taylor, 2009, capítulo 7). En algunos casos, el esquema ortodoxo puede ayudar a alcanzar objetivos anticíclicos, pero en otros no. Un punto de encuentro entre ambas interpretaciones es el consenso que existe sobre la importancia de una regulación y supervisión prudencial sólidas de las instituciones financieras locales.

Durante la reciente crisis, el cambio más importante se produjo en el área monetaria. Los países pudieron evitar el alza inicial de las tasas de interés, un factor que caracterizó a las crisis anteriores (García y Marfán, 2011). Esto llegó con un rezago después del estallido de la crisis global en septiembre de 2008, debido a la persistencia inicial de tendencias adversas en los precios de los alimentos que habían derivado en una aceleración de la inflación en la mayoría de los países durante el primer semestre de 2008. Entre las economías que utilizan las tasas de interés del Banco Central como principal instrumento de política, Colombia inició el proceso de reducción de estas tasas en diciembre de 2008, pero el país que dio pasos más agresivos fue Chile, durante el primer semestre de 2009, seguido por Colombia y Perú, mientras que Brasil y México se mostraron algo renuentes a reducir las tasas de política en forma tan drástica (véase el Gráfico 6). Téngase en cuenta, sin embargo, que esto no refleja una política anticíclica consistente por parte de los bancos centrales durante el ciclo económico reciente porque, con excepción de Colombia, no tomaron medidas para enfriar la economía durante los años de auge, y el aumento de las tasas de interés llegó relativamente tarde en el proceso (cuando se produjo el alza

internacional de precios de los alimentos). Esto puede estar reflejando los sesgos que genera la focalización exclusiva (o primaria) en las metas de inflación, dado que la apreciación del tipo de cambio durante los auges ayuda a conseguir bajas tasas de inflación pese al auge de la demanda interna, mientras la cuenta corriente de la balanza de pagos se deteriora para absorber el exceso de demanda interna.

Durante la crisis se adoptaron otras políticas monetarias y crediticias expansivas, incluyendo la reducción de encajes, que revirtieron los aumentos que se habían producido durante el período de aceleración de la inflación, y la creación de algunas líneas de crédito por parte de los bancos centrales. En oposición al nuevo esquema ortodoxo, también incluyeron el uso de los bancos estatales como instrumento activo para aumentar los préstamos locales. Esta política, que fue el eje de las medidas anticíclicas centrales en China e India, fue utilizada por varios países latinoamericanos, pero sólo tuvo un impacto importante en Brasil debido a la alta participación de los bancos del sector público en ese país. Fuera de Brasil, el crédito no experimentó una recuperación rápida, lo que indica que los efectos de las políticas monetarias expansivas fueron limitados.

**Gráfico 6 / Decisiones de tasa de interés de los Bancos Centrales (tasa % anual)**



Fuente: CEPAL.

De igual importancia es el hecho de que América Latina pudo evitar crisis financieras internas, una de las características centrales de sus crisis pasadas. Las fuertes regulaciones prudenciales que se habían puesto en marcha como respuesta a las crisis del pasado fueron una parte importante de esta historia, si bien no incluyeron regulaciones prudenciales anticíclicas, tema que había estado en la agenda durante varios años como resultado de la experiencia pionera de España en este campo. Sí incluyeron, en cambio, intentos por reducir la dolarización en países con un gran porcentaje de activos y pasivos internos en moneda extranjera, o por gestionar los riesgos adicionales que generan. Perú y Uruguay fueron dos ejemplos importantes en este sentido, mientras que Bolivia también pudo reducir la dolarización de la deuda interna del sector público. También fue importante el bajo nivel de dependencia a los fondos externos para el financiamiento bancario, un punto en el que Chile es un ejemplo menos exitoso (CEPAL, 2009).

