

UNIVERSIDAD DE BUENOS AIRES
FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS

TESIS DE MAESTRÍA

CICLOS DE AUGE Y CAÍDA EN AMÉRICA LATINA

Por

Nicolás Burotto Ravanal

Diciembre, 2018

Ciclos de Auge y Caída en América Latina

por

Nicolás Burotto Ravanal

Tesis presentada en la Escuela de Estudios de Posgrado de la Facultad de Ciencias Económicas para acceder al grado de Magíster en Economía de la Universidad de Buenos Aires.

Diciembre, 2018

Resumen

América Latina ha experimentado tres ciclos de fuertes entradas de capital a partir de la crisis del petróleo de 1973. Los dos primeros ciclos culminaron en crisis tanto financieras, de balanza de pagos y cambiarias. En cuanto al tercero, la fase de auge estuvo asociada al aumento en el precio de las materias primas al comienzo de la década del 2000, culminando con el contagio de la crisis financiera del Atlántico norte en 2008-2009. No obstante, el efecto contagioso provocado por la reciente crisis fue breve y no tuvo el mismo impacto crítico que los dos ciclos anteriores. Con el fin de vislumbrar los factores que condujeron a las economías a dichos estados críticos se examina la evolución macroeconómica de cuatro economías latinoamericanas (Argentina, Brasil, Chile y México), abarcando las fases de auge y caída de cada uno de los ciclos comprendidos entre la segunda mitad de la década del setenta hasta la recesión de 2009. Luego, con el objetivo de formalizar el ciclo, se desarrolla una reinterpretación del modelo seminal de fragilidad financiera elaborado por Foley (2003). En este esquema, se utiliza la clasificación minskiana de regímenes de financiamiento con el propósito de analizar las políticas de estabilización que requiere una economía pequeña y abierta liderada por la deuda. Se concluye que una economía bajo un régimen de financiamiento de cobertura no logra conseguir la estabilidad económica y financiera siempre que la tasa de interés real sea mayor que la tasa de acumulación de capital. Esto es así, puesto que el exceso de optimismo que invade a los agentes luego de un proceso de liberalización financiera conduce a la economía a elevar la tasa de acumulación de capital de equilibrio en un contexto de altas tasas de interés. Muchas veces, no obstante, el crecimiento que es reforzado por las expectativas es insostenible en el largo plazo debido al alto costo del servicio de la deuda acumulado durante el proceso.

Palabras clave: América Latina; crisis financiera; régimen minskiano; fragilidad financiera; macroeconomía.

Clasificación JEL: E12, E44, E58.

Supervisor de tesis: Profesor Roberto Frenkel.

Agradecimientos

Deseo expresar mi profundo agradecimiento a la República Argentina y su sistema de educación pública por haberme permitido estudiar en esta prestigiosa institución.

Contenido

1	Introducción.....	1
2	Debate sobre el origen de las crisis financieras	2
3	Patrón general de crisis.....	6
3.1	Representación esquemática del patrón cíclico	9
4	Ciclos de auge y caída en las economías latinoamericanas	11
4.1	Primer ciclo.....	12
4.2	Segundo ciclo	16
4.2.a	México	16
4.2.b	Brasil.....	20
4.2.c	Argentina	22
5	Tercer ciclo: ¿por qué no concluyó en crisis?	26
6	Modelo macroeconómico	32
6.1	Estructura del modelo.....	32
6.2	Regímenes de financiamiento.....	35
6.3	Comportamiento del modelo en el largo plazo.....	37
7	Comentarios finales	43
	Apéndice 1: parámetros para analizar el patrón cíclico.....	47
	Apéndice 2: estabilidad económica en el espacio $i < g$	48
	Referencias	49

1 Introducción

A partir de la crisis financiera del atlántico norte en 2007-2008 ha resurgido en la literatura un renovado interés por el estudio de las crisis económicas. Y con justa razón no es para menos la preocupación expresada por muchos economistas y expertos. Pues las consecuencias de la crisis mantuvieron a la economía norteamericana y de la eurozona en un estancamiento del cual no ha sido fácil recuperarse. A pesar de las políticas extraordinarias de estímulo fiscal y monetario llevadas a cabo estos últimos años por las autoridades, el crecimiento promedio de la economía norteamericana y la eurozona en el periodo 2010-2016 fue de solo 2,1 % y 1,7 %, respectivamente (FMI, 2017). Este periodo es conocido como la Gran Recesión.

No obstante, las crisis no son un fenómeno nuevo (Reinhart y Rogoff, 2011). En efecto, han golpeado con particular severidad a los países en desarrollo¹. Por este motivo, los episodios de crisis en los países en desarrollo, sobre todo los experimentados por la región latinoamericana, se han estudiado largamente y con especial interés. Desde la apertura a los mercados financieros internacionales de algunas economías latinoamericanas a mediados de la década del setenta, el debate llevado a cabo por algunos economistas ha sido el de cuestionar el uso de las teorías macroeconómicas de la corriente principal, elaborando hipótesis y modelos alternativos que han “visto la luz” estos últimos años. Lo interesante, es que desde aquellos primeros años ya se situaba a las finanzas como la *columna vertebral* de las formulaciones teóricas y estimaciones empíricas.

Uno de los economistas que mejor supo representar esta dinámica fue Hyman Minsky. Su hipótesis de la inestabilidad financiera ha sido un medio muy útil para interpretar tanto la reciente crisis en el mundo desarrollado como las padecidas por economías emergentes en años anteriores. Desde esta perspectiva, los mercados financieros juegan un rol fundamental en la generación de los ciclos de auge y caída, pues los precios de los activos financieros afectan los flujos de inversión y las relaciones de deuda entre los agentes económicos.

Con el fin de describir el comportamiento cíclico del sistema, Minsky elaboró una categorización del financiamiento de las firmas. Las firmas de la economía pueden encontrarse en un régimen de cobertura, ser especulativas o Ponzi. Una economía es robusta cuando predominan en el sistema firmas que pueden cubrir fácilmente el servicio de la deuda con el flujo de efectivo de sus ingresos correspondientes. Contrariamente, una eco-

¹ Aquí se entiende un episodio de crisis como un incumplimiento contractual masivo, con consecuencias macroeconómicas “de gran escala” (véase Heymann, 2007 y Stiglitz y Heymann, 2016).

nomía tiende a la fragilidad cuando predominan firmas cuyos flujos de efectivo no alcanzan a respaldar la deuda, viéndose obligadas a liquidar activos. Así, pues, el ciclo económico oscila entre estos dos extremos.

Desde aquella formulación original de la hipótesis de inestabilidad, una extensa literatura se ha encargado de formalizar este esquema. Dentro de los modelos que utilizan las categorías de financiamiento mencionadas anteriormente, la gran mayoría se ocupa de representar economías cerradas lideradas por la deuda donde se concluye que la inestabilidad emerge en regímenes especulativos y Ponzi. Sin embargo, parece ser que esta clase de modelos no ha tomado en cuenta la dinámica expuesta por las economías en desarrollo, especialmente las latinoamericanas. Cabe recordar que la incorporación de las economías latinoamericanas a los mercados financieros internacionales (entre la segunda mitad de la década del setenta y comienzo de los noventa) se da en un contexto de drásticas reformas liberalizadoras de la mano de extraordinarios planes antiinflacionarios.

De aquí que, en contraste con la literatura, el principal aporte que se busca en este documento sea mostrar que la inestabilidad de una economía pequeña, bajo la incorporación de agentes que se muestran excesivamente optimistas sobre la trayectoria de crecimiento del producto, en un contexto de reformas a los mercados financieros junto a la libre movilidad de capitales emerge, principalmente, bajo un régimen de cobertura. Con el fin de esclarecer el argumento, serán incorporados los regímenes de financiamiento propuestos por Minsky al patrón latinoamericano detallado más adelante.

Debido a que el debate macroeconómico está centrado principalmente en las causas que dan origen a un episodio de crisis, en la siguiente sección se examinan algunas de las principales hipótesis que abordan las causas de la reciente crisis financiera. Luego, en la sección tres, se hace una descripción general del patrón de crisis. En las secciones cuatro y cinco, el estudio se centra en el origen de las sistemáticas crisis sufridas por algunas economías latinoamericanas entre fines de la década del setenta y el breve contagio recibido por la crisis el 2009. Finalmente, se desarrolla un modelo macroeconómico de fragilidad financiera inspirado en los ciclos de auge y caída latinoamericanos. Unos comentarios finales cierran el trabajo.

2 Debate sobre el origen de las crisis financieras

A partir de la explosión de la burbuja en el mercado hipotecario *subprime* en la economía norteamericana, y especialmente luego de la quiebra del banco de inversiones Lehman Brothers, surgieron diversas perspectivas dando cuenta de los principales factores causales de la crisis financiera (Palley, 2015). En primer lugar, hay quienes atribuyeron la crisis a una deficiencia del gobierno central norteamericano apoyándose en la “hipótesis de fra-

caso del gobierno” como principal fuente explicativa. Sostienen que la burbuja inmobiliaria fue provocada por una política monetaria laxa por parte de la Reserva Federal a lo largo de la década del 2000 junto a una intervención irresponsable del gobierno en el mercado inmobiliario. Esta intervención, implementada a través de Fannie Mae y Freddie Mac, se asume fue incentivada por motivos políticos con el fin de aumentar el número de viviendas propias en la población. Así, pues, aquel estímulo crediticio por sobre lo que el público podía pagar, terminaría provocando un aumento insostenible en el precio de las viviendas.

En segundo lugar, hay quienes atribuyen el origen de la crisis a ciertas fallas de mercado, encuadrando la argumentación a través de la “hipótesis de fracaso del mercado”. Según ellos, la crisis tuvo su origen a partir de una inadecuada regulación del mercado financiero por parte de las autoridades. Los entes reguladores permitieron estructuras de pago con incentivos perversos, además de empujar la desregulación y la autorregulación demasiado lejos. En consecuencia, esta mala asignación financiera (en conjunto con una mala asignación del ahorro externo) devino en una Gran Recesión que, aseguran, pudo haber mutado fácilmente una segunda Gran Depresión. Desde esta perspectiva, se reafirma la necesidad de aumentar el gasto público y disminuir el ahorro con el fin de estimular la demanda agregada y, así, el crecimiento económico (Krugman, 2013; Summers, 2015).

Ahora bien, a juicio de muchos el problema de la desregulación del mercado financiero tiene raíces más profundas que el enfoque planteado anteriormente. Autores como Mayer (1999), Kregel (2015) y Crotty (2009), entre otros, atribuyen la reciente crisis financiera (y las anteriores) a una cuestión mucho más sistémica. Sitúan la causa de las sistemáticas crisis en la llamada Nueva Arquitectura Financiera (NFA) y el drástico proceso desregulatorio asociado a sus instituciones y prácticas. Esta evolución del proceso de desregulación, iniciado a fines de la década del setenta, acompañado por una rápida innovación financiera estimuló poderosos auges los cuales terminaron en crisis. Frente a esto, los gobiernos respondieron con numerosos rescates que permitieron comenzar con nuevas expansiones. Estas expansiones, a su vez, terminaban en crisis que desencadenaban nuevos y mayores rescates cada vez más amenazantes para la sociedad. En consecuencia, con el tiempo los mercados financieros crecieron cada vez más en relación con la economía real (o no financiera), donde importantes productos financieros se tornaron más complejos, opacos y sin liquidez. La innovación financiera evolucionó a tal punto que los activos asumieron una forma muy confusa y poco transparente².

² Todo esto en contraste a la narrativa asociada con la NFA, la cual afirma que los mercados financieros relativamente libres reducen al mínimo la posibilidad de crisis financieras y la necesidad de rescates del gobierno. El fundamento de aquel razonamiento se basa en que, según esta perspectiva, dado el riesgo asociado a los diversos instrumentos financieros el inversor puede comprar en aquellos segmentos de riesgo en donde se “sienta más cómodo”. Por consiguiente, en lugar de concentrarse en los bancos, el riesgo se

En este contexto, la creciente dependencia de los productos financieros en un sistema globalizado altamente integrado constituyó canales de contagio que elevaron el riesgo sistémico. De modo que, por causa de estos canales una crisis originada en un solo producto y en un mercado relativamente pequeño pudo expandirse rápida y fácilmente a otros productos y mercados financieros de todo el mundo. Así, la complejidad de las redes que vinculan a los distintos mercados acabó creando un sistema sumamente frágil e inestable (Crotty, 2009).

En tercer lugar, desde una perspectiva apoyada en la teoría keynesiana, hay quienes sostienen que el problema es más amplio atribuyendo sus raíces a la estructura real del sistema. Argumentan que la crisis está basada en el paradigma económico adoptado durante los últimos 40 años, cuyo origen se remonta a fines de la década del setenta. De modo que, a pesar de haber surgido la crisis específicamente en el mercado hipotecario de los Estados Unidos (EE. UU.), prácticamente todos los países se han visto afectados pues todos ellos, de algún u otro modo, han participado y adoptado las reglas de este esquema. Según esta visión, los excesos financieros solo comprenden una parte de la crisis. La explicación completa es más profunda y reside en que la actual configuración económica inevitablemente genera estancamiento debido al debilitamiento estructural en la demanda agregada. Esta caída en la demanda es fruto del impacto regresivo en la distribución del ingreso³, la cual es atribuida a la globalización económica pues provoca déficits comerciales, deslocalización de puestos de trabajo, depresiones salariales y caídas en los flujos de inversión productivos.

Por otra parte, en cuarto lugar, hay quienes sostienen la “hipótesis de los desequilibrios macroeconómicos globales” como principal respuesta al origen de la crisis (Eichengreen, 2006). Según este enfoque, la baja tasa de ahorro que presentaba la economía estadounidense antes de la crisis fue el principal componente causal de la elevada fragilidad financiera acumulada por el sistema que, a su vez, se vio amplificada por la baja regulación de los mercados⁴. Wade (2009) denominó a este fenómeno como el "mecanismo de reciclado de crédito". A juicio del autor, el reciclaje de moneda experimentado por el mundo los últimos años previos a la crisis se tradujo en una forma de reciclaje de crédito hacia el sector privado estadounidense. Esos flujos crediticios tomaron la forma de entradas de capitales destinados principalmente a la financiación hipotecaria, generándose un

esparce homogéneamente sobre los agentes en todo el mundo. Con este esquema de base previo a la crisis, se asumía que ningún agente se dejaría engañar en la adquisición de un riesgo excesivo. Sin embargo, el mercado financiero *moderno y sofisticado* en vez de traspasar el riesgo a los agentes más capaces de gestionarlo, lo hizo con los menos capaces.

³ Uno de los principales roles de los mercados financieros ha sido, justamente, llenar esa creciente brecha de demanda estructural. Por otra parte, las finanzas han apoyado la movilidad de capitales en este proceso de globalización. Estos dos roles centrales que han permitido la dominación financiera en la economía es la llamada *financiarización* de la economía.

⁴ Además, Eichengreen (2006) argumenta que la combinación del factor demográfico, el rápido crecimiento económico, los altos precios del petróleo y el desarrollo financiero alentaron el ahorro fuera de EE. UU.

boom inmobiliario. De este modo, la crisis se desató cuando este mecanismo de reciclado de crédito se salió de control⁵.

Finalmente, autores como Palma (2012), Blanckeburg y Palma (2009), Frenkel y Rapetti (2009), Akerlof y Schiller (2009), Setterfield (2014) y Stiglitz (2015), entre otros, atribuyen las crisis financieras a una cuestión mucho más sistemática y dinámica. Según ellos, la reciente crisis financiera no fue sino la última etapa de una serie de ciclos de auges y caídas financieras. Argumentan que la naturaleza de la reciente crisis estuvo correspondida muy claramente al modelo de crisis financieras propuesto por Hyman Minsky (véase Minsky, 1975, 1986 y 1992).

Quienes sostienen esta hipótesis, resaltan que las economías con mercados débilmente regulados no son sistemas dinámicamente estables que convergen en el largo plazo a un equilibrio estable de pleno empleo (propuesta de la síntesis neoclásica). En lugar de eso, hacen notar que son sistemas que presentan un carácter cíclico en el que las crisis no son eventos inusuales y siempre vienen precedidas por una fase de auge económico y financiero. En otras palabras, según esta perspectiva una economía capitalista que es propensa a las innovaciones financieras no puede sostener su estabilidad por mucho tiempo puesto que "existen fuerzas endógenas desequilibrantes que aseguran la interrupción de la tranquilidad" (Minsky, 1986, p.199).

En estas circunstancias, la endogeneidad referente a las innovaciones conduce a las economías a estados de elevada fragilidad pues en un principio traen resultados positivos que generan sentimientos de prosperidad y elevadas expectativas en el público, alentándolos a tomar riesgos excesivos tanto por el lado de la oferta de recursos (acreedores) como de la demanda (deudores). Ahora bien, muchas veces la acumulación de deuda llevada a cabo por las economías en la fase de auge tiene subsecuentes impactos negativos en el nivel de actividad. Llega un punto en que la deuda es tal que, un repentino aumento de la tasa de interés puede desatar un proceso deflacionario en los mercados el cual, eventualmente, puede interrumpir la cadena de compromisos de pago entre los agentes. En consecuencia, tal ruptura puede llevar a una disminución de la demanda agregada y, por lo tanto, a una caída generalizada de los precios de la economía y un aumento en el valor real de los compromisos pendientes, intensificándose el espiral recesivo.