En cuanto a la política cambiaria, hubo diversas estrategias pero ninguna de ellas pertenece al estándar ortodoxo de una política de tipo de cambio flexible pura. Entre las grandes economías de la región, Brasil, Chile, Colombia, Perú y México lograron absorber parte del impacto inicial mediante la flexibilidad en el tipo de cambio; a su vez, todos estos países experimentaron una apreciación desde el segundo trimestre de 2009, cuando los mercados internacionales de capitales empezaron a recuperarse. Sin embargo, ninguna de estas economías siguió una política de tipo de cambio flexible pura sino una combinación pragmática de flexibilidad cambiaria e intervenciones activas en el mercado de divisas y, en términos más generales, la administración de reservas (y también, en el caso de Chile, de fondos de estabilización de carácter fiscal). Perú intervino con firmeza en el mercado cambiario y logró suavizar la volatilidad del tipo de cambio, mientras que Brasil y Colombia experimentaron tipos de cambio particularmente volátiles (FMI, 2010b, capítulo 2); este patrón también había predominado en estos dos países durante los años de auge (Ocampo, 2007). Una excepción a las grandes intervenciones en los mercados de divisas durante los años de auge fue México que, sin embargo, se unió al club de los interventores durante la crisis. Fuera de estos casos, hubo un conjunto diverso de experiencias, que incluyen la dolarización (Ecuador, El Salvador y Panamá), regímenes de devaluación gradual de diferente tipo (Argentina, Bolivia y Costa Rica) y otros regímenes “intermedios”. El único país que tuvo problemas importantes en la administración del tipo de cambio fue Venezuela, que ha utilizado esquemas cambiarios con reminiscencias de políticas latinoamericanas del pasado, en buena medida ya abandonadas, como tipos de cambio múltiples

con una sobrevaluación significativa del tipo fijo básico (insuficientemente devaluado en enero de 2010 y una simplificación aún más fuerte a comienzos de 2011).

En cualquier caso, la flexibilidad ortodoxa del tipo de cambio no es una panacea, dado que puede generar una significativa inestabilidad en los tipos de cambio reales y, por lo tanto, en el indicador básico de precios relativos que enfrentan los sectores productores de bienes y servicios transables. Por consiguiente, puede desalentar la inversión en estos sectores y afectar de manera adversa el crecimiento (vea Frenkel y Rapetti, 2010). Por otro lado, frente a flujos de capitales procíclicos, es racional, como política prudencial, absorber la abundancia de capital extranjero durante los períodos de auge mediante la acumulación de reservas internacionales. Existe hoy un consenso generalizado en que este autoseguro contra las crisis puede tener un efecto estabilizador (incluso en las economías que adoptan regímenes de tipo de cambio relativamente flexibles) y darle capacidad de maniobra a las políticas monetarias y fiscales anticíclicas. Esto es lo que hicieron la mayor parte de los bancos centrales del mundo en desarrollo, incluyendo los de América Latina, durante los picos de mayor auge de financiamiento externo: el segundo semestre de 2006, el primero de 2007, el primer semestre de 2008 y a partir de mediados de 2009. En este sentido, los regímenes cambiarios intermedios son más consistentes con las políticas anticíclicas que la flexibilidad ortodoxa del tipo de cambio.