⁵ No obstante, hay autores que le restan importancia a la hipótesis de los desequilibrios macroeconómicos globales como principal gestor de la crisis. Por ejemplo, Frenkel (2012) explica que a mediados de la década del 2000 algunos analistas argumentaban que los desequilibrios globales provocarían una crisis como consecuencia de un déficit en la cuenta corriente. Estimaban que este déficit socavaría la confianza de los agentes en los activos estadounidenses, lo cual provocaría una rápida liquidación de dólares y activos denominados en dólares con una consecuente depreciación del dólar. Esta depreciación induciría a la Reserva Federal a aumentar la tasa de interés (como respuesta antinflacionaria) y con ello empujar a EE. UU. y al mundo a una recesión. Ahora bien, existió una crisis, pero con el efecto contrario a lo previsto por aquellos que sostenían la importancia de los desequilibrios globales: la crisis produjo una apreciación del dólar y de los bonos del tesoro de EE. UU.

Si bien muchos de los que sostienen esta hipótesis generalmente lo hacen para economías desarrolladas, en Frenkel (2003) y Frenkel (2014) se visualiza claramente que este modelo también se ajusta con precisión al ciclo de crisis experimentado por los países latinoamericanos desde la segunda mitad de la década del setenta. Uno de los principales aportes de Frenkel es ampliar el ciclo a economías de mercado emergente y mostrar cómo estas economías bajo regímenes de tipo de cambio fijo (o cuasi fijo) y abiertas a los mercados financieros internacionales, acaban acumulando desequilibrios en el mercado financiero doméstico y siendo guiadas a contextos de crisis de balanza de pagos, financieras y/o cambiarias.

En América Latina entre fines de la década del setenta y comienzos de los noventa, una serie de economías instrumentaron drásticas reformas liberalizadoras y nuevas regulaciones en sus mercados de manera simultánea a la implementación de novedosos planes antiinflacionarios. Estos planes se caracterizaron por la fijación del tipo de cambio nominal como principal herramienta de política antiinflacionaria. La inflación residual junto al ancla nominal promovió apreciaciones reales del tipo de cambio⁶ y estimuló a los agentes al arbitraje entre activos internos y externos. Todo esto seguido de fuertes expansiones crediticias en los mercados domésticos. Así, pues, en la mayoría de los casos estas expansiones volvieron insostenible el régimen cambiario, conduciendo a las economías a escenarios críticos. En la siguiente sección se profundiza el patrón cíclico descripto aquí.

3 Patrón general de crisis

Una representación general del ciclo comienza con economías, previamente sujetas a controles y restricciones, expuestas a grandes flujos de crédito externo en un contexto macroeconómico de cambios y reformas en los mercados⁷. En esta fase, la economía acumula reservas internacionales que se traducen en una expansión del crédito en el mercado interno. Puesto que las reformas macroeconómicas inicialmente son garantes de gran credibilidad, los agentes perciben que existe bajo riesgo (o, al menos, decreciente) y, por lo tanto, presentan expectativas optimistas sobre el futuro.

En estas condiciones, los agentes buscan financiamiento y toman posiciones de riesgo. Aquí es cuando las instituciones financieras introducen innovaciones y generan, por ejemplo, nuevas técnicas de financiación y nuevos sustitutos de dinero en las carteras. El alto optimismo en los agentes, los cuales tienen una percepción de *permanente* estabilidad económica, sumado a las facilidades crediticias, los lleva a aumentar la demanda de

⁶ En este documento se entiende a la apreciación real como una caída en el tipo de cambio. Es decir, pagar una menor cantidad de moneda nacional por una unidad de moneda extranjera. Y lo contrario respecto a una devaluación.

⁷ Esta representación se basa en el capítulo 2 de Kindleberger (1978) y Frenkel (2012).

bienes de consumo y activos financieros. Este exceso de demanda provoca, a su vez, un aumento en el precio de los activos domésticos. Así, pues, se generan ganancias de capital y oportunidades de beneficios adicionales que representan un estímulo al crecimiento de la inversión real. Sin embargo, debe notarse que no siempre puede ser así. Pues un alza desproporcionada en los precios de los activos puede llevar a que los agentes perciban un aumento exagerado en la riqueza y eso los conduzca a aumentar el nivel de consumo, reducir el ahorro privado y, por lo tanto, afectar negativamente la inversión. La aparición de "burbujas" en los mercados financieros producto de la euforia manifestada por los agentes es una cuestión fundamental en el ciclo minskiano. Esto se verá más adelante.

En esta fase del ciclo se observan efectos de retroalimentación positiva y una creciente fragilidad del sistema⁸. La inflación resultante, ya sea por un exceso de demanda de bienes de los sectores no transables y/o el residuo que persiste tras la fijación nominal, tiende a apreciar el tipo real de cambio. Consecuentemente, existen incentivos a expandir la demanda de bienes importados sobre todo si la economía se encuentra en un contexto de apertura comercial. Aquí, en estas circunstancias, es cuando las cuentas externas comienzan a reflejar un deterioro. Si bien es cierto, en un primer momento el flujo de capitales permite una acumulación positiva de reservas pues supera a los déficits en términos absolutos, llega un punto en que las reservas comienzan a contraerse. Crece el déficit comercial junto a un deterioro de la cuenta corriente debido a la acumulación de deuda externa y el aumento de inversión extranjera. Ciertamente, la única forma de aminorar esta situación sería que crecientes flujos de deuda permitieran cubrir el pago de intereses y el déficit comercial, dejando un margen a la acumulación de reservas.

En este punto, visualizar el comportamiento de la tasa de interés es de vital importancia pues refleja el aspecto financiero del ciclo. La liberalización financiera permite que la economía comience el ciclo con tasas de interés elevadas (o, del mismo modo, con un elevado diferencial de tasas respecto al resto del mundo)⁹. Seguidamente, debido a que las reformas macroeconómicas generan credibilidad en el público, las tasas tienden a reducirse gradualmente en la fase de auge. Adicionalmente tienden a caer pues existen in-

⁸ Guzmán y Howitt (2015) muestran que luego de un periodo de estabilidad económica con alto crecimiento, la percepción de una baja volatilidad inducirá a los agentes a ahorrar menos y endeudarse más, lo cual es consistente con la hipótesis minskiana de fragilidad financiera. En este sentido, Vercelli (2001) destaca que los proyectos de inversión que sostienen el crecimiento aumentan gradualmente la fragilidad del sistema dado que, en esencia, son especulativos. El elevado optimismo de los agentes los lleva a costear proyectos hoy (con desahorro o endeudamiento) que solo tendrán rendimientos más adelante. Por lo mismo, no es de extrañar que luego de un auge sostenido, la estructura financiera se vuelva tan frágil que un choque relativamente pequeño desencadene un espiral recesivo que termine en crisis.

⁹ Esta condición se amplifica en las economías emergentes. Debido a que las monedas nacionales de las economías emergentes presentan una menor liquidez que las emitidas por países desarrollados, necesariamente para compensar esa menor prima de liquidez, deben ofrecerse condiciones atractivas para los inversores internacionales. Por ejemplo, menores obstáculos a las entradas y salidas de capital y mayores rendimientos de los activos locales (De Paula *et al.*, 2017).

centivos al arbitraje entre activos internos y externos. Muchas veces el renovado entusiasmo puede originar un exceso de demanda de crédito, lo cual daría un impulso adicional a la tasa y generar, a su vez, un mayor flujo de crédito externo contribuyendo a aumentar el volumen de deuda¹⁰. En este punto se pone en evidencia el difícil dilema al que se enfrenta la autoridad monetaria. Pues esta combinación fácilmente podría tornarse explosiva y, por lo tanto, reducir la probabilidad de sostener el régimen de crecimiento en el largo plazo. Es decir, tal como hace notar Setterfield (2014), este contexto de auge con altas tasas de interés representa el verdadero peligro que enfrenta una economía. Pues una política de altas tasas de interés (especialmente en contextos de reformas de liberalización de los mercados financieros) expone a la economía a mayores niveles de fragilidad financiera y, por consiguiente, aumentan las posibilidades de conducirla a una crisis financiera que, en un principio, pretendía evitarse.

En este sentido, si se toma en cuenta la estructura financiera de la economía, es decir, los flujos esperados de capital y las deudas pendientes, la fragilidad del sistema puede calificarse como la propensión que esta tiene de cambiar su comportamiento frente a un aumento inesperado en la tasa de interés (Vercelli, 2001). En el siguiente apartado, no obstante, se verá una forma más específica de calificar la fragilidad de una economía.

Ahora bien, en cierto punto de la fase de auge algún incidente político o medida económica que amenace las posiciones de los inversionistas (y que se perciba, a su vez, como no transitoria) conducirá a un cambio en sus creencias. Este es el punto de inflexión al que hace frente la economía pues a partir de aquí se desencadenan una serie de dificultades financieras. Debido a la mayor percepción de riesgo en el sistema, los agentes cambian la composición de sus portafolios hacia la adquisición de activos más seguros y líquidos, además de posponer sus decisiones de gasto. Si se asume que la gran mayoría de los inversores tiene ese comportamiento, guiados por expectativas pesimistas, entonces termina por colapsar el precio de los activos domésticos y, eventualmente, el valor de la moneda. Hay que tener en cuenta, además, que el colapso de la moneda afecta las decisiones de gasto de aquellos agentes que, por falta de previsión o exceso de confianza en el sistema, aún mantienen sus pasivos denominados en moneda extranjera.

De este modo, se da inicio a la fase recesiva del ciclo en el cual se desata un proceso deflacionario en los mercados financieros que, a su vez, extiende sus consecuencias negativas hacia la economía real. La demanda agregada disminuye y la inversión se derrumba. En consecuencia, lo que comienza como una irregularidad en el mercado financiero finaliza como una crisis sistémica (Eatwell *et al.*, 2005 y Frenkel, 2012).

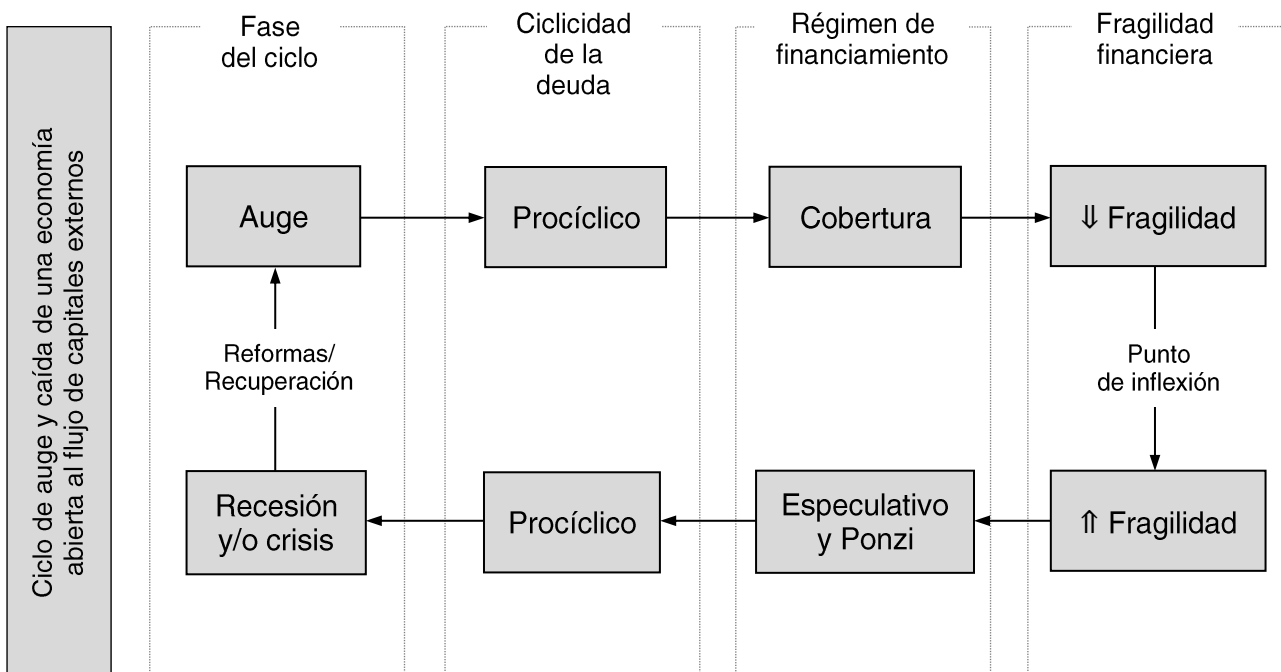
¹⁰ Cabe notar que no se hace la distinción entre deuda externa privada y pública, sino que se considera la deuda del conjunto económico. En una descripción genérica del patrón cíclico la distinción no expresa demasiada importancia puesto que muchas veces los gobiernos terminan nacionalizando la deuda privada, como el caso de Chile a principios de la década del ochenta.

3.1 Representación esquemática del patrón cíclico

El mecanismo inherente al patrón de auge y caída descrito anteriormente puede ser representado de manera esquemática incorporando la taxonomía minskiana de regímenes de financiamiento (ver figura 1). La clasificación minskiana se utiliza, además de clarificar la dinámica, para indicar las dificultades relativas que enfrenta una economía abierta a los mercados de capitales internacionales en el pago de su deuda (Wolfson, 2002).

En términos breves¹¹, una economía cubierta es aquella cuyos ingresos brutos de la producción pueden cubrir simultáneamente la inversión, el consumo y el servicio de la deuda, de manera que está en condiciones de reducir sistemáticamente su endeudamiento neto. No obstante, a pesar de su solvencia, esta economía no está exenta de problemas puesto que, en determinados contextos económicos y políticos, puede aumentar imprevisiblemente el costo del servicio de la deuda o reducir sus ingresos netos.

Figura 1. Representación esquemática del ciclo¹²



Fuente: elaboración propia.

Por otra parte, una economía especulativa se encuentra en problemas para financiar simultáneamente la inversión, el consumo y el servicio de la deuda. Por ejemplo, ante un

¹¹ Para una descripción más extensa de las estructuras de financiamiento, véase el apéndice A de Minsky (1986) y Foley (2003).

¹² Los fundamentos de la prociclicidad de la deuda pueden verse en Goodhart (2007) y Goodhart (2010).

aumento en el costo del servicio de la deuda, es posible reducir marginalmente la inversión siempre y cuando los ingresos netos se mantengan firmes (Foley, 2003). En este contexto de endeudamiento neto positivo, hay elevadas probabilidades de que la economía se encuentre con un creciente nivel de fragilidad en el sistema. Finalmente, una economía Ponzi es aquella cuya solvencia financiera es mínima, de modo que depende fuertemente de encontrar acreedores capaces de creer que los ingresos netos de esta economía aumentarán en el corto plazo. Sin embargo, esa situación es muy poco creíble ya que esta economía vive del endeudamiento. Generalmente, en este estado las economías caen en un espiral recesivo y sin financiamiento externo que pueda sostener tal conjunto de circunstancias. La evidencia indica que economías portadoras de elevada fragilidad financiera son conducidas a escenarios de impago de deudas o *default*.

Así pues, en suma, la fase de auge comienza a partir de un choque exógeno caracterizado generalmente por la aplicación de drásticas reformas macroeconómicas, especialmente la implementación de regímenes de tipo de cambio fijo. A medida se desarrolla el ciclo, las economías crecen en un contexto de elevadas tasas de interés impulsadas por el alto optimismo de los agentes que presentan un exceso de consumo en el mercado doméstico. Estos desequilibrios iniciales van deteriorando las cuentas externas y, con ello, el sistema va acumulando gradualmente un nivel de fragilidad financiera tal que las economías transitan de un régimen de cobertura a uno Ponzi¹³. Cuando el punto de inflexión hace su aparición —correspondiente a un fuerte y repentino aumento en la tasa de interés—, las economías se ven envueltas en espirales recesivos. Por causa de la deflación de la deuda y la dolarización de pasivos, la cadena de pagos puede verse interrumpida afectando negativamente la absorción interna. En tanto los agentes prioricen cumplir con sus obligaciones, la economía será conducida hacia una retroalimentación negativa lo cual, finalmente, llevará al sistema en su conjunto a un contexto de mayor recesión que si, en un principio, hubieran incumplido sus compromisos.