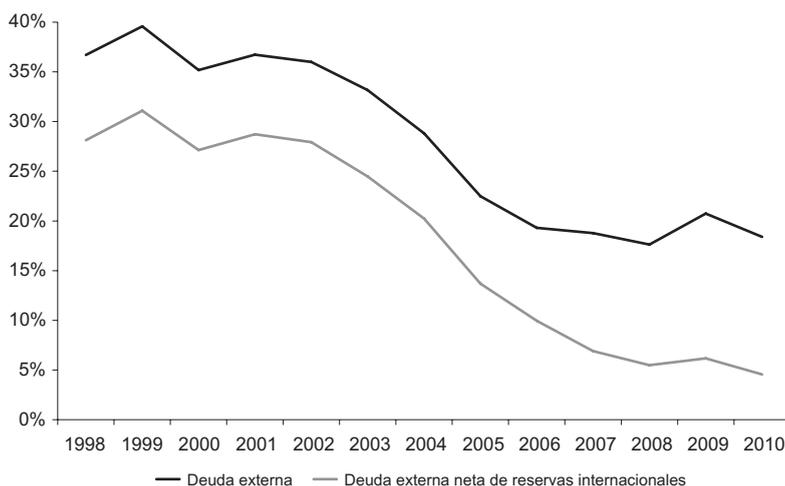
Las intervenciones en los mercados cambiarios pueden combinarse con algunas regulaciones de la cuenta financiera y de capital. El FMI ha reconocido su virtud como herramienta prudencial durante los auges de financiamiento externo (Ostry *et al.*, 2010) y es, además, una política recomendada desde hace algún tiempo por los defensores de las políticas macroeconómicas anticíclicas (Ocampo, 2003; Marfán, 2005; Ffrench-Davis, 2008). Colombia aplicó algunas intervenciones durante los años del auge y Brasil introdujo un impuesto al ingreso de capitales destinado a deuda en 2009, pero ambas estrategias fueron demasiado moderadas como para tener un impacto significativo frente a los grandes incentivos de las operaciones de *carry trade* y de otros ingresos de capitales generados por las fuertes presiones apreciatorias en ambos países. Brasil triplicó su impuesto al ingreso de capitales en octubre de 2010; esta decisión ha mejorado en parte su impacto.

Hay consenso respecto sobre otros dos factores que también ayudaron a mejorar el espacio para las políticas anticíclicas. El primero fue un mayor uso de los

mercados locales de bonos para financiar a los gobiernos y, de manera creciente, aunque en menor medida, también a los sectores corporativos. Esto reduce de forma significativa los riesgos cambiarios del sector público, riesgos que generan considerables aumentos en los coeficientes de endeudamiento externo de este sector durante las crisis, a medida que se deprecia el tipo de cambio. El segundo factor fue la reducción de las deudas externas, que seguían siendo altas hasta principios del nuevo milenio. Esto, junto con la acumulación de reservas internacionales, derivó en una mejora de los balances *externos*, sin duda el avance más importante que se logró durante los años de auge (Ocampo, 2007). La Iniciativa para los Países Pobres Altamente Endeudados (HIPC, por sus siglas en inglés) apoyó también la reducción de la deuda de los países de bajos ingresos de la región, así como la renegociación unilateral de la deuda argentina después de la crisis de 2001-2002. Tal como ilustra el Gráfico 7, la deuda externa, tanto en términos brutos como netos de reservas internacionales, seguía siendo alta en 2003 pero luego bajó marcadamente. La deuda neta era de sólo el 5% del PIB en 2008 y aumentó sólo con moderación en 2009.

¿En qué medida este resultado fue consecuencia de una gestión prudente de la demanda agregada, según se refleja en los excedentes de cuenta corriente que

**Gráfico 7 / Deuda externa como porcentaje del PIB a los tipos de cambio de 2000**

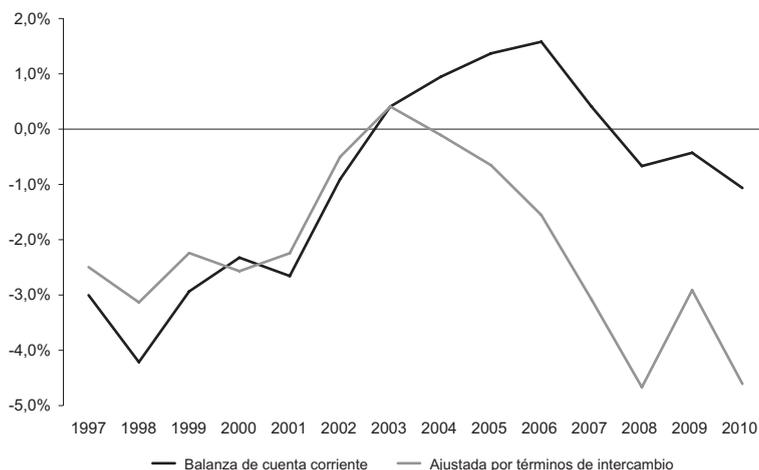


Fuente: estimaciones del autor en base a datos de CEPAL.