Muchas veces en escenarios de elevada incertidumbre y de caos económico la prima de riesgo país ajusta a una mayor velocidad que la tasa de interés. En consecuencia, un aumento de la tasa de interés en estas circunstancias no puede evitar una reversión en el flujo de capitales¹⁴. Aquí se manifiesta la importancia y necesidad de tener un banco central como prestamista de última instancia que ayude a frenar los incumplimientos en la cadena de pagos y, así, evitar mayores depresiones (Wolfson, 2002). Dado que los países periféricos no tienen un prestamista de última instancia que emita dinero en la moneda

¹³ Especialmente en el caso de las economías emergentes, una de las causas que contribuye a la emergencia de estructuras Ponzi parece estar asociada al gran volumen de capitales respecto al tamaño de los mercados locales, lo cual impide una correcta regulación por parte de las autoridades. Es decir, desde un inicio la naturaleza de estos flujos constituye efectos potencialmente desestabilizadores sobre los mercados financieros locales.

¹⁴ Para una descripción formal véase Frenkel (1980), p. 232.

que se toma la deuda con el resto del mundo, surge la necesidad de tener un gobierno fuerte que, en ocasiones, pueda absorber las deudas de las firmas y, así, traspasar la fragilidad financiera del sector privado al sector público. No obstante, hay que tener presente que, si el gobierno asegura *ex ante* la cobertura de eventos desfavorables (quiebras, etc.), los inversores pueden aventurarse en proyectos más riesgosos creando serios problemas de riesgo moral.

En la siguiente sección se examina con detalle la experiencia latinoamericana del ciclo de crisis, donde se observa cómo el patrón descrito anteriormente se ajusta con gran precisión a los hechos.

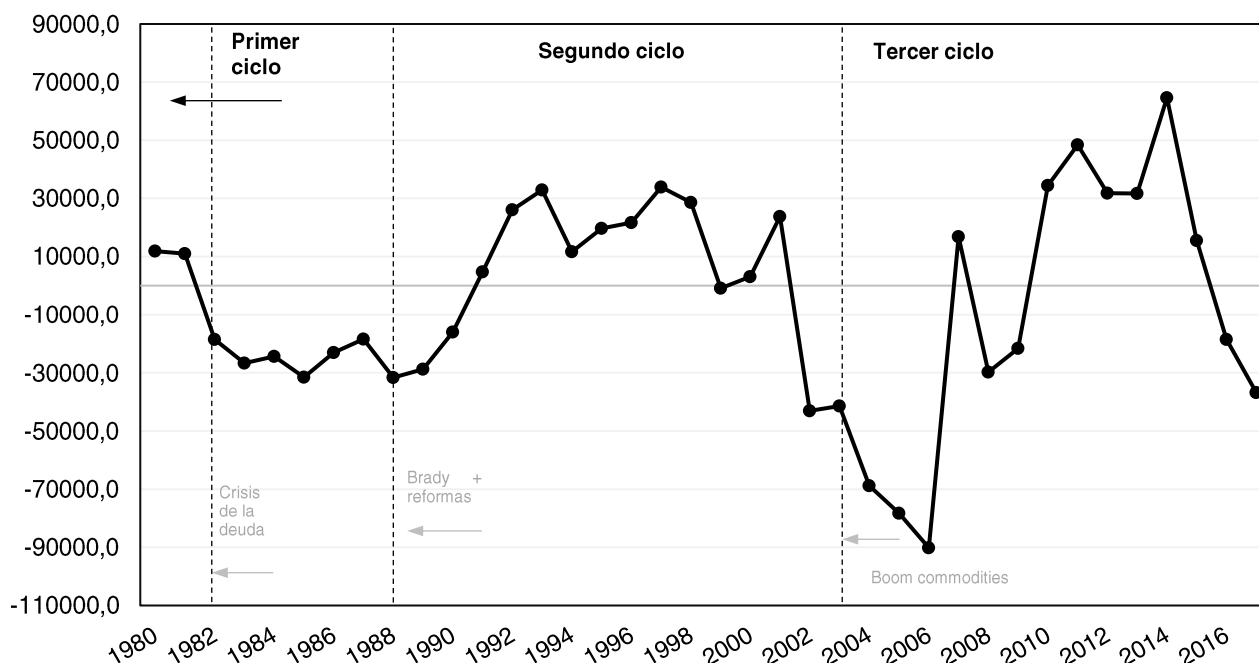
4 Ciclos de auge y caída en las economías latinoamericanas

La discusión presentada anteriormente se extiende a las economías latinoamericanas, donde una serie de autores (Eatwell y Taylor, 2005; Botta, 2017; De Paula, Fritz y Prates, 2017; Frenkel, 1983, 2003, 2012 y 2014; Frenkel y Rapetti, 2009; Palma, 1998 y 2013; Quadros y Moreira, 2017 y Guttmann, 2015, entre otros), a partir de la observación y estudio de las sistemáticas crisis ocurridas en la generalidad de los países de la región, consideran que estos episodios tienen una alta correspondencia con el patrón cíclico de crisis expuesto en el apartado anterior.

Concretamente, América Latina ha experimentado tres ciclos de fuertes entradas de capital a partir de la crisis del petróleo de 1973 (ver figura 2). Los dos primeros ciclos culminaron en crisis tanto financieras, de balanza de pagos y/o cambiarias. En cuanto al tercero, la fase de auge estuvo asociada al aumento en el precio de las materias primas al comienzo de la década del 2000, culminando con el contagio de la crisis financiera del atlántico norte en 2008-2009. No obstante, el choque provocado por la reciente crisis fue breve y no tuvo los mismos efectos críticos que los dos ciclos anteriores.

El primer ciclo comienza en la primera mitad de la década del setenta en un contexto de grandes reformas fiscales, privatizaciones de empresas públicas y liberalizaciones en los mercados comerciales y financieros (con Argentina y Chile como pioneros de aquellas reformas) de la mano de novedosos planes antiinflacionarios, cuyo fin culmina con la crisis de la deuda en 1982. Dicha caída trae consigo un periodo de estancamiento que posteriormente se conocería en la literatura como la “década perdida”. Luego, el segundo ciclo (que puede dividirse en dos subciclos) tiene sus primeros arranques entre fines de la década del ochenta y principios de la década del noventa. Con el fin de ajustar y estabilizar aquellas economías fuertemente golpeadas por la crisis de la deuda durante los ochenta, en una gran cantidad de países se llevan a cabo profundas reformas económicas similares a las implementadas en la segunda mitad de la década del setenta.

Figura 2. Transferencia neta de recursos* en América Latina, 1980-2017



*Millones de dólares.

Fuente: Cepal.

Así, durante la década del noventa se observaron ciclos de auge y caída en varias economías de la región, siendo los programas implementados por México en 1988, Argentina en 1991 y Brasil en 1994 particularmente representativos. Por su parte, el tercer ciclo es analizado de manera separada en la siguiente sección, pues responde a una dinámica algo diferente respecto a los dos primeros ciclos. A saber, a partir de la década del 2000 el régimen de crecimiento de los países de la región no estuvo liderado por la deuda, sino por las exportaciones.

4.1 Primer ciclo

A mediados de la década del setenta, en un ámbito de dictaduras militares y caos económico e inflacionario, Argentina y Chile (igualmente en Uruguay se aplican políticas similares) llevan a cabo drásticas reformas financieras y comerciales con el objetivo de estabilizar las economías¹⁵ y salir del régimen de represión en el cual se encontraban. El carácter de dichos programas de estabilización implicaba una importante liberalización

¹⁵ En el caso de Chile, estas reformas de choque ortodoxo se dieron luego de un primer intento fallido por estabilizar la economía con políticas de carácter gradual desde el inicio del régimen militar en septiembre de 1973 hasta abril de 1975. Un punto importante para destacar es que, a diferencia de Argentina, las autoridades chilenas primero liberaron el comercio y luego, a fines de 1977, se produjo la apertura al mercado financiero internacional. Algunos autores argumentan que esta secuencia de liberalización (primero comercial y luego financiera) evita que los productores de bienes transables padezcan un reajuste demasiado costoso (Edwards y Cox, 1987).

de ambos mercados eliminándose prácticamente todas las restricciones. Estas políticas se implementaron en contextos de abundantes ingresos de capitales (en su gran mayoría, excedentes petroleros por parte de la banca transnacional), acumulación de reservas y elevadas tasas crediticias, lo que permitió ubicar a ambas economías en una posición de cobertura. Además, se instrumentaron fuertes ajustes fiscales (especialmente en Chile), restricciones monetarias, congelamiento de salarios y otras herramientas macroeconómicas que normalizaran el aumento de los precios.

Específicamente, a fines de 1978 se da un giro en el manejo del tipo de cambio en ambas economías. Debido a la especial influencia que tiene el tipo de cambio en el direccionamiento de las expectativas en el contexto latinoamericano, se instrumentaron una serie de reglas¹⁶ para mantener estable el valor de la moneda como ancla antiinflacionaria. Tal como se pone en evidencia en las tablas 1 y 2, la fijación cambiaria junto a una inflación residual y la desregulación de los mercados provocó una caída en el tipo real de cambio lo que aumentó los incentivos a tomar deuda con el resto del mundo. Entre 1977 y 1981, la deuda externa relativa al producto bruto más que se duplica en Argentina, y en Chile crece fuertemente hacia el año 1982. La entrada de capitales generó, además, un fuerte aumento en la acumulación de reservas y un impulso crediticio al sector privado expandiendo el consumo interno, el crecimiento de las importaciones y, con ello, el producto. Así, pues, se observa un marcado deterioro del déficit de cuenta corriente. El déficit de cuenta corriente relativo al producto bruto creció, aproximadamente, un 9 % y 8 % en Chile y Argentina para el mismo periodo, respectivamente.

Particularmente, en el caso de Argentina y Uruguay el elevado déficit fiscal impedía la reducción de las obligaciones con el sector externo. Según Corbo, De Melo y Tybout (1986), esta falta de moderación en el manejo de la política fiscal amplificó la fase de auge del ciclo. Adicionalmente, Schvarzer (1986) remarca que la política financiera argentina fue mucho más laxa que la chilena. Esto acentuó una mayor entrada de capitales (y su posterior salida) que, a su vez, reforzaba el crédito interno y la demanda agregada, profundizando el atraso cambiario. Respecto al caso chileno, Díaz-Alejandro (1985) argumenta que el déficit fiscal, cuyo control se estableció antes de la implementación del régimen de *crawling peg* en 1978, influyó en la suavización del ciclo y las expectativas.

Como se hizo notar en la sección 3, una de las principales características de la fase de auge en una economía recién liberalizada a los mercados internacionales es la generación de incentivos al arbitraje entre activos internos y externos.

¹⁶ Que consistían en preanuncios de devaluaciones mensuales, conocido como sistema de *crawling peg* activo.

Tabla 1. Chile. Variables macroeconómicas, 1977-1983

	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983
Crecimiento PBI (%)	10,4	7,7	8,4	7,9	6,5	-11,0	-5,0
Inflación (tasa de variación anual del IPC)	91,9	40,1	33,2	35,4	19,7	9,9	27,2
Formación bruta de capital (% PBI)	15,3	18,8	18,6	21,9	23,3	11,9	12,2
Ahorro total (% PBI)	14,5	15,2	16,5	18,2	11,6	8,0	9,5
Balance comercial (% PBI)	-2,3	-3,8	-3,4	-4,8	-10,7	-2,6	2,0
Déficit de cuenta corriente (% PBI)	-3,9	-6,8	-5,5	-6,8	-13,7	-9,1	-5,5
Cuenta capital (millones de US\$) ^a	1161,1	4005,0	4664,9	5161,9	9398,8	3213,8	-2174,9
Reservas del banco central (var. absoluta) ^b	66,4	752,8	1314,4	1409,1	-237,8	-1292,7	-560,9
Crédito doméstico al sector privado (% PBI)	19,2	27,9	34,5	44,5	50,3	80,9	73,1
Tasa de interés de depósitos (%)	94,9	63,5	45,2	37,7	40,9	48,7	28,0
Tasa de interés de préstamos estadounidenses (%)	5,5	7,9	11,2	13,4	16,4	12,3	9,1
Tasa de variación del tipo de cambio nominal (%) ^c	64,9	46,9	17,7	4,7	0,0	30,5	54,8
Diferencial de tasas <i>ex post</i> ^d	23,0	7,4	14,8	17,7	22,0	3,3	-37,6
Variación del tipo de cambio real ^e	100,0	104,9	92,7	71,7	59,9	71,1	86,5
Deuda externa (% PBI)	33,8	38,5	36,2	34,1	38,5	56,8	75,0
Balance fiscal (% PBI)	-1,1	-0,1	4,8	5,4	2,6	-1,0	-2,6

^aCuenta capital + cuenta financiera.

^bEn millones de dólares corrientes, incluye oro.

^cPrecio en moneda nacional del dólar estadounidense (+) depreciación; (-) apreciación.

^dDiferencial=tasa de interés de depósitos – (tasa de préstamos estadounidense + variación tipo de cambio nominal).

^eTipo de cambio nominal deflactado por el índice de precios al consumidor (+) depreciación; (-) apreciación.

Fuente: Banco Mundial, Banco Central de Chile, FMI, Cepal, FRED, Frenkel y Rapetti (2009).

Tabla 2. Argentina. Variables macroeconómicas, 1977-1983

	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983
Crecimiento PBI (%)	6,9	-4,5	10,2	4,2	-5,7	-4,9	3,9
Inflación (tasa de variación anual del IPC)	176,1	175,5	159,5	100,8	104,5	164,7	343,8
Formación bruta de capital (% PBI)	30,9	27,8	25,9	25,3	22,7	21,8	20,9
Ahorro total (% PBI)	32,5	30,2	25,2	23,0	19,9	18,4	18,5
Balance comercial (% PBI)	2,3	2,9	0,2	-1,4	-0,5	2,6	3,3
Déficit de cuenta corriente (% PBI)	1,9	3,2	-0,7	-6,2	-6,0	-2,8	-2,3
Cuenta capital (millones de US\$) ^a	1891,5	1263,9	9065,9	4856,7	2844,7	-4295,5	-3810,0
Reservas del banco central (var. absoluta) ^b	1860,6	2089,4	5693,2	-2329,8	-4290,5	-502,3	-1663,7
Crédito doméstico al sector privado (% PBI)	18,4	20,6	24,1	25,4	33,6	33,9	28,1
Tasa de interés de depósitos (%)	115,4	131,7	117,3	79,6	157,1	126,2	281,3
Tasa de interés de préstamos estadounidenses (%)	5,5	7,9	11,2	13,4	16,4	12,3	9,1
Tasa de variación del tipo de cambio nominal (%) ^c	191,2	95,2	65,5	39,5	139,7	488,8	306,2
Diferencial de tasas <i>ex post</i> ^d	-81,3	28,6	40,6	26,8	1,1	-374,8	-33,9
Variación del tipo de cambio real ^e	100,0	70,9	45,2	31,4	36,8	81,8	74,9
Deuda externa (% PBI)	20,6	23,3	30,6	35,5	45,5	51,9	44,3
Balance fiscal (% PBI)	-	-	-	-	-	-	-

^aCuenta capital + cuenta financiera.

^bEn millones de dólares corrientes, incluye oro.

^cPrecio en moneda nacional del dólar estadounidense.

^dDiferencial=tasa de interés de depósitos – (tasa de préstamos estadounidense + variación tipo de cambio nominal).

^eTipo de cambio nominal deflactado por el índice de precios al consumidor.

Fuente: Banco Mundial, Ferreres (2010), FMI, Cepal, FRED.

Pues bien, en estas circunstancias además de la credibilidad inicial que transmitía el ancla nominal, el elevado diferencial entre las tasas de interés domésticas y extranjeras resultaban lo suficientemente atractivas como para atraer capitales que pudieran sostener el funcionamiento de ambas economías. Y junto a ello, una creciente acumulación de la fragilidad del sistema¹⁷. Nótese la volatilidad experimentada por la cuenta de capital de ambos casos en todo el periodo. En un contexto de escasa regulación y supervisión, esta característica exagera el riesgo sistémico ante frenos repentinos en el financiamiento externo. Sin embargo, producto del buen desempeño regional en los años anteriores, la memoria colectiva veía con leve preocupación este escenario de marcada fragilidad y los cambios que ocurrían en la economía internacional. Incluso se pensó que el choque petrolero y el aumento de las tasas de interés en EE. UU. (como respuesta a la aceleración inflacionaria experimentada por ese país) a fines de 1979, sumado a los escenarios de estanflación en las economías desarrolladas, tendrían efectos pasajeros en la región puesto que el contagio no fue inmediato¹⁸.

No obstante, el golpe no tardó en llegar. Entre fines de 1981 y comienzos de 1982, una serie de choques externos (aumento de las tasas de interés en EE. UU; caída en los flujos de capitales externos y en los términos de intercambio, entre otros) impactan en la región generando fuertes procesos de desajustes en las economías y dando comienzo a la fase recesiva del ciclo. Debido al descenso de los créditos externos y un aumento en las expectativas de devaluación, las autoridades monetarias aumentan las tasas de interés para compensar tales desequilibrios. No obstante, la fragilidad del sistema, correspondiente a una posición Ponzi, y la acumulación de desequilibrios macroeconómicos hacen que la situación se torne insostenible y los gobiernos decidan abandonar los regímenes de tipo de cambio fijo para dar lugar a sendas devaluaciones que agravan la crisis existente. Al mismo tiempo, producto de las tensiones financieras y la crisis del sector bancario se llevan a cabo una serie de rescates e intervenciones junto a nacionalizaciones (especialmente en el caso chileno) de la deuda externa de los bancos liquidados.