caracterizaron a los años del auge? Para la mayoría de los países la respuesta es claramente negativa porque las mejoras de cuenta corriente fueron, en esencia, producto del auge en los términos de intercambio. Tal como indica el Gráfico 8, cuando se corrige por los efectos de los términos de intercambio, se observa un marcado deterioro de la cuenta corriente del conjunto de la región hacia niveles que para 2008 eran significativamente más desfavorables a los que precedieron a la crisis de fines del siglo XX. Además, este patrón se repitió en la mayoría de los países, con algunas pocas excepciones, como Argentina, Bolivia y Uruguay (Ocampo, 2009, Tabla 6). Por lo tanto, los inusuales excedentes de cuenta corriente durante los años de auge no fueron resultado de una política prudente de balanza de pagos o de demanda agregada, sino que América Latina gastó –y para el año 2008 gastó en exceso– los ingresos en divisas resultantes del auge de los precios de productos básicos. En este sentido, se produjo un ajuste importante en el año 2009, equivalente a alrededor de dos puntos porcentuales del PIB.

En el terreno fiscal, la historia es similar. En primer lugar, la prudencia fiscal ha sido una característica de América Latina desde la década de 1990 o incluso desde fines de los años ochenta –y *no* una nueva característica surgida durante

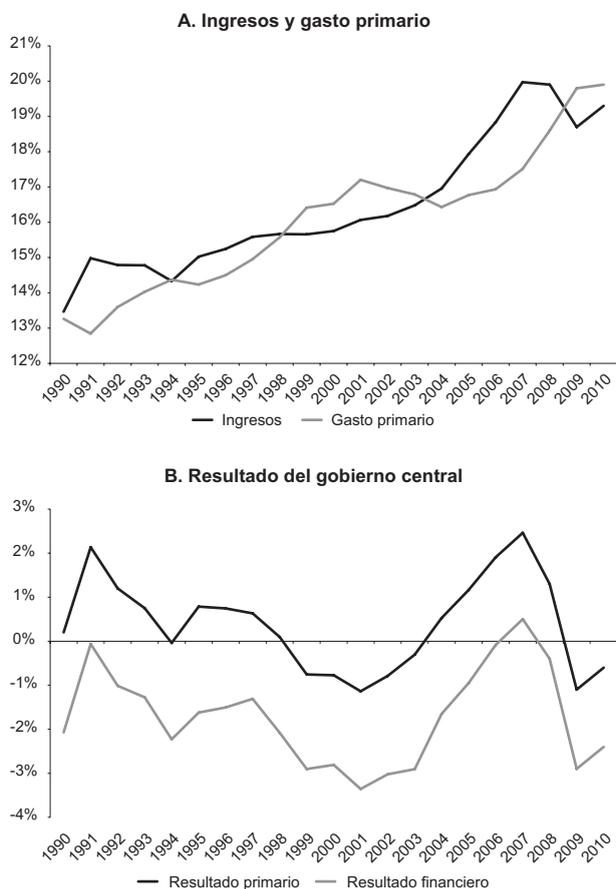
**Gráfico 8 / Saldo de cuenta corriente como porcentaje del PIB con y sin ajuste por efecto de los términos de intercambio (términos de intercambio de 2003=1)**



Fuente: estimaciones del autor en base a datos de CEPAL.

el auge de 2004-2008— y, en este sentido, es en realidad un legado de la crisis de la deuda. Tal como indica el Gráfico 9, los desequilibrios fiscales promedio han sido moderados durante las últimas dos décadas, con un patrón cíclico que puede describirse como esencialmente procíclico con algunos rezagos. Durante la recuperación, el gasto público responde con un rezago al aumento de los ingresos, generando de este modo políticas muy procíclicas al final del período de auge. Éste había sido el patrón al final de la expansión de los años noventa y se repitió con mayor intensidad en el período 2007-2008, cuando el crecimiento del gasto primario se ubicó en un promedio (no ponderado) de más del 10% en