Como consecuencia de la crisis, se desencadenan una serie de episodios atribuidos a la generalidad de países de la región que darían lugar a lo que posteriormente se denominaría en la literatura como “década perdida”. La actividad económica se derrumba generando elevadas tasas de desempleo y drásticos aumentos en las tasas de pobreza. Esto, sumado a caídas en los términos de intercambio junto a nuevos rebrotes inflacionarios obliga a las autoridades a implementar nuevos planes de estabilización de diversos tipos

¹⁷ Los intereses del servicio de la deuda no están cubiertos por flujos de ingresos esperados, lo cual refleja el exceso de confianza en el sistema por parte de los agentes en esta fase del ciclo.

¹⁸ A pesar del abrupto aumento en el precio del petróleo, se observa en 1980 un incremento en el flujo de capitales hacia las economías de la región, lo cual permite conducir de mejor manera el contexto de recesión por el que atravesaban las economías desarrolladas.

con el fin de restablecer el rumbo. Algunos autores (Ocampo, 2012; CEPAL, 1984) sostienen que, hasta el momento, la crisis de la deuda de los ochenta fue la peor de todas las crisis por las que ha pasado la región latinoamericana, tanto en términos de magnitud como de duración. Afectó a 18 países agravando los niveles de pobreza y desigualdad que recién pudieron recuperarse a mediados de la década del 2000.

4.2 Segundo ciclo

A partir de 1989 con la implementación del Plan Brady¹⁹ se da inicio a una nueva fase de globalización financiera. La región nuevamente puede acceder al financiamiento externo de la mano de una serie de reformas liberalizadoras muy similares a las implementadas en la década del setenta.

Puesto que era necesario ajustar y estabilizar aquellas economías fuertemente golpeadas por la crisis en la “década perdida”, se ejecutaron un conjunto de planes de estabilización antiinflacionarios caracterizados por amplias privatizaciones de empresas estatales y ajustes del gasto público con el fin de reducir los déficits. Al mismo tiempo, y como parte del mismo conjunto de medidas, se llevan a cabo liberalizaciones comerciales y reformas en los mercados financieros mediante la desregulación a la entrada y salida de capitales, reformas tributarias y flexibilización en los mercados laborales, entre otras medidas de la misma naturaleza.

4.2.a México

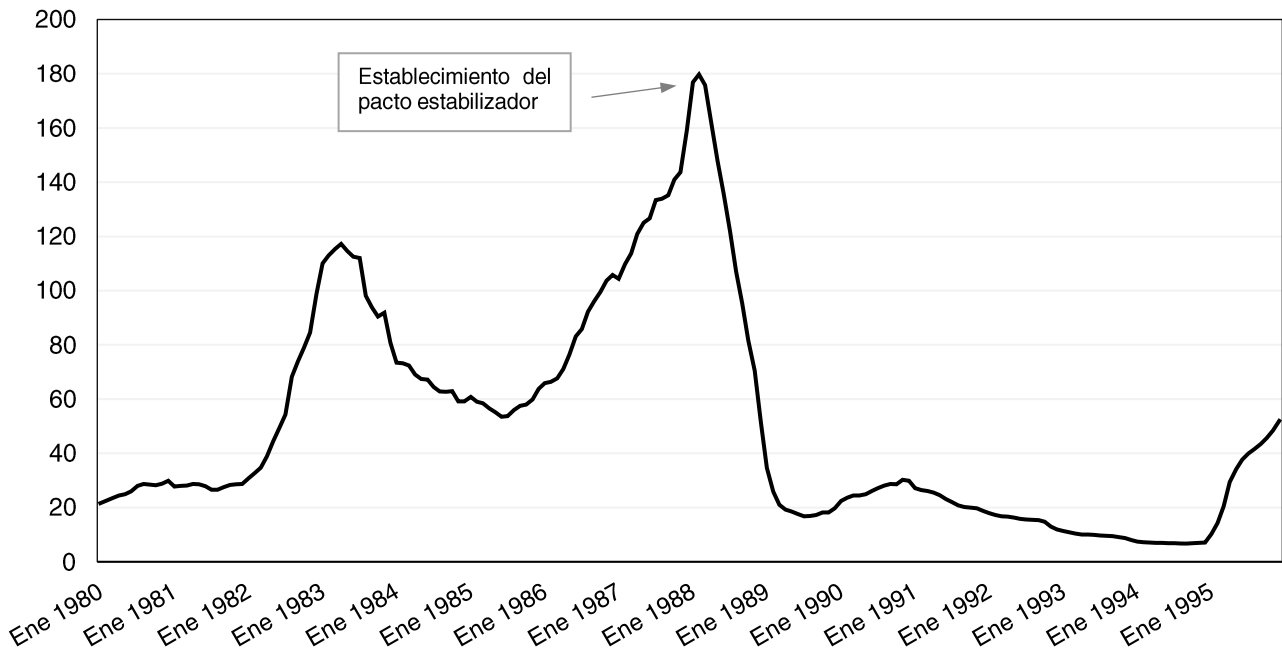
Como consecuencia de la crisis de la deuda y una defectuosa administración a lo largo de los años ochenta, a fines de 1987, bajo el gobierno encabezado por Miguel de la Madrid, el país se embarca en la implementación de un programa de estabilización inflacionario llamado Pacto de Solidaridad Económica (posteriormente renovado por el gobierno de Salinas de Gortari). En un primer momento se llevan a cabo una serie de liberalizaciones en los precios de ciertos bienes básicos, lo cual desencadena una inflación correctiva de aproximadamente 180 % en enero de 1988 (ver figura 3). Al mismo tiempo, con el fin de equilibrar las cuentas fiscales, se corrigen tarifas públicas y se realizan numerosas privatizaciones de empresas estatales. Los ingresos de estas privatizaciones servirían como anticipos en el proceso de renegociación de la deuda externa en 1989 en el marco del Plan

¹⁹ El Plan Brady fue un programa anunciado por EE. UU. en 1989 (por el secretario del tesoro norteamericano, Nicholas Brady), que consistió en reestructurar la deuda a largo plazo de los países en desarrollo con la banca privada externa mediante quitas de capital y/o reducción en las tasas de interés. Una parte importante de esta renegociación se hizo a través de los "Bonos Brady" emitidos por los países en desarrollo, condicionados a la aplicación de ciertas políticas económicas (en el marco del Consenso de Washington) y cambios en las tasas de interés fijadas por los acreedores.

Brady. La renegociación de la deuda marca el punto de quiebre de este nuevo ciclo, posicionando a la economía en un régimen de cobertura y dando inicio a la fase de auge.

Luego de la implementación de estas primeras medidas, desde enero de 1989 la autoridad económica se compromete a establecer un régimen de devaluaciones prefijadas embarcándose en un proceso de liberalización comercial y de la cuenta financiera. A su vez, las cuentas fiscales manifiestan una franca mejora y se observa una evolución positiva en diversos indicadores macroeconómicos. Así, pues, las reformas del pacto fueron todo un éxito y los buenos resultados no tardaron en llegar. Por un lado, se estabilizan los precios de la economía y se cierra la brecha fiscal, equilibrándose en 1991. Por otra parte, los mayores ingresos reales dan lugar a un rápido crecimiento del producto bruto, logrando un pico de 5 % en 1990.

Figura 3. Variación IPC* (en %), 1980-1995



*Variación mensual anualizada enero a enero.

Fuente: Banxico.

La mayor disciplina fiscal junto a un presupuesto bajo control y un entorno más próspero generaron mejoras en las expectativas y una reducción de la incertidumbre en el público. Estas nuevas reglas en una macroeconomía integrada a los mercados internacionales impulsaron un proceso de fuerte entrada de capitales, sobre todo, estimulados por la recuperación del diferencial entre las tasas de interés domésticas y las de EE. UU. En la tabla 3 se observa cómo la cuenta financiera registra una progresiva entrada de capitales

Tabla 3. México. Variables macroeconómicas 1988-1995

	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995
Crecimiento PBI (%)	1,3	4,2	5,1	4,2	3,6	4,1	4,9	-6,3
Inflación (tasa de variación anual del IPC)	114,3	20,0	26,7	22,7	15,5	9,8	6,9	35,0
Formación bruta de capital (% PBI)	22,6	22,9	23,1	23,3	23,3	23,0	24,9	21,0
Ahorro total (% PBI)	21,2	20,3	20,3	18,6	16,6	20,6	20,1	18,1
Balance comercial (% PBI)	1,4	-0,1	-1,1	-2,9	-5,0	-3,3	-3,9	1,9
Déficit de cuenta corriente (% PBI)	-1,3	-2,6	-2,8	-4,7	-6,7	-4,7	-5,6	-0,4
Cuenta capital (millones de US\$) ^a	-4495,0	1110,0	8441,0	25139,0	27039,0	33760,0	15786,8	-10487,3
Reservas del banco central (var. absoluta) ^b	-7365,3	413,6	3476,6	7835,2	1119,3	6127,4	-18857,3	10604,2
Crédito doméstico al sector privado (% PBI)	11,1	15,6	17,5	20,9	28,0	25,5	30,9	23,3
Tasa de interés de depósitos (%)	55,2	33,4	30,4	17,9	15,9	16,7	15,0	39,8
Tasa de interés de préstamos estadounidenses (%)	7,6	9,2	8,1	5,7	3,5	3,0	4,2	5,8
Tasa de variación del tipo de cambio nominal (%) ^c	64,9	8,3	14,3	7,3	2,5	0,7	8,3	90,2
Diferencial de tasas <i>ex post</i> ^d	-17,3	15,9	8,0	4,9	9,8	13,0	2,5	-56,2
Variación del tipo de cambio real ^e	100,0	90,2	81,4	71,2	63,2	58,0	58,7	82,8
Deuda externa (% PBI)	64,7	58,8	52,4	41,7	31,4	28,2	39,8	45,7
Balance fiscal (% PBI)	-10,1	-4,5	-3,3	1,6	2,4	-1,6	-2,4	-2,4

^aCuenta capital + cuenta financiera.

^bEn millones de dólares corrientes, incluye oro.

^cPrecio en moneda nacional del dólar estadounidense.

^dDiferencial=tasa de interés de depósitos – (tasa de préstamos estadounidense + variación tipo de cambio nominal).

^eTipo de cambio nominal deflactado por el índice de precios al consumidor.

Fuente: Banco Mundial, FMI, Cepal, FRED, Banxico, Centro de Estudios de las Finanzas Públicas de la H. Cámara de Diputados de México.

durante todo el periodo, logrando un ingreso de más de 32 mil millones de dólares en 1993. Desde luego, esta dinámica igualmente proporcionó una elevada acumulación de reservas por parte del banco central.

Si bien es cierto este exuberante flujo externo dio un nuevo impulso a la actividad económica, al mismo tiempo generó las condiciones para la acumulación de una serie de desequilibrios fundamentales. Por un lado, el déficit de cuenta corriente relativo al producto se elevó a una tasa cercana al 6 % entre 1993 y 1994, en parte, incentivado por la drástica apreciación real del tipo de cambio producto del ancla nominal implementada al inicio del programa. Por otro lado, la expansión crediticia doméstica relativa al producto aumentó fuertemente, triplicándose entre 1988 y 1994 y, junto a ello, un índice bursátil que crece un 1000 % en solo dos años. Además, puede observarse una rápida caída del ahorro privado y una tasa de formación bruta de capital relativamente constante durante todo el periodo. Todo esto pone en evidencia el proceso de euforia y exceso de optimismo experimentado por los inversores.

Con todo, si bien la deuda externa total relativa al producto cae luego de la renegociación de 1989, a partir de 1993 se observa un creciente aumento del stock de deuda alimentado por la emisión de títulos del tesoro de corto plazo e indexados al dólar denominados Tesobonos (French-Davis, 1997; Eatwell *et al.*, 2005). En este nuevo escenario el volumen de obligaciones superaba por mucho al nivel de reservas, de modo que la economía presentaba bajos niveles de liquidez y una creciente fragilidad financiera.

No obstante, a lo largo de 1994 una serie de importantes hechos políticos provocaron un cambio en las expectativas de los agentes²⁰. Esto condujo a reiterados ataques contra la moneda nacional, en un principio sostenible por parte de la autoridad monetaria, sin embargo, interrumpido por el nuevo gobierno. La abrupta devaluación del peso da lugar a una crisis cambiaria donde el gobierno sale al rescate (con la ayuda de fondos del Departamento del Tesoro de EE. UU.) e interviene una serie de bancos comerciales. Así, la acumulación de desequilibrios macroeconómicos termina con una caída del producto de más de 6 % en 1995, elevadas tasas de desempleo, graves problemas de liquidez y un alto costo fiscal por el apoyo brindado al sector financiero. La crisis mexicana tuvo grandes repercusiones en las economías de mercado emergente y su efecto es conocido como “tequila”.

En suma, la apertura a los mercados internacionales en un contexto de baja regulación provocó la excesiva apreciación real del tipo de cambio, lo cual deterioró las cuentas externas y amplificó los desequilibrios fundamentales que llevó a la economía mexicana al colapso sistémico. Sin embargo, y en términos similares a la experiencia

²⁰ Por ejemplo, el levantamiento del movimiento zapatista en enero; el asesinato del candidato presidencial del partido oficialista, Luis Donaldo Colosio, en marzo; y el asesinato del secretario general del partido oficialista, José Francisco Ruiz Massieu, en septiembre.

chilena a principios de los ochenta, la crisis emergió con balances fiscales en relativo equilibrio y bajas tasas de inflación.

4.2.b Brasil

Luego del fracaso antiinflacionario en manos del Plan Collor implementado a principios de la década, a partir de julio de 1994 el gobierno encabezado por Itamar Franco lleva a cabo un nuevo plan estabilizador denominado Plan Real. En un primer momento, e incorporando parte del esquema de políticas ortodoxas del gobierno anterior, se profundiza el proceso de privatizaciones de empresas estatales junto a un fuerte ajuste del sector público. El principal objetivo era provocar un choque en las expectativas a través de la desindexación contractual en un contexto de liberalización comercial y financiera puesto en marcha a principios de la década.

Para alcanzar estas metas, y tomando como referencia el plan de convertibilidad llevado a cabo por la Argentina en 1991, las autoridades económicas introducen una nueva unidad monetaria, el real, y fijan el tipo de cambio en 1 real por dólar. A partir de esta denominación, salarios, precios y una serie de contratos se fijarían en esta nueva moneda. No obstante, en la práctica el tipo de cambio no fue fijado *de facto*, sino que se dejó flotar en bandas estrechas. De modo que, desde un comienzo, la nueva moneda comenzó a desvalorizarse y la paridad “uno a uno” nunca pudo sostenerse.

Junto a la aplicación del Plan Brady a principios de 1994, las reformas correspondientes al Plan Real se establecen con gran éxito, pues logran reducir la tasa inflacionaria y consiguen que la actividad económica retomara la senda del crecimiento. Entre fines de 1994 y durante 1995 la economía crece a una tasa aproximada del 5 %. En este contexto de apertura financiera y gran optimismo por parte del público, se produce una fuerte atracción en el flujo de capitales externos, lo cual representa un estímulo al crecimiento en la cuenta de capital y una expansión en el volumen de reservas internacionales acumuladas por el banco central hasta 1996. Este optimismo se ve reflejado, a su vez, en un aumento crediticio extraordinario al sector privado doméstico, el cual se mantiene en torno al 41 % relativo al producto entre 1995 y 1997. En consecuencia, la absorción interna se expande rápidamente junto al volumen de importaciones contribuyendo al deterioro del balance comercial y profundizando el déficit de cuenta corriente. Todo esto, a pesar de que el tipo de cambio no experimentó una gran apreciación real luego del proceso correctivo, más bien se mantuvo constante durante todo el periodo.

Por otra parte, no obstante el éxito proporcionado por el programa antiinflacionario a la economía en su conjunto, el efecto contagioso de la crisis mexicana inevitablemente impacta con fuerza en el sistema financiero brasileño provocando la quiebra de tres grandes bancos y ciertas entidades de menor tamaño (Frenkel, 2014). Así, luego de este breve episodio crítico, la creencia dominante en el público y las autoridades

Tabla 4. Brasil. Variables macroeconómicas, 1995-2000

	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Crecimiento PBI (%)	4,4	2,2	3,4	0,3	0,5	4,1
Inflación (tasa de variación anual del IPC)	65,9	15,8	6,9	3,2	4,9	7,0
Formación bruta de capital (% PBI)	17,3	17,3	17,8	18,2	17,4	18,9
Ahorro total (% PBI)	14,4	12,7	12,2	11,5	10,6	12,5
Balance comercial (% PBI)	-1,9	-2,2	-2,6	-2,4	-1,9	-2,3
Déficit de cuenta corriente (% PBI)	-2,4	-2,7	-3,5	-3,9	-4,2	-3,7
Cuenta capital (millones de US\$) ^a	29145,2	33984,3	25456,3	21370,1	8375,8	29567,4
Reservas del banco central (var. absoluta) ^b	13031,6	8310,1	-7943,9	-7721,3	-8144,9	-3327,0
Crédito doméstico al sector privado (% PBI)	43,5	40,8	40,9	29,5	29,8	31,1
Tasa de interés de depósitos (%)	52,3	26,5	24,4	28,0	26,0	17,2
Tasa de interés de préstamos estadounidenses (%)	5,8	5,3	5,5	5,4	4,9	6,2
Tasa de variación del tipo de cambio nominal (%) ^c	38,1	9,5	7,3	7,7	56,3	0,9
Diferencial de tasas <i>ex post</i> ^d	8,4	11,6	11,6	15,0	-35,3	10,1
Variación del tipo de cambio real ^e	100,0	94,6	94,9	99,0	147,6	139,1
Deuda externa (% PBI)	20,5	21,4	22,5	28,0	40,9	37,0
Balance fiscal (% PBI)	2,1	-5,4	-5,6	-7,2	-5,2	-3,3

^aCuenta capital + cuenta financiera.