**Gráfico 9 / Finanzas de los gobiernos centrales (% del PIB, promedios simples)**



Fuente: estimaciones del autor en base a datos de la CEPAL. Excluye a Brasil y la Rep. Dominicana hasta 1996.

términos reales. En países en los que los ingresos del sector público dependen mucho, de manera directa o indirecta, de los recursos naturales, el auge de los precios de productos básicos se reflejó también en un acelerado aumento de los ingresos fiscales. Durante el primer año posterior a la crisis, la dinámica del gasto mantuvo el patrón del auge (con alguna moderación) generando, junto con la caída de los ingresos, un aumento del déficit del sector público que tuvo efectos anticíclicos. Si la crisis hubiese continuado, tal como lo hizo a fines de la década de los noventa, el crecimiento del déficit y de las deudas hubiese derivado en una política procíclica destinada a corregir los desequilibrios fiscales.

Este efecto fiscal anticíclico inicial de la política fiscal fue una característica del año 2009, pero también lo había sido de 1998, como ilustra el Gráfico 9. El efecto fue más fuerte en 2009 debido a que la recesión fue más profunda y afectó seriamente los ingresos fiscales, incluyendo los derivados de los recursos naturales, y también debido al aumento abrupto del gasto primario como proporción del PIB, que reflejó el continuo incremento del gasto pero también la reducción del PIB. El crecimiento del gasto primario real del sector público cayó, de hecho, al 6,6% de un promedio de 8,1% durante el auge y, tal como se indicó anteriormente, de más del 10% en 2007-2008. Hubo también algunos recortes impositivos anticíclicos, en especial en Argentina, Brasil y Chile, aunque todos fueron relativamente moderados (por debajo del 1% del PIB) (CEPAL, 2010b, Figura I.28).

La percepción de que la política fiscal siguió siendo procíclica durante el auge de 2004-2008 para la mayoría de los países coincide con las evaluaciones del BID (2008), el FMI (2009, capítulo IV) y Ocampo (2009). Esto refleja un conjunto diverso de experiencias nacionales. La Tabla 1 presenta una tipología del desempeño de diferentes países de América Latina durante el reciente ciclo (auge y crisis). Clasifica como anticíclicas a las políticas fiscales de los países que cumplen dos criterios: (i) la elasticidad del gasto primario en relación al PIB fue inferior a uno durante los años del auge ya sea en relación con el crecimiento del PIB durante esos años o con el crecimiento del PIB desde 1990; y (ii) el crecimiento del gasto real primario en 2009 fue más acelerado que durante los años del auge, o más acelerado que el promedio latinoamericano en uno de los casos. De acuerdo con estos criterios, sólo un tercio de los países tuvo políticas fiscales anticíclicas. La mitad de los países podría caracterizarse como de políticas fiscales procíclicas: rápido crecimiento del gasto durante el auge, seguido por una desaceleración –por lo general muy marcada– durante la crisis. Por último, tres países tuvieron una política fiscal procíclica durante el auge y

continuaron con un rápido crecimiento del gasto durante la crisis; estos países se caracterizan por tener un aumento rápido y persistente del gasto. Según algunas evaluaciones nacionales (vea Barbosa, 2010), Brasil debería quizá ubicarse en esta categoría en lugar de la correspondiente a la política procíclica, que es donde se lo ubica de acuerdo con las fuentes de datos utilizados para estimar la Tabla 1. En promedio, según esta metodología América Latina adoptó una política fiscal moderadamente procíclica.