^bEn millones de dólares corrientes, incluye oro.

^cPrecio en moneda nacional del dólar estadounidense.

^dDiferencial=tasa de interés de depósitos – (tasa de préstamos estadounidense + variación tipo de cambio nominal).

^eTipo de cambio nominal deflactado por el índice de precios al consumidor.

Fuente: Banco Mundial, FMI, Cepal, FRED.

era que las crisis financieras habían sido superadas en el contexto internacional (Ffrench-Davis, 2012).

Este nuevo impulso representa un retorno de la confianza a los mercados, favoreciendo a que la fase de auge continuara su senda alcista. Y junto a ello, también se observa un aumento en el volumen de la deuda externa relativa al producto reforzada por las altas tasas de interés que, a su vez, sostenían el régimen cambiario.

Recién en la segunda mitad de 1997 se ponen en evidencia una serie de obstáculos de mayor magnitud que dificultarían la continuidad de la fase alcista. Producto del efecto contagioso propiciado por la crisis en el este asiático al conjunto de economías emergentes, la economía brasileña comienza a experimentar una fuerte salida de capitales y una caída en el nivel de reservas. Frente a esta situación, con el fin de frenar la fuga de capitales, las autoridades económicas recurren a organismos internacionales solicitando préstamos y estableciendo un proceso de renegociación de la deuda a plazos cada vez más breves para, así, impedir drásticos aumentos en las tasas de interés. No obstante, luego del insuficiente rescate efectuado por el FMI, el régimen cambiario inexorablemente colapsa en diciembre de 1998 desencadenándose una crisis cambiaria en enero de 1999. Así, pues, la economía brasileña se sumerge en un espiral recesivo donde el aumento en el déficit fiscal operado por las autoridades de gobierno no pudo contrarrestar los efectos negativos en el nivel de actividad ocasionado por la drástica pérdida de reservas internacionales.

Ahora, si bien es innegable que la economía sufrió un duro golpe en el bienio 1998-1999, la experiencia no fue demasiado caótica debido a una serie de factores que contribuyeron a moderar el efecto negativo del contagio y la repentina salida de capitales. Primero, la fase de auge del ciclo fue más breve que otros episodios anteriores. En este caso, hubo una mayor participación de flujos de inversión extranjera directa los cuales suelen ser más estables que los flujos especulativos de corto plazo. Segundo, existió un mayor apoyo de instituciones financieras internacionales que financiaron la salida de capitales y el pago de deuda en moneda extranjera. De modo que, cuando se llevó a cabo la corrida contra el real, el impacto negativo de la devaluación tuvo efectos moderados y no demasiado persistentes. Por último, como lección del “efecto tequila”, las autoridades introdujeron mayores reformas al sistema financiero, reforzando la regulación y supervisión, lo cual impidió el colapso generalizado del sistema financiero (Ffrench-Davis, 2012).

4.2.c Argentina

La experiencia argentina refleja un fenómeno interesante, pues desde el inicio de la década del noventa hasta la drástica crisis sufrida en 2001 se observa el desarrollo de dos ciclos completos de auge y caída. El primero de ellos ocurre desde la introducción del

régimen de convertibilidad, en marzo de 1991, hasta el contagio de la crisis mexicana en 1995. Posteriormente, el segundo ciclo comienza con la fase de auge postcrisis hasta la caída del régimen de convertibilidad a fines de 2001.

Luego de la adopción exitosa del programa monetario de ajuste estructural (denominado “caja de conversión”), implementado en abril de 1991 bajo el mandato de Carlos Saúl Menem, los precios de la economía se estabilizaron rápidamente y, junto a ello, la restitución de la confianza en los mercados. La solvencia del Estado y la estabilidad del régimen cambiario lograron que el sistema financiero recuperara su credibilidad y la economía se situara en una posición de cobertura. Adicionalmente como parte del plan estabilizador, se llevó a cabo un proceso masivo de privatizaciones de empresas públicas (como muchas otras economías de la región de manera similar implementaron al principio de la década) junto a una desregulación del comercio exterior y la cuenta de capital. El avance en la desregulación financiera indujo una fuerte atracción de capitales externos acompañado de un aumento en el nivel de actividad. La economía argentina creció, en promedio, a una tasa anual aproximada del 9 % entre 1991 y 1994.

En esta primera fase de auge, el *boom* estabilizador se vio reflejado en un mayor flujo de inversiones y una mejora en la formación bruta de capital relativa al producto junto a un balance comercial y fiscal inicialmente en equilibrio. Además, este crecimiento estuvo acompañado de grandes acumulaciones de reservas internacionales (ver figura 4) y una rápida expansión en el crédito doméstico privado como proporción del producto bruto que pasó de, aproximadamente, un 12 % en 1991 a un 20 % en 1994. Así, pues, resulta evidente en esta primera etapa la retroalimentación positiva entre las diferentes variables macroeconómicas.

No obstante, y tal como se ha visto en todos los casos estudiados, la fijación de paridad cambiaria junto a una inflación rezagada provocó una fuerte apreciación real del tipo de cambio el cual fue paulatinamente haciendo perder competitividad al sector transable y deteriorando las cuentas externas. En estas circunstancias, a pesar del buen desempeño económico y la aparente estabilidad financiera observada en el conjunto, el “efecto tequila” desde México y la consecuente suba en las tasas de interés de EE. UU. contribuyeron a que comenzara un proceso de reversión de capitales y una acelerada caída en las reservas internacionales durante 1995.

Como consecuencia, la economía argentina sufre una crisis financiera y de balanza de pagos. Producto de la caída en los depósitos bancarios numerosas instituciones financieras colapsan y, entre el segundo y cuarto trimestre de 1995, la economía argentina entra en recesión (Frenkel, 2014). Seguidamente, un rescate de unos us\$ 11.000 millones proporcionado por el Fondo Monetario Internacional (FMI) evitó la expansión monetaria para financiar el déficit y, con ello, la devaluación de la moneda (Damill *et al.*, 2005). De manera que, en suma, el régimen de convertibilidad sobrevive a la crisis de 1995

Tabla 5. Argentina. Variables macroeconómicas, 1991-2002

	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Crecimiento PBI (%)	12,7	11,9	5,9	5,8	-2,9	5,5	8,1	3,9	-3,4	-0,8	-4,4	-10,9
Inflación (tasa de variación anual del IPC)	171,7	24,9	10,6	4,9	3,9	0,7	0,5	0,9	-1,2	-0,9	-1,1	25,8
Formación bruta de capital (% PBI)	14,6	16,7	19,1	19,9	17,9	18,1	19,4	19,9	18,0	16,2	14,2	11,9
Ahorro total (% PBI)	13,6	13,7	15,6	15,7	16,5	17,1	16,7	16,1	13,7	14,4	14,2	19,2
Balance comercial (% PBI)	0,8	2,5	1,4	0,0	-1,9	-2,2	-2,6	-2,4	-1,9	-2,3	-2,2	0,8
Déficit de cuenta corriente (% PBI)	-0,3	-2,4	-3,5	-4,3	-1,9	-2,5	-4,1	-4,8	-4,2	-3,2	-1,4	8,9
Cuenta capital (millones de US\$) ^a	-5209,0	16539,4	34515,8	26181,3	13167,4	23830,8	35383,6	37289,6	28220,2	16584,3	-20412,6	-23149,9
Reservas del banco central (var. absoluta) ^b	1240,5	3984,5	4052,4	503,8	-23,8	3739,6	2705,6	2431,1	1494,4	-1198,0	-10596,6	-4063,1
Crédito doméstico al sector privado (% PBI)	12,6	15,5	18,3	20,3	19,9	20,2	21,9	24,2	24,9	23,9	20,8	15,3
Tasa de interés de depósitos (%)	61,7	16,8	11,3	8,1	11,9	7,4	6,9	7,6	8,1	8,3	16,2	39,3
Tasa de interés de préstamos estadounidenses (%)	5,7	3,5	3,0	4,2	5,8	5,3	5,5	5,4	4,9	6,2	3,9	1,7
Tasa de variación del tipo de cambio nominal (%) ^c	95,6	3,9	0,8	0,0	0,1	-0,01	-0,02	0,0	0,0	0,0	0,0	206,5
Diferencial de tasas <i>ex post</i> ^d	-39,6	9,4	7,5	3,9	6,0	2,1	1,5	2,2	3,1	2,1	12,3	-168,9
Variación del tipo de cambio real ^e	100,0	83,2	75,8	72,8	70,5	70,4	69,9	69,3	70,2	70,8	71,6	174,3
Deuda externa (% PBI)	34,6	30,0	27,3	29,2	38,3	40,8	43,8	47,3	53,6	52,8	56,8	151,8
Balance fiscal (% PBI)	-0,2	0,3	0,0	-1,3	-2,1	-2,9	-1,9	-1,9	-3,8	-3,3	-5,4	-2,1

^aCuenta capital + cuenta financiera.

^bEn millones de dólares corrientes, incluye oro.

^cPrecio en moneda nacional del dólar estadounidense.

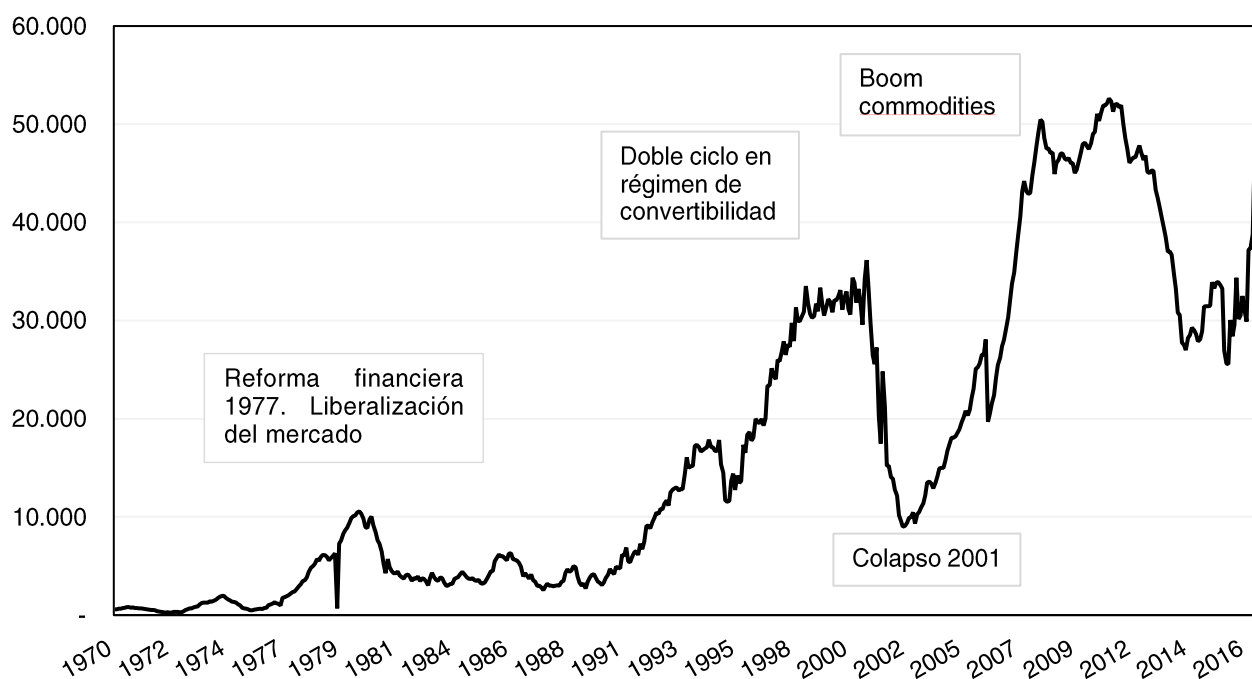
^dDiferencial=tasa de interés de depósitos – (tasa de préstamos estadounidense + variación tipo de cambio nominal).

^eTipo de cambio nominal deflactado por el índice de precios al consumidor.

Fuente: Banco Mundial, FMI, Cepal, FRED.

suministrando solidez al sistema. Así, la Argentina sale robustecida del “efecto tequila” para experimentar un nuevo auge en la entrada de capitales internacionales y una nueva fase expansiva hasta el contagio asociado a la crisis asiática de 1998.

Figura 4. Reservas internacionales Argentina*, 1970-2017



*Millones de dólares.

Fuente: BCRA.

Debe notarse que, a partir de esta segunda fase de auge, el desempeño fiscal y el balance comercial presentaron un deterioro mucho mayor respecto al observado en la primera mitad de la década, tornándose negativas ambas cuentas desde 1995. Desde la privatización del sistema de pensiones hasta recortes impositivos en empresas públicas (como forma de compensar la apreciación real con la que debían convivir) contribuyeron a reducir los ingresos del Estado. Aun así, el déficit era manejable. No fue sino hasta el contagio de la crisis asiática de 1997 y, posteriormente, la crisis rusa y brasileña de 1998-1999 que el déficit fiscal empeoró considerablemente, aumentando a una tasa de casi 4 % relativa al producto en 1999. Todo este deterioro se debió, en parte, al fuerte encarecimiento del crédito externo y los rezagos de la recesión (Damill *et al.*, 2005).

Frente a esta situación, las autoridades llevaron a cabo sucesivos ajustes fiscales en un contexto de crecientes tasas de interés, lo cual tuvo un impacto negativo en la demanda agregada y, por consiguiente, en la expansión del producto. Esto implicó nuevas caídas en la recaudación impositiva y un mayor déficit fiscal, generándose una retroalimentación negativa del ciclo y un aumento de la fragilidad financiera. Esta fragilidad se ve reflejada, en parte, en un aumento considerable de la prima de riesgo país y la

deuda externa total como proporción del producto que pasa de un 38 % en 1995 a un 53 % en 1999.

Esta tendencia se revalida con las políticas de ajuste implementadas por las autoridades del nuevo gobierno, encabezado por Fernando de la Rúa, puesto que no pueden acomodar los desequilibrios macroeconómicos e intensifican la caída en la actividad. De modo que, la recesión se transforma en depresión con consecuencias negativas en la prima de riesgo y las expectativas. En este contexto, la deuda pública se dispara a niveles alarmantes debido a la reestructuración de títulos de deuda y el rescate propiciado por instituciones financieras internacionales y algunos bancos locales. Esta medida permitió estirar por un breve periodo el inevitable (y trágico) desenlace. Finalmente, durante la segunda mitad de 2001 la desconfianza es tal que la fuga de depósitos se hace insostenible; masivas corridas bancarias obligan a las autoridades a establecer límites al retiro de efectivo de los bancos y, posteriormente, abandonar la paridad cambiaria por medio de una fuerte devaluación (Frenkel, 2014). Así es como la economía se ubica en un régimen Ponzi y converge al catastrófico colapso sistémico de 2001 y al subsiguiente *default* de la deuda pública. El país atravesó una crisis cambiaria, financiera y de balanza de pagos en medio de una contracción del producto de 4,4 % en 2001 y casi 11 % en 2002.

En suma, una creciente necesidad de financiación del déficit estructural (vencimientos de deuda y déficit de cuenta corriente) junto a una excesiva apreciación real del tipo de cambio contribuyeron a aumentar la fragilidad financiera del sistema y la posterior fuga de capitales, conduciendo al conjunto económico y social a la peor crisis experimentada en la historia.