Es probable que la política salarial, que suele ignorarse en estos análisis, debiera considerarse también como un factor que tuvo efectos anticíclicos durante la

**Tabla 1 / Caracterización del Gasto Fiscal**

	Crecimiento anual real Gasto primario			Crecimiento del gasto 2004-08 vs. crecimiento del PIB en:	
	2004-08	2009	2010	2004-08	1990-2008 <sup>1/</sup>
<b>Contracíclico</b>					
Chile	5,5%	15,3%	4,4%	1,10	0,98
El Salvador	1,6%	10,8%	5,1%	0,54	0,46
Paraguay	2,0%	28,0%	11,4%	0,39	0,71
Perú	7,3%	12,7%	12,6%	0,95	1,50
<b>Crecimiento sostenido del gasto 2004-09</b>					
Argentina	12,3%	19,7%	14,5%	1,44	2,92
Colombia	7,7%	10,9%	-4,2%	1,41	2,17
Costa Rica	7,6%	10,6%	3,3%	1,27	1,46
Guatemala	2,3%	4,6%	3,3%	0,41	0,46
Uruguay	7,0%	7,4%	10,7%	0,85	2,27
<b>Procíclico</b>					
Bolivia	10,2%	0,2%	10,2%	2,11	2,66
Brasil	7,9%	2,2%	10,6%	1,63	2,56
Rep. Dominicana	11,7%	-12,1%	0,7%	1,67	3,44
Ecuador	19,7%	6,0%	7,4%	3,39	5,66
Honduras	8,1%	3,5%	-3,8%	1,33	1,92
México	5,7%	3,4%	-3,6%	1,97	2,25
Nicaragua	6,9%	5,1%	3,0%	1,71	2,05
Panamá	12,8%	-0,3%	6,3%	1,21	1,95
Venezuela	12,6%	-1,4%	-12,5%	1,18	3,85
Promedio para A. L.	8,3%	7,0%	4,4%	1,34	2,18

1/ 1997-2008 para Brasil y la Rep. Dominicana.

Fuente: estimaciones del autor sobre la base de datos de la CEPAL.

reciente crisis. La desaceleración de la inflación de los alimentos tuvo, por sí sola, un efecto positivo sobre los salarios reales. Pero esto se combinó con una política activa de salario mínimo en varios países. El efecto conjunto de estos dos factores fue un aumento importante de los salarios mínimos reales de la mayoría de los países (CEPAL, 2010b, Tabla A-26).

#### **IV. Implicaciones de política**

Una implicación básica del análisis precedente es que la reciente fortaleza de la región no se debe en su totalidad a “esquemas de política económica más sólidos”, en el sentido de la nueva ortodoxia, ni se debe en modo alguno a un cambio generalizado hacia políticas macroeconómicas anticíclicas. Primero, algunos de estos resultados fueron producto de factores externos favorables no sólo durante los años del auge sino también durante la crisis. Respecto de esta última, sobresalen dos factores (en cierto sentido de buena suerte): la rápida estabilización de los mercados financieros internacionales (gracias a la acción masiva de los países desarrollados) y los precios de los productos básicos volátiles pero relativamente altos (gracias a la demanda de China).

Respecto de las políticas macroeconómicas nacionales, la evolución de la cuenta corriente ajustada por los términos de intercambio durante los años del auge refleja una política macroeconómica que puede caracterizarse como esencialmente procíclica, y lo mismo puede decirse de la política fiscal en la mayoría de los países. Por lo tanto, la fortaleza de la balanza de pagos y la cuenta del sector público durante el auge fueron más el resultado de altos ingresos que de moderación de la política macroeconómica. En realidad, la política monetaria, que fue anticíclica durante la crisis, no lo fue durante el auge en la mayoría de los países. Por consiguiente, la fortaleza de la región cuando la crisis la azotó no estuvo, en realidad, asociada a políticas macroeconómicas anticíclicas sino a mejores balances externos facilitados por condiciones externas excepcionales, que se reflejó en un moderado endeudamiento externo del sector público y en un aumento de las reservas internacionales. Las políticas financieras internas también tuvieron efectos positivos, en particular la regulación prudencial fuerte –si bien el foco anticíclico siguió estando ausente–, promoción de los mercados internos de bonos, limitada dependencia al financiamiento externo por parte de la mayoría de los sistemas bancarios y una reducción de la dolarización en algunos países.

La incorporación de la inflación como objetivo central de la política macroeconómica también significó un paso adelante en una región que experimentó varias hiperinflaciones y un período de inflación generalizada moderada o alta, en especial en los años ochenta. Si las metas de inflación son o no la clave para explicar este resultado es un tema discutible. En realidad, la experiencia durante los años del auge indica que las metas de inflación pueden, en verdad, limitar las acciones anticíclicas de los bancos centrales si la rápida expansión de la demanda interna no se refleja en un aumento de la inflación, en esencia porque está acompañada de una apreciación del tipo de cambio y un deterioro de la cuenta corriente de la balanza de pagos. La crisis también dejó en claro que la focalización de los bancos centrales en la inflación es un enfoque subóptimo. En los países industrializados, los bancos centrales han estado más preocupados en los últimos años por la recuperación económica y la estabilidad financiera interna, dos objetivos reconocidos implícita y (en ocasiones) explícitamente como objetivos centrales de política de estas instituciones.

En los países en desarrollo, los bancos centrales deberían también focalizarse en garantizar tipos de cambio relativamente estables y competitivos. Como hemos visto, pocos bancos centrales siguieron regímenes ortodoxos de tipo de cambio flexible. Este abandono de la ortodoxia es afortunado porque ayuda a absorber el ingreso excesivo de capitales durante los años de auge mediante la acumulación de reservas internacionales, una política que mejora la capacidad de maniobra para las políticas monetarias y fiscales anticíclicas durante los ciclos desfavorables (función de autoseguro) y ayuda a evitar los efectos adversos de los tipos de cambio volátiles y no competitivos sobre el crecimiento. En este sentido, las intervenciones de los bancos centrales en los mercados cambiarios estuvieron muy por debajo de lo óptimo en varios países de la región. Las regulaciones de la cuenta de capitales también pueden desempeñar un papel útil para moderar los efectos macroeconómicos del auge del ingreso de capitales, pero fueron utilizadas de manera bastante limitada. Esto significa que podrían tener un uso mucho más amplio.

En síntesis, podríamos decir que la experiencia de América Latina, como la de otras regiones del mundo, durante las últimas décadas señala que los bancos centrales deberían tener múltiples objetivos. No cabe duda de que la complejidad generada por objetivos múltiples dificulta la gestión de la política monetaria, pero quizá sea éste el significado real de lo que significa contar un “esquema de política económica más sólido”, no el nuevo foco ortodoxo en metas de inflación

y tipos de cambio flexibles. Esto debería combinarse con reglas fiscales anticíclicas, afortunadamente enfatizadas en los actuales debates de política económica, con Chile como el único país que las adoptó antes de la crisis (Ffrench-Davis, 2010). Y el enfoque debería seguir combinándose con una regulación y supervisión adecuada de los sistemas financieros nacionales, incluyendo regulaciones prudenciales anticíclicas. En términos generales, este paquete de política se orienta más a un enfoque anticíclico que el paradigma de la nueva ortodoxia, que debería seguir siendo sometido a significativas revisiones.

## Referencias

**Barbosa, N. (2010).** “Countercyclical Policies in Brazil: 2008-09”. *Journal of Globalization and Development*, Vol. 1, N° 1, Art. 13.

**BID (2008).** *All that Glitters May Not be Gold: Assessing Latin America’s Recent Macroeconomic Performance*. Washington, D.C., abril.

**BID/FOMIN (2010).** *Las remesas en América Latina y el Caribe durante el 2009: Los efectos de la crisis financiera global*. [www.iadb.org](http://www.iadb.org).

**CEPAL (2009).** *Balance preliminar de las economías de América Latina y el Caribe*. Santiago.

**CEPAL (2010a).** *International trade in Latin America and the Caribbean 2009: Crisis and Recovery*. Versión actualizada, mayo.

**CEPAL (2010b).** *Estudio económico de América Latina y el Caribe, 2009-2010*. Santiago, julio.

**CEPAL (2010c).** *Capital flows to Latin America: Recent developments*. Washington, 29 de octubre.

**Cornia, G. A. (2010).** “Income Distribution under Latin America’s Center-Left Regimes”. *Journal of Human Development and Capabilities*, febrero.