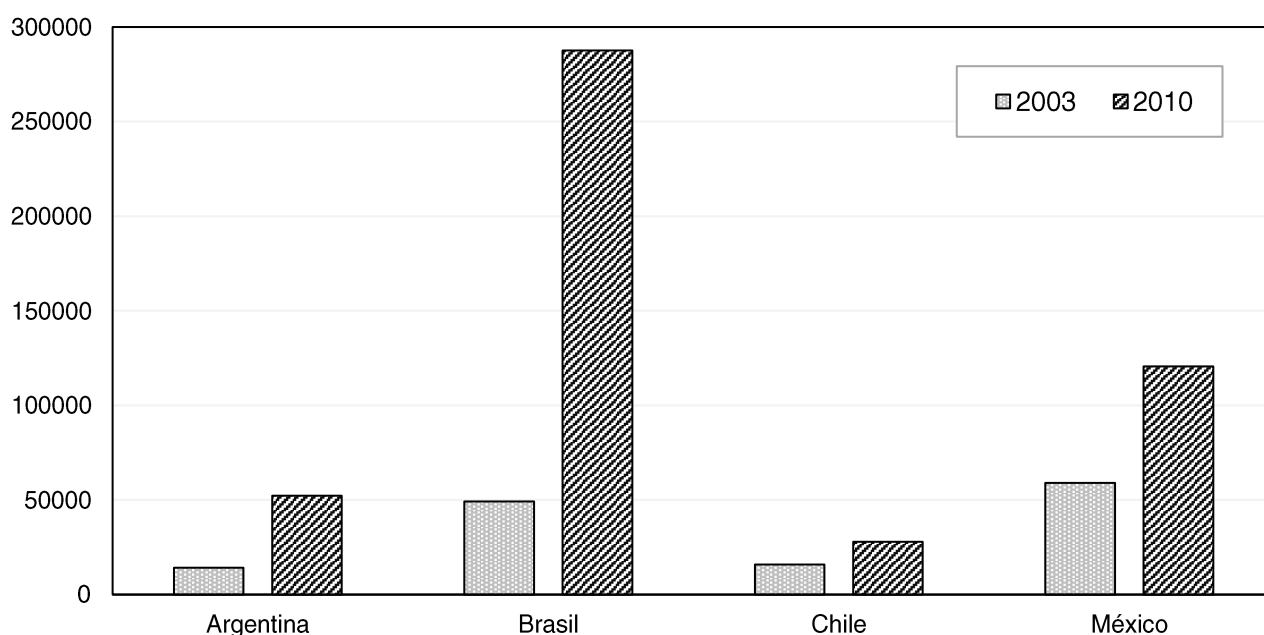
5 Tercer ciclo: ¿por qué no concluyó en crisis?

Luego del “sexenio perdido” entre 1998 y 2003 (Ffrench-Davis, 2012) la región latinoamericana presenta una enérgica recuperación de la actividad económica, dando comienzo a un nuevo ciclo. Una serie de elementos novedosos experimentados por la generalidad de las economías de la región (y especialmente los casos estudiados aquí) permitirán mostrar la capacidad que tuvieron para “resistir” con éxito el efecto contagioso de la crisis financiera originada en EE. UU. el año 2007, expandiéndose al resto del mundo en 2008.

Por un lado, una característica novedosa de la fase de auge de este ciclo respecto a la fase de auge de los dos ciclos anteriores (tanto a fines de los setenta como a comienzo de los noventa) se encuentra en que la recuperación no estuvo sostenida por un flujo de capitales externos en forma de deuda, sino por un aumento en los términos de intercambio y una mejora en las cuentas externas. La región latinoamericana pudo financiar su

crecimiento con ahorro interno e incluso financiar el crecimiento del resto del mundo a través de la salida neta de capitales de corto plazo (ver figura 2). Esta bonanza inicial les permitió a los países de la región colocarse en una holgada posición de cobertura. Los altos términos de intercambio, además, permitió que entre los años 2002 y 2008, por primera vez desde el comienzo del proceso de globalización financiera, los países en desarrollo (incluida Latinoamérica) presentaran tasas de crecimiento superior a los países desarrollados (Frenkel, 2012). El crecimiento anual promedio de los países en desarrollo fue de 6,7 %, respecto a un crecimiento anual promedio de 2,1 % de los países desarrollados.

Figura 5. Acumulación de reservas* entre 2003 y 2010



*En miles de millones de dólares.

Fuente: Banco Mundial.

En cuanto a los casos estudiados aquí, el crecimiento del producto experimentado por la Argentina destaca por sobre el resto pues entre los años 2003 y 2008 promedió un 8 % anual. A diferencia del modesto 2,6 % promediado por México, cuya economía no se benefició de un fuerte incremento en sus términos de intercambio. Sin embargo, la economía del Brasil, que tampoco obtuvo grandes mejoras en sus términos de intercambio, pudo crecer a una tasa promedio de 4,2 % anual para el mismo periodo. Un caso particular se pone en evidencia al observar la economía chilena puesto que obtuvo una mejora en el precio (en dólares) de sus bienes exportables muy por encima del resto de los casos, pero el crecimiento promedio de su producto fue más bien moderado relativo a aquella mejora, promediando una tasa anual de 5,3 % para todo el periodo.

Tabla 6. Variables macroeconómicas seleccionadas, 2003-2010

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Argentina								
Crecimiento PBI (%)	8,8	9,0	8,9	8,1	9,0	4,1	-5,9	10,1
Inflación (tasa de variación anual del IPC)	13,4	4,4	9,6	10,9	8,8	22,9	16,1	20,3
Déficit de cuenta corriente (% PBI)	6,4	1,9	2,7	2,8	2,1	1,5	2,2	-0,4
Crédito doméstico al sector privado (% PBI)	10,8	9,7	10,7	11,9	13,1	12,3	12,4	12,7
Tasa de interés de depósitos (%)	10,2	2,6	3,8	6,4	7,9	11,1	11,6	9,2
Deuda externa (% PBI)	128,1	102,0	65,6	50,9	41,8	35,7	39,9	29,7
Balance fiscal (% PBI)	1,2	3,5	3,2	1,3	-0,1	0,2	-2,6	-1,4
Brasil								
Crecimiento PBI (%)	1,1	5,8	3,2	3,9	6,1	5,1	-0,1	7,5
Inflación (tasa de variación anual del IPC)	14,7	6,6	6,9	4,2	3,6	5,7	4,9	5,0
Déficit de cuenta corriente (% PBI)	0,8	1,8	1,6	1,2	0,1	-1,7	-1,5	-3,4
Crédito doméstico al sector privado (% PBI)	27,7	29,4	31,8	35,4	40,7	45,8	47,5	52,8
Tasa de interés de depósitos (%)	21,9	15,4	17,6	13,9	10,6	11,7	9,3	8,9
Deuda externa (% PBI)	42,3	32,9	21,1	17,5	17,1	15,5	16,9	15,9
Balance fiscal (% PBI)	-5,2	-2,9	-3,6	-3,6	-2,8	-1,5	-3,2	-2,7
Chile								
Crecimiento PBI (%)	4,1	7,2	5,7	6,3	4,9	3,5	-1,6	5,8
Inflación (tasa de variación anual del IPC)	2,8	1,1	3,1	3,4	4,4	8,7	1,5	1,4
Déficit de cuenta corriente (% PBI)	-0,3	2,8	1,5	4,5	4,3	-3,7	1,9	1,4
Crédito doméstico al sector privado (% PBI)	76,7	76,7	77,2	77,6	83,6	100,2	102,2	98,9
Tasa de interés de depósitos (%)	2,7	1,9	3,9	5,1	5,6	7,5	2,1	1,6
Deuda externa (% PBI)	55,2	42,9	36,7	31,2	30,9	35,5	41,8	38,8
Balance fiscal (% PBI)	-0,4	2,0	4,5	7,5	7,9	3,9	-4,2	-0,4
México								
Crecimiento PBI (%)	1,5	3,9	2,3	4,5	2,3	1,1	-5,3	5,1
Inflación (tasa de variación anual del IPC)	4,6	4,7	4,0	3,6	3,9	5,1	5,3	4,2
Déficit de cuenta corriente (% PBI)	-1,1	-0,9	-1,0	-0,4	-0,9	-1,5	-0,9	-0,5
Crédito doméstico al sector privado (% PBI)	15,4	14,8	16,0	19,2	21,4	20,7	22,7	23,3
Tasa de interés de depósitos (%)	3,1	2,7	3,5	3,3	3,2	3,0	2,0	1,2
Deuda externa (% PBI)	21,8	21,2	19,5	17,5	18,6	17,8	21,5	23,3
Balance fiscal (% PBI)	-2,4	-1,4	-1,5	-1,3	-1,5	-0,7	-4,1	-4,0

Fuente: Banco Mundial, FMI, Cepal, FRED.

Estas tasas de crecimiento mejoraron las expectativas de los agentes y permitieron que las economías generaran considerables superávits en sus balances comerciales y de cuenta corriente (con excepción de México), acumulando grandes cantidades de reservas internacionales. En la figura 5 se observa la notable la acumulación de reservas experimentada por Brasil, sextuplicando su stock en el periodo 2003-2010; Argentina más que lo triplica y México lo duplica. En cuanto a Chile, solo incrementa su stock de reservas internacionales en un 75 % debido a la baja intervención de las autoridades en el mercado de divisas en todo el periodo.

La recuperación observada en la cuenta corriente y la acumulación de reservas internacionales en las distintas economías dan cuenta de un fortalecimiento de la fragilidad financiera y una reducción de los riesgos asociados a ello. Esto tiene consecuencias positivas, como mínimo, a través de dos vías. Primero, un proceso de acumulación de reservas internacionales como resultado de una mejora en la balanza comercial disminuye la probabilidad de caer en una crisis de balanza de pagos debido a salidas repentinas de capital. Segundo, permite sostener por un mayor plazo el crecimiento de la actividad económica dada la reducción de la incertidumbre y las decisiones de inversión que eso implica, sumado al robustecimiento del sector externo apoyado por monedas nacionales poco apreciadas²¹.

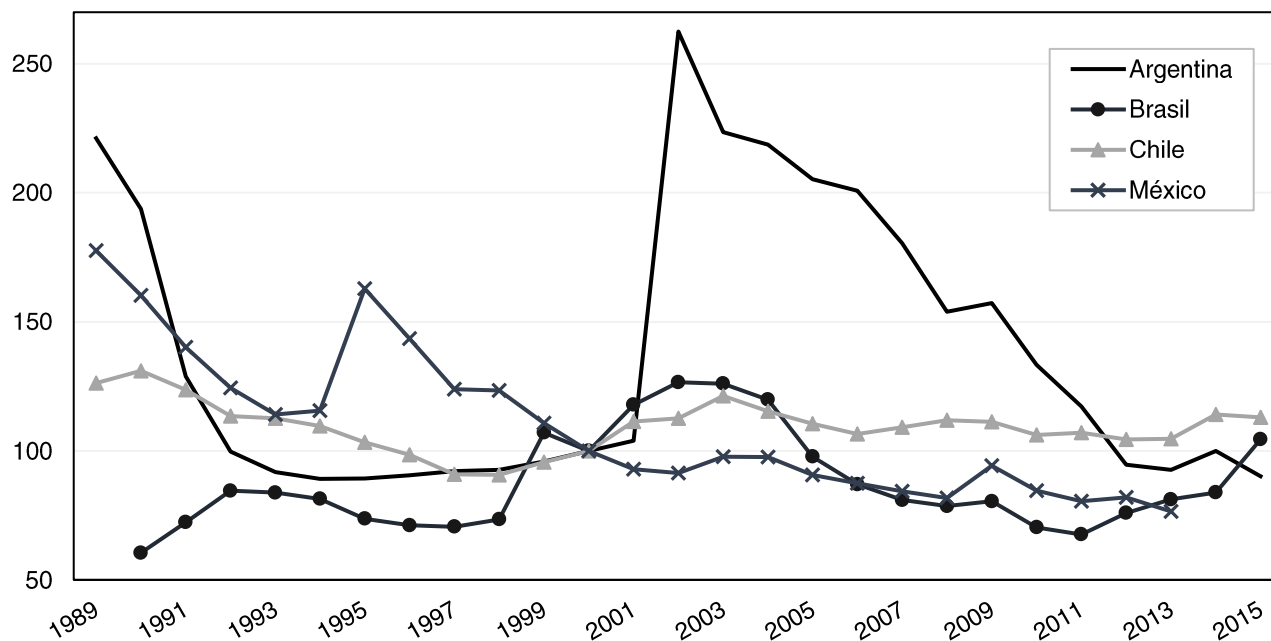
En este sentido, se destaca el papel jugado por las políticas de tipo de cambio real llevadas a cabo por los distintos gobiernos. Desde 1999 las autoridades monetarias de Chile, Brasil y México (con excepción de Argentina) adoptaron regímenes de metas de inflación y de flotación administrada de sus respectivas monedas. Si bien es cierto, aunque ninguno de los gobiernos siguió explícitamente estrategias de tipo de cambio real competitivo (Frenkel y Rapetti, 2010), en la práctica se observa un “esfuerzo” por evitar apreciaciones reales excesivas. Con excepción de México, desde el año 2000 (y 2002 para Argentina) los tipos reales de cambio tendieron a depreciarse.

En el caso de Brasil, con posterioridad a la crisis cambiaria sufrida en 1999 el tipo real de cambio siguió un sendero de depreciación hasta el año 2004, donde nuevamente comienza a descender hasta llegar el 2011 a niveles similares a los adoptados luego de la implementación del Plan Real. Respecto al caso argentino, sin duda representa la adopción más exitosa de tipo real de cambio competitivo (y relativamente estable hasta 2007) luego de la megadevaluación ocurrida en 2002. Debido a la introducción de políticas activas de intervención controlada en el mercado cambiario y la regulación de la cuenta de capitales hasta principios de 2007 (Palazzo y Rapetti, 2017; Ffrench-Davis, 2012), la competitividad otorgada por el tipo real de cambio junto a superávits de cuenta corriente

²¹ Existe una amplia literatura que muestra la relación positiva entre crecimiento del producto y tipos de cambio real competitivos (véase Libman, 2014; Rapetti, 2013; Frenkel y Rapetti, 2010; Palazzo y Rapetti, 2017).

configuraron un sólido contexto macroeconómico por el cual la economía argentina transitó con éxito hasta el contagio de la crisis financiera en 2009.

Figura 6. Tipo real de cambio respecto al dólar*, 1989-2015



*Índice 2000=100.

Fuente: Cepal.

En línea con lo anterior, otra de las características novedosas de mayor importancia de este ciclo vino dada por una mejora en las cuentas fiscales y una tendencia decreciente en las deudas externas en términos relativos al producto. Las economías de Argentina y Chile entre 2003 y 2008 presentaron superávits fiscales, así como fuertes caídas en sus deudas externas. Debido a la reestructuración llevada a cabo en 2005, la economía argentina mostró una drástica caída de su deuda externa relativa al producto, que pasó de un 150 % el año 2002 a 35 % el 2008. Y de manera especial, por primera vez en muchos años, el superávit fiscal resultó ser positivo para el mismo periodo, llegando a un máximo de 3,5 % en 2004. En el caso de Chile, el esfuerzo en materia de desendeudamiento fue notorio pues la deuda externa como proporción del producto se redujo de un 57 % el 2002 a un 35 % en 2008. A su vez, el superávit fiscal global relativo al producto llegó a un máximo de 7,9 % en 2007. Respecto a la economía mexicana, mantuvo sus niveles de deuda externa en torno a un 19 % durante todo el periodo y un decreciente déficit fiscal (con un resultado primario superavitario en torno a 2 %) hasta el 2008. Finalmente, en lo relativo a la economía del Brasil, si bien mantuvo un balance fiscal deficitario durante todo el periodo, la deuda externa como proporción del producto descendió rápidamente de un 46 % el año 2002 a un 15,5 % en 2008. Luego del impacto de la crisis financiera a

partir de 2009, los resultados fiscales de todos los casos estudiados sufrieron un marcado deterioro, no así los niveles de deuda externa.

Así, en este contexto de recuperación e innovaciones en términos de política macroeconómica, la crisis financiera que emergió en EE. UU. a mediados de 2007 no se sintió de inmediato en la región latinoamericana. El contagio arribó con un rezago, y cuando lo hizo fue con intensidad (con altos efectos recesivos a mediados de 2008). Sin embargo, el impacto fue por un breve periodo de tiempo. El choque transitorio se disipaba el cuarto trimestre de 2009, cuando la región ya presentaba nuevamente signos de recuperación. Resulta claro, pues, que la robustez financiera y la baja fragilidad externa acumulada por las economías entre 2003 y 2008 permitieron “resistir” exitosamente el efecto contagioso de la crisis global.

A modo comparativo, en la tabla 7 se ponen en evidencia ciertos hechos estilizados previo al colapso de cada ciclo. El criterio usado para calificar cada una de las variables puede verse en el apéndice 1. A simple vista, se observa un cambio en el patrón que caracteriza a la fase de auge del tercer ciclo respecto a los dos anteriores, especialmente en lo relativo a las cuentas externas. Se asume que estos cambios impidieron el colapso generalizado y permitieron la rápida recuperación en el corto plazo.

Tabla 7. Hechos estilizados previo al colapso

	Primer ciclo		Segundo ciclo			Tercer ciclo			
	CL	AR	MX	BR	AR	MX	BR	AR	CL
Crecimiento PBI	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí
Aumento inversión	Sí	No	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí
Apreciación real	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	No	No	No
Desinflación	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí
Déficit externo	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	No	No	No
Déficit fiscal	No	-	No	No	No/Sí	Sí	Sí	No	No
Altas tasas de interés	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí/No	No	Sí	No	Sí
Creación crédito doméstico	Sí	Sí	Sí	No	No/Sí	Sí	Sí	No	Sí
Aumento deuda externa	No	Sí	Sí	Sí	No/Sí	No	No	No	No

CL: Chile; AR: Argentina; BR: Brasil; MX: México.

Fuente: elaboración propia en base a Dornbusch *et al.* (1995).

Por un lado, si bien es cierto en la fase de auge de los tres ciclos pudo notarse un proceso de expansión de la actividad junto a programas de estabilización exitosos, en el tercer ciclo las autoridades establecieron regímenes cambiarios de flotación administrada, los cuales permitieron moderar las apreciaciones reales y, junto a ello, evitar los movimientos especulativos de corto plazo y la formación de burbujas. Por otra parte, la mejora en los términos de intercambio tuvo un impacto positivo en las cuentas externas, pues aseguró que las economías llevaran a cabo un proceso "genuino" de acumulación de reservas y la región experimentara un flujo neto de salida de capitales. Desde luego, esto

implicó el inicio de un firme proceso de reducción de las deudas externas lo cual contribuyó, en gran medida, a una caída en la fragilidad sistémica en todos los casos estudiados. No es de extrañar, pues, que la estabilidad esté asociada a economías en una posición de cobertura que crecen lideradas por una expansión de las exportaciones, a diferencia de economías que crecen bajo un esquema de acumulación de deudas. En la siguiente sección se verá, en términos cualitativos, una representación formal de este hecho.

6 Modelo macroeconómico

Con el fin de examinar si se ajusta la hipótesis minskiana al patrón de crisis latinoamericano, en esta sección se presenta una reinterpretación del trabajo seminal elaborado por Foley (2003) para una economía pequeña y abierta. Además, siguiendo la metodología empleada por Lima y Meirelles (2007) se utiliza la clasificación minskiana de regímenes de financiamiento para caracterizar la dinámica de auge y analizar las condiciones de estabilidad de una economía liderada por la deuda²². Básicamente, por este último motivo se considera que el modelo es una representación cualitativa sencilla del primer y segundo ciclo, puesto que la fase de auge del tercer ciclo no estuvo liderada por la deuda.

6.1 Estructura del modelo

Este modelo representa una economía pequeña y abierta en la cual existen dos agentes: hogares y firmas. Los precios de la economía fijado por las firmas se determinan por los costos laborales unitarios más un margen de beneficio bruto (*mark-up*), generalmente destinado a cubrir otras retribuciones y la ganancia anticipada. Entonces, el nivel de precios interno P es

$$P = bW(1 + \varepsilon), \quad (1)$$

donde ε es una constante que indica el margen de beneficio, W es el salario nominal y b la inversa de la productividad media del trabajo. La tasa de ganancia general de las firmas r viene dada por

$$r = (1/K)(X - bWX/P) = [\varepsilon/(1 + \varepsilon)](X/K) = \pi\mu, \quad (2)$$

donde X es el nivel de producto de la economía, K el stock de la capital, $\mu = X/K$ la relación producto-stock de capital que refleja la capacidad instalada de la economía y

²² A diferencia de Lima y Meirelles (2007), donde la unidad de análisis son las firmas para una economía cerrada.

$0 < \pi \equiv \varepsilon/(1 + \varepsilon) < 1$ es la participación de los beneficios de las firmas en el producto total $R = X\pi$. Dado que el producto se distribuye entre hogares y firmas, el ingreso de los hogares se expresa

$$W = X(1 - \pi). \quad (3)$$

Además, se asume que los hogares —como clase— gastan todo su ingreso (lo cual no impide que individualmente un trabajador pueda ahorrar). En consecuencia, el consumo total de la economía estará dividido entre el ingreso de los hogares y la porción destinada al consumo de las firmas

$$C = W + R(1 - s) = X(1 - s\pi), \quad (4)$$

donde $s < 1$ es la fracción ahorrada por las firmas. En cuanto al comercio exterior, la balanza comercial (T) puede expresarse como

$$T = Rs - I, \quad (5)$$

de modo que si el flujo de inversión total (I) supera al ahorro de la economía, el balance será deficitario.

En suma, la condición de cierre del conjunto agregado de la economía viene dada por la siguiente identidad contable

$$X + eD \equiv I + C + F, \quad (6)$$

donde e es el tipo de cambio nominal, por lo que toda expresión que esté multiplicada por e estará denominada en moneda nacional. Por su parte, D representa el flujo neto de deuda externa²³ contraída por los agentes (o superávit de la cuenta capital) y F el pago del servicio de la deuda²⁴. Por lo tanto, si se asume que un aumento en el flujo de inversión incrementa el stock de capital de la economía y un aumento en D implica un incremento en el stock de la deuda B , entonces $I = \dot{K}$ y $D = \dot{B}$ ²⁵.

En este punto, para facilitar el análisis es conveniente expresar la identidad (6) en términos de tasas de cambio. Sea $g = I/K$ la tasa de crecimiento (o acumulación) del capital, $d = eD/K$ la relación tasa de crecimiento de la deuda-stock de capital, $\tau = T/K$ la relación balanza comercial-stock de capital, $ieB = F$ el servicio de la deuda

²³ No se incluye la deuda interna, pues en su totalidad se anula entre sí.

²⁴ Por simplicidad, siguiendo a Foley (2003), se hace omisión del sector gobierno y el cobro de impuestos.

²⁵ Aquí el signo diacrítico ($\dot{}$) representa la derivada de la variable respecto al tiempo.

y $\phi = eB/K$ la relación stock de deuda-stock de capital. De modo que, si la economía se expresa en términos relativos al stock de capital, la expresión (6) se convierte en

$$d + sr = g + \phi i. \quad (7)$$

A partir de las definiciones de comportamiento propuestas por Foley (2003) y Taylor y O'Connell (1985) para el superávit de la cuenta capital y la tasa de acumulación del capital, respectivamente, se tiene

$$d = d_0 + \eta i - \psi sr \quad (8)$$

$$g = g_0 + h(r + \rho - i), \quad (9)$$

donde d_0 es una constante que refleja un nivel de deuda autónomo, g_0 es una constante que refleja el crecimiento del stock de capital autónomo, h un coeficiente que mide la respuesta de inversión de las firmas a la diferencia esperada entre la tasa de ganancia r , un factor de confianza ρ y la tasa real de interés i .

Ahora, para obtener las variables endógenas r , μ , τ y g de equilibrio, simplemente se reemplaza (8) y (9) en (7) donde, para simplificar el análisis, se asume que $\phi = \eta$ y $\lambda = 1 - \psi$. Así, pues, la tasa de ganancia de equilibrio se expresa

$$r^* = \delta[g_0 + h(\rho - i) - d_0], \quad (10)$$

donde $\delta \equiv 1/(s\lambda - h)$. Del mismo modo, para la acumulación de capital de equilibrio se tiene

$$g^* = \delta\{s\lambda[g_0 + h(\rho - i)] - hd_0\}. \quad (11)$$

En consecuencia, la relación producto-stock de capital de equilibrio será $\mu^* = r^* / \pi$ y la relación balanza comercial-stock de capital de equilibrio $\tau^* = sr^* - g^*$.

Se observa que, principalmente a la luz de los dos primeros ciclos desarrollados anteriormente, una sensación de prosperidad y altas expectativas se apropia del público en la fase de auge, lo cual incentiva el ingreso de capitales externos en un contexto de elevadas tasas de interés. Este sentimiento de euforia se expresa como

$$hr > sr\lambda,$$

y su fuerza es tal que es capaz de subvertir la relación entre la tasa de acumulación de capital y la tasa de interés real. Esta relación es posible, pues se asume que el ingreso de capitales externos y su impacto en la economía real —canalizado a través del mercado financiero— más que compensa la eventual caída en la demanda de bienes domésticos que podría darse debido al aumento en el rendimiento de activos financieros. Entonces, en equilibrio la relación se convierte en²⁶

$$\partial g^* / \partial i = g_i^* > 0.$$

Dicho en otros términos, asumiendo que $0 < \psi < 1$, la respuesta de inversión de las firmas —al menos en el corto plazo— frente a un aumento en el flujo de capitales externos es tal que puede, eventualmente, promover que la tasa de acumulación de capital supere a la tasa de ganancia, es decir $g > r$. Como se verá en los siguientes apartados, este exceso de optimismo conducirá a la economía a un régimen especulativo y Ponzi.

6.2 Regímenes de financiamiento

En este apartado se hace uso de la clasificación minskiana de los regímenes de financiamiento de las firmas, formalizada y popularizada por Foley (2003) para el conjunto agregado de una economía pequeña y abierta. A partir de la expresión (7) se derivan los regímenes (descritos en la sección 3.1) detallados en la siguiente tabla:

Tabla 8. Regímenes de financiamiento

Clasificación minskiana		
$\tau \geq i\phi$	$\tau < i\phi$	$sr \leq i\phi$
$d \leq 0$	$g > d > 0$	$d \geq g$
Cobertura	Especulativo	Ponzi

²⁶ Lavoie (1995) presenta un resultado similar para una economía cerrada a través de un modelo minskiano. Ante un aumento de la tasa real de interés, crece el ahorro de los tenedores de bonos y, por tanto, la demanda agregada lo cual induce a las firmas a aumentar la tasa de acumulación de capital de la economía. Sin embargo, lo anterior no siempre se cumple. Todo depende de la propensión al ahorro de los tenedores de bonos y el grado de sensibilidad de las firmas frente al apalancamiento. Si las firmas restringen el gasto en inversión como un esfuerzo por reducir el elevado apalancamiento, entonces la actividad económica puede disminuir.

Ahora bien, operando sobre las desigualdades de la tabla 8, se presentan los tres regímenes de financiamiento de una economía pequeña y abierta en el plano (i, ϕ) con el fin de observar el ciclo de auge y caída bajo la clasificación minskiana. A partir de la inserción de las condiciones de equilibrio (10) y (11) en las desigualdades se obtienen dos expresiones

$$\phi_{h-s} = \delta(1/i)\{s[g_0 + h(\rho - i)](1 - \lambda) - d_0(s - h)\} \quad (12)$$

$$\phi_{s-p} = \delta(s/i)[g_0 + h(\rho - i) - d_0], \quad (13)$$

donde ϕ_{h-s} y ϕ_{s-p} son los niveles de deuda que representan las curvas de transición dibujadas en la figura 7 de un régimen de cobertura a uno especulativo y de un régimen especulativo a uno Ponzi, respectivamente. Nótese que, en la misma figura, la frontera $i = g$ será de gran ayuda para estudiar, más adelante, el comportamiento del sistema en el largo plazo. Dicha frontera se obtiene de la ecuación (11) y se expresa como

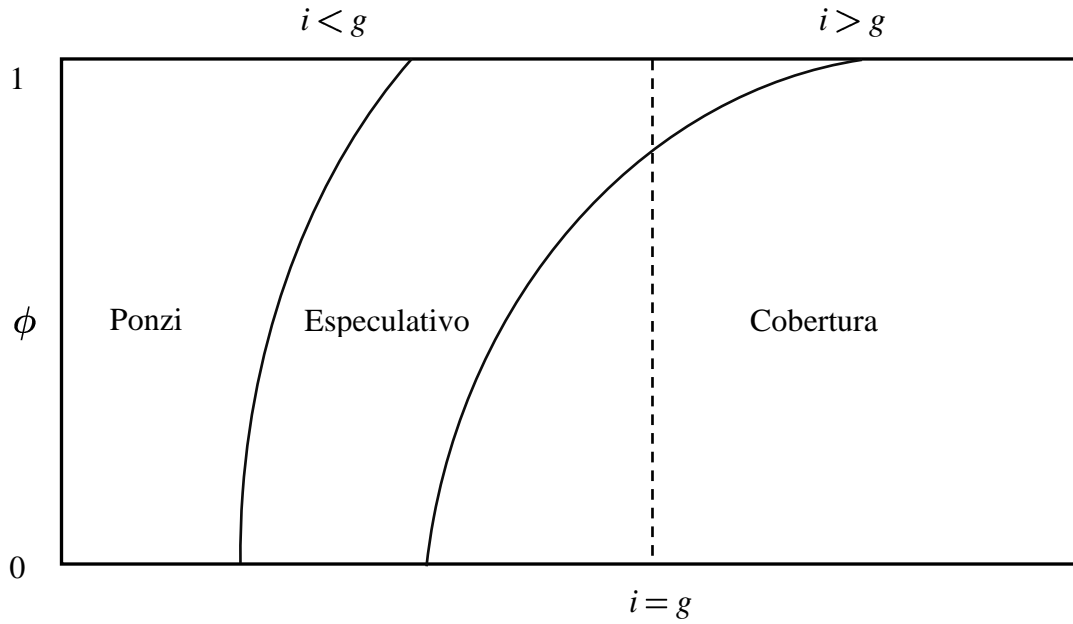
$$i_{i=g^*} = [s\lambda(g_0 + h\rho) - hd_0] / [s\lambda(1 + h) - h]. \quad (14)$$

El modelo representado en la figura 7 es una forma sintética de visualizar el patrón cíclico de auge y caída experimentado por los países de América Latina incorporando los regímenes de financiamiento. Una manera más esquemática de mostrar el ciclo puede observarse en la figura 1 expuesto en la sección 3.1.

El esquema propuesto deja en evidencia que el papel jugado por el tipo de cambio no es menor. A saber, si la economía se encuentra bajo un régimen de financiamiento de cobertura, un colapso repentino de la moneda lo suficientemente fuerte podría desplazarla hacia una posición especulativa (invirtiéndose las desigualdades de la tabla 8), impidiendo el pago del servicio de la deuda y el gasto en inversión de manera simultánea. Lo mismo sucede si la perturbación sorprende a la economía en una posición especulativa, acelerando su desplazamiento hacia una posición Ponzi.

En otras palabras, un colapso cambiario repentino y “de una vez para siempre” contribuye a fragilizar la economía puesto que el valor de la deuda externa valuada en moneda nacional crece a la misma tasa, incrementándose el servicio de la deuda y la probabilidad de caer en un espiral recesivo.

Figura 7. Regímenes de financiamiento en el espacio (i, ϕ) .



Fuente: elaboración propia.

6.3 Comportamiento del modelo en el largo plazo

En este apartado se estudiará el comportamiento de la economía en el largo plazo, observándose la dinámica entre la relación stock de deuda-stock de capital y la tasa real de interés²⁷. Si se toma a la expresión (7), es evidente que $d = \phi i - \tau$. Luego, reemplazándola en $\dot{\phi}$ se tiene la ecuación dinámica de la deuda externa relativa al stock de capital $\dot{\phi} = \phi(\sigma + i - g) - \tau$, donde $\sigma = \dot{e}/e$ es la tasa de variación del tipo de cambio. Luego, se asume que la tasa de interés es usada como variable de control por las autoridades y depende de la diferencia entre la tasa de acumulación de capital efectiva g y una tasa objetivo \bar{g} . Por lo tanto, se tiene que $\dot{i} = \gamma(g - \bar{g})$. Aquí, el coeficiente γ es un parámetro exógeno usado por la autoridad monetaria para estabilizar la economía (Foley, 2003; Lavoie, 1995; Setterfield, 2014). Es decir, cuando $\gamma > 0$ ($\gamma < 0$) la política empleada por la autoridad será de tipo contracíclica (procíclica). Ahora bien, si expresamos el sistema dinámico en base a los parámetros expuestos a lo largo del modelo, este asume la forma

$$\partial i / \partial t = \dot{i} = \gamma(\delta\theta - \delta\kappa i - \bar{g}) \quad (15)$$

²⁷ Aquí debe hacerse una advertencia, pues el modelo al ser lineal pone su enfoque en equilibrios locales, por lo tanto, podría pasar por alto ciertas no linealidades propias de eventos disruptivos como son las crisis financieras.

$$\partial\phi / \partial t = \dot{\phi} = \phi(\sigma + i) + \delta i[sh - \kappa(1 - \phi)] + \delta[\theta(1 - \phi) - s(g_0 + h\rho - d_0)], \quad (16)$$

donde, para simplificar la notación, se designa $\theta \equiv s\lambda g_0 + \kappa\rho - hd_0$ y $\kappa \equiv s\lambda h$. De aquí resulta la matriz jacobiana (J) de derivadas parciales que se escribe

$$J = \begin{bmatrix} \gamma\delta\kappa & 0 \\ \phi + \delta[sh - \kappa(1 - \phi)] & \sigma + i - \delta(\theta - \kappa i) \end{bmatrix},$$

cuya condición de estabilidad requerirá que el determinante sea positivo y la traza negativa. Nótese que el signo de J_{11} dependerá del tipo de política que adopte la autoridad monetaria. Por consiguiente, y recordando que $g_i^* > 0$, si $J_{11} > 0$ ($J_{11} < 0$) la autoridad adoptará una política contracíclica (procíclica). En cuanto al signo de J_{12} , quiere decir que los cambios en la política monetaria no están influenciados por la relación volumen de deuda-stock de capital existente en la economía. La explicación económica que subyace a este resultado se encuentra en el supuesto que para una economía pequeña (en relación con el mercado internacional) y abierta el costo del crédito externo es independiente del volumen de crédito demandado, lo cual implica que la tasa de interés de equilibrio se mueve con independencia del volumen de deuda demandado al exterior (Frenkel, 1980). Por otra parte, en base a la experiencia latinoamericana, se asume que $J_{21} < 0$, lo cual quiere decir que a medida va cayendo la tasa de interés el stock de deuda relativo al stock de capital aumenta. Esto puede deberse al aumento en la credibilidad y confianza que el público deposita en el sistema puesto que observan una suba en la actividad y una caída en el riesgo. Por último, el signo de J_{22} depende del nivel relativo que adopte la tasa de interés respecto a la acumulación de capital, el cual se establece a partir de la posición tomada respecto a la frontera $i = g$. Esto, pues el análisis se hará para economías con regímenes de tipo de cambio fijo ($\sigma = 0$) donde se asume al colapso cambiario como un choque exógeno “de una vez y para siempre”. Una devaluación inesperada simplemente desplaza la curva de demarcación de la deuda hacia arriba (a la derecha en la figura 8) y vuelve más exigentes las condiciones de estabilidad que tiene que enfrentar una economía.

En un contexto donde $i > g$, si la autoridad monetaria lleva a cabo una política contracíclica no existe ningún sendero que conduzca a la economía a un equilibrio estable de largo plazo frente a cambios en el nivel de actividad. Esto es así, pues la tasa de acumulación de capital de la economía no puede cubrir la expansión de las obligaciones del servicio de la deuda al resto del mundo. Una política contracíclica termina por intensificar

el ciclo en un contexto de altas tasas de interés. De hecho, mientras más pequeña sea la relación stock de deuda-stock de capital de equilibrio

$$\phi^* = \{\delta(\theta - \kappa i) - s\delta[g_0 + h(\rho - i) - d_0]\} / [\delta(\theta - \kappa i) - (\sigma + i)], \quad (17)$$

relativo a un nivel de deuda autónomo, más inestable será el comportamiento de la economía frente a choques exógenos que afecten el nivel de actividad. Todo esto se reduce, finalmente, al nivel de ahorro sobre ganancias que presenten las firmas relativo a la tasa de interés y la fuerza con que se produzca el choque, verbigracia, un colapso cambiario. Mientras mayor sea el nivel de ahorro que presente la economía, mayor será su capacidad para sostener regímenes de altas tasas de interés y eventuales devaluaciones. En un primer momento, una política de estas características contribuye a que la economía comience a tener problemas financieros, para finalmente hundirla en una “trampa financiera” con un crecimiento de las obligaciones *ad infinitum*.

Por esta razón, una alternativa que tiene la autoridad monetaria para estabilizar la macroeconomía, aminorar los pagos y suavizar el ciclo en este contexto es llevar a cabo una política procíclica —la cual implica que el determinante de J sea negativo—, cuya aplicación exhibe a lo sumo un único sendero que conduce a la economía al estado estacionario E (ver figura 8).

Ahora bien, por el contrario, frente a cambios en el nivel de actividad en un espacio donde $i < g$ una política procíclica por parte de la autoridad monetaria sí conducirá a la economía a una situación estable de largo plazo donde se verifica $\dot{i} = \dot{\phi} = 0$. En este caso, las trayectorias de ajuste directas facilitan que la economía nunca se aleje del estado estacionario E una vez que se encuentra ahí (ver figura 9). Esto es así porque, sumado a las características del espacio, una política procíclica favorece la reducción de los pagos del servicio de la deuda al resto del mundo, moderando las fluctuaciones del ciclo económico. Todo esto, a menos que, por ejemplo, la economía no se vea expuesta a un choque devaluatorio lo suficientemente fuerte que la expulse de este espacio. Aquí se pone en evidencia la importancia en el aumento de la confianza que pretendían generar en el público los regímenes de tipo de cambio fijo descritos en la experiencia latinoamericana. En este tipo de economía si la tasa de crecimiento efectiva cae por debajo de la tasa objetivo \bar{g} , es recomendable que la autoridad monetaria suba la tasa de interés con el fin de atraer capitales para reactivar la inversión y la acumulación de capital. En caso contrario, la tasa de interés debería caer si la economía muestra signos de recuperación por sobre \bar{g} .

Respecto a las condiciones de estabilidad del sistema en el régimen especulativo, sigue las mismas soluciones de equilibrio que el régimen de cobertura especificadas anteriormente. Pero solo hasta cierto punto. Hay que tener presente que las condiciones de

Figura 8. Punto de silla en una posición de cobertura en el espacio $i > g$

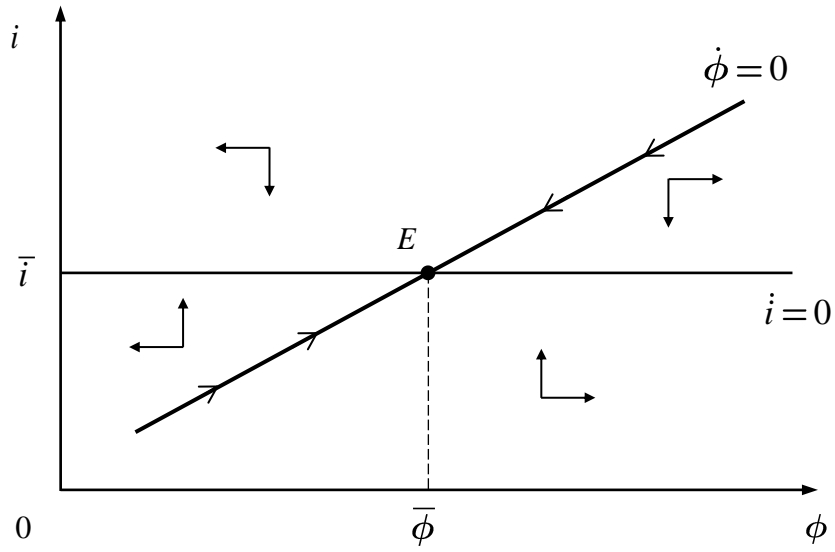


Figura 9. Equilibrio estable en una posición de cobertura en el espacio $i < g$

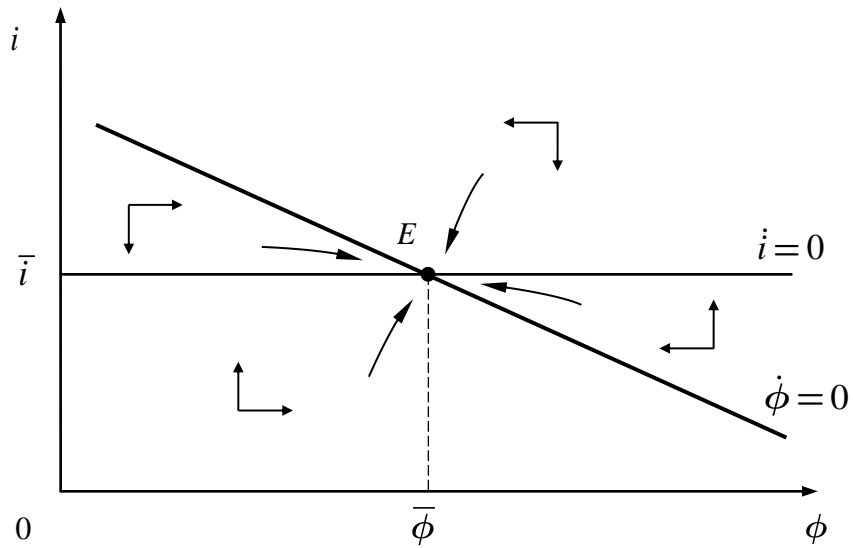
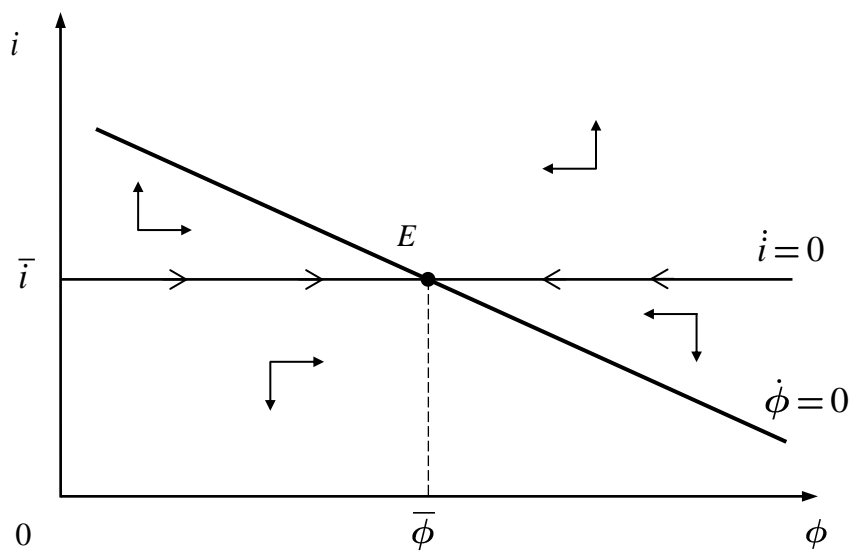


Figura 10. Punto de silla en una posición Ponzi



estabilidad de un régimen especulativo son más estrictas, ya que la economía presenta mayores niveles de fragilidad financiera. De modo que, ante una caída en el crecimiento efectivo, la suba en la tasa de interés implementada por la autoridad tiene que ser mayor que en el régimen de cobertura para sostener el nivel de actividad. En este punto, y tal como se dijo en secciones anteriores, debe notarse el difícil dilema que enfrenta la autoridad monetaria, pues la estabilización implica una política de altas tasas de interés que, a su vez, fragiliza la economía conduciéndola a una mayor velocidad a una posición Ponzi. Es decir, en estas circunstancias la política estabilizadora podría llegar a ser contraproducente logrando un resultado opuesto al buscado inicialmente.

Por este motivo, a pesar de haber señalado previamente que en un contexto donde $i < g$ una política procíclica conduce a la economía a su estado estacionario E , este mismo comportamiento puede generar problemas en la región Ponzi.

Como respuesta a lo anterior, una opción estabilizadora razonable sería que la autoridad monetaria aplicara una política contracíclica que, si bien se sabe es condicionalmente estable, al menos provee un único sendero que conduce a la economía al estado estacionario E (ver figura 10). Un ejemplo de este tipo de política pudo observarse en el comportamiento de la Reserva Federal (FED) de Estados Unidos (como también, más adelante, el Banco Central Europeo) como respuesta a la crisis financiera de 2007-2008. En un contexto de pánico financiero, elevada incertidumbre y caída de la actividad económica, la FED decide bajar las tasas de interés con el fin de inyectar liquidez al sistema para minimizar los incumplimientos del pago de deudas y las pérdidas de las principales instituciones bancarias. Aunque en el corto plazo el colapso no pudo ser evitado, esta política de rescates e inyección de fondos evitó que la economía norteamericana cayera en un espiral recesivo de mayor magnitud.

Otro caso similar pudo observarse en la banca brasileña como reacción al contagio de la reciente crisis financiera de 2008. Los principales bancos públicos (*Banco Nacional do Desenvolvimento*, *Caixa Econômica Federal* y *Banco do Brasil*, entre otros) adoptaron coordinadamente políticas contracíclicas expandiendo fuertemente el volumen crediticio para satisfacer la iliquidez que afectaba al sector privado (Nunes Ferreira, Ribeiro de Mendonça y Deos, 2016; Ribeiro de Mendonça y Deos, 2015). Del mismo modo, el Banco Central de Brasil (BCB) llevó a cabo una serie de políticas expansivas para estabilizar al sistema financiero (para más detalle véase Deos y Ribeiro de Mendonça, 2017).

Ahora bien, en un afán por tratar de representar las condiciones de estabilidad de un modo simple en una economía similar a los casos expuestos en el tercer ciclo, se incluye una ecuación dinámica que representa los regímenes cambiarios de flotación administrada implementados entre fines de la década del noventa y principios del 2000. A partir de ahora, la tasa de variación del tipo de cambio será “endogeneizada” con el fin de

convertirla en una nueva variable de control utilizada por las autoridades para estabilizar la economía. La tasa de variación se escribe, pues, como sigue

$$\dot{e} = \omega(i^* - i), \quad (18)$$

donde $\omega > 0$ es un parámetro que representa el nivel de apertura de la cuenta de capitales y nos da una idea de cuantos grados de libertad tienen los agentes para sustituir entre activos internos y externos. Si la capacidad de sustitución es perfecta (o, en otras palabras, ω tiende a infinito), entonces se cumple la paridad de tasas de interés descubierta. Sin embargo, con el fin de otorgarle cierto protagonismo interventor a la autoridad, se considerará que los agentes no tienen perfecta capacidad de sustitución entre activos. Por otra parte, i^* es la tasa de interés del resto del mundo, lo que sugiere que la tasa de variación del tipo de cambio depende del *spread* entre las tasas de interés domésticas y las tasas internacionales. Resulta claro pues, que, si el rendimiento de los activos domésticos es mayor al de los activos internacionales, la tasa de cambio tenderá a apreciarse, y viceversa.

De este modo, si se sustituye la expresión (18) en (16) la nueva matriz jacobiana lucirá así

$$J = \begin{bmatrix} \gamma\delta\kappa & 0 \\ \phi(1 - \omega/e) + \delta[sh - \kappa(1 - \phi)] & \omega(i^* - i)/e + i - \delta(\theta - \kappa i) \end{bmatrix},$$

donde las condiciones de estabilidad son idénticas a las mencionadas anteriormente.

Puesto que, como bien se hizo notar más arriba, la economía en el espacio $i > g$ presenta fuertes inestabilidades, a continuación, el análisis se hará solo para el espacio $i < g$. En estas circunstancias, si la economía se encuentra en una posición cubierta o levemente especulativa, una variación positiva en el tipo de cambio requerirá que la autoridad económica, en primer lugar, permita una mayor movilidad de capitales y provea a los agentes mayores grados de sustituibilidad entre activos. Además, siguiendo la tradición estructuralista latinoamericana, si se asume que una devaluación tiene efectos contractivos en el nivel de actividad, será necesario, en segundo lugar, que la autoridad monetaria lleve a cabo una política procíclica de altas tasas de interés con el fin de atraer capitales externos y, así, estabilizar la economía mediante una apreciación cambiaria que compense la devaluación original y logre retomar los niveles de actividad.

Ahora bien, si la economía se encuentra en una posición Ponzi con elevados niveles de fragilidad financiera, una variación positiva en el tipo de cambio requerirá, en primer lugar, que la autoridad económica restrinja lo máximo posible el libre movimiento de capitales para luego, en segundo lugar, implementar una política de tasas contracíclica que recurra al mercado interno. Debe notarse que, en este punto, la restricción a los movimientos de capital es absolutamente necesaria para que la política contracíclica tenga efectos positivos en la absorción interna. Pues una baja movilidad de capitales ejerce una especie de “bloqueo” en la causalidad que tiene la caída de la tasa de interés doméstica en la devaluación del tipo de cambio, impidiendo la amplificación del espiral recesivo.

En definitiva, puede observarse un modelo que parece tener una alta correspondencia con los ciclos de auge y caída latinoamericanos. No obstante, a diferencia de la extensa literatura donde se muestra que la inestabilidad está mayormente asociada con las estructuras de financiamiento especulativas y Ponzi (Nikolaïdi y Stockhammer, 2017), bajo los supuestos planteados en este documento es muy difícil llevar a cabo una política de estabilización en un régimen de cobertura siempre que la economía se encuentre en un contexto donde $i > g$. Solo en el espacio donde se cumple $i < g$ puede encontrarse una economía estable y que ahorre en el largo plazo. Este contexto se enmarca en un régimen de financiamiento de cobertura y se define como

$$\int_a^b \phi_{h-s}(i) di = \Phi(i) \Big|_a^b = \Phi(b) - \Phi(a), \quad (19)$$

donde el punto a es la curva de transición ϕ_{h-s} igualada a cero y el punto b es la ecuación (14) que define la frontera $i = g$ (ver apéndice 2). Así, pues, la expresión (19) da cuenta del único espacio donde la economía que representa este modelo puede sostener su crecimiento a largo plazo sin aumentar la fragilidad del sistema.

7 Comentarios finales

Es evidente el patrón de auge y caída experimentado por los países de América Latina. Los casos estudiados muestran que, en los periodos de grandes reformas liberalizadoras asociadas, en gran parte, a planes de estabilización con la implementación de un ancla cambiaria, un fuerte flujo de capitales externos entra a la región. Estas entradas se dan en un contexto de altas tasas de interés, brillantes perspectivas económicas y un gran optimismo por parte del público. Los altos rendimientos de los activos denominados en moneda nacional incentivan el arbitraje entre activos internos y externos, lo cual paulatinamente presiona a reducir la tasa de interés doméstica. En estas circunstancias es cuando se constituye la fase de auge con una fuerte expansión del crédito interno, aumento