**Ffrench-Davis, R. (2008).** “From financieristic to real macroeconomics: Seeking development convergence in emerging economies”. Documento de Trabajo 44, Commission on Growth and Development, diciembre.

**Ffrench-Davis, R. (2010).** “Latin America: The Structural Fiscal Balance Policy in Chile: A Move Toward Countercyclical Macroeconomics”, *Journal of Globalization and Development*, Vol. 1, N° 1, Art. 14.

**FMI (2009).** *Regional Economic Outlook, Western Hemisphere: Crisis averted—What is next?* Washington, D.C., octubre.

**FMI (2010a).** *Regional Economic Outlook, Western Hemisphere: Taking advantage of tailwinds*. Washington, D.C., mayo.

**FMI (2010b).** *Regional Economic Outlook, Western Hemisphere: Heating up in the South, Cooler in the North*, octubre.

**Frenkel, R. y M. Rapetti (2010).** “Economic Development and the International Financial System”. Capítulo 14 en *Time for a Visible Hand: Lessons from the 2009 World Financial Crisis*, editado por S. Griffith-Jones, J. A. Ocampo y J. E. Stiglitz. New York: Oxford University Press.

**García, P. y M. Marfán (2011).** “Monetary policy in Latin America: Performance under crisis and the challenges of exuberance”. Capítulo 9 en *Handbook of Latin American economics*, editado por J. A. Ocampo y J. Ros. New York: Oxford University Press, en prensa.

**Izquierdo, A., R. Romero y E. Talvi (2008).** “Booms and Busts in Latin America: The Role of External Factors”. Documento de Trabajo 631, Departamento de Investigaciones del BID, Washington, D.C., febrero.

**JPMorgan (2008).** “Determinants of Mexico’s remittances from the U.S”. *Global Data Watch* (17 de octubre).

**Marfán, M. (2005).** “Fiscal Policy, Efficacy and Private Deficits: A Macroeconomic Approach”. En *Beyond Reforms: Structural Dynamics and Macroeconomic Vulnerability*, editado por J. A. Ocampo. Palo Alto: Stanford University Press y CEPAL.

**Naciones Unidas (2010).** *World Economic Situation and Prospects 2010*, New York, enero.

**Ocampo, J. A. (2003).** “Capital Account and Counter-cyclical Prudential Regulations in Developing Countries”. En *From Capital Surges to Drought: Seeking Stability for Emerging Economies*, editado por R. Ffrench-Davis y S. Griffith-Jones. Basingstoke, Reino Unido: Palgrave Macmillan.

**Ocampo, J. A. (2007).** “La macroeconomía de la bonanza económica latinoamericana”, *Revista de la CEPAL*, N° 93 (diciembre).

**Ocampo, J. A. (2009).** “Latin America and the Global Financial Crisis”, *Cambridge Journal of Economics*, Vol. 33, Nº 4 (julio).

**Ocampo, J. A., C. Rada y L. Taylor (2009).** *Growth and Policy in Developing Countries: A Structuralist Approach*. New York: Columbia University Press.

**Ocampo, J. A. y M. Parra (2010).** “The Terms of Trade for Commodities since the Mid-Nineteenth Century”. *Journal of Iberian and Latin American Economic History/Revista de Historia Económica*, Vol. 28, Nº 1 (marzo).

**Ocampo, J. A., S. Griffith-Jones, A. Noman, A. Ortiz, J. Vallejo y J. Tyson (2010).** “The Great Recession and the Developing World”. Documento preparado para la conferencia sobre “Cooperación para el Desarrollo en Tiempos de Crisis y Cumplimiento de los ODM”, organizada por la Presidencia Española de la Unión Europea, Madrid, junio, [www.policydialogue.org](http://www.policydialogue.org).

**Ostry, J. D., A. R. Ghosh, K. Habermeir, M. Chamon, M. S. Qureshi, y D. D. S. Reinhart (2010).** “Capital Inflows: The Role of Controls”. Staff Position Note del FMI SPN/10/04, 19 de febrero, [www.imf.org](http://www.imf.org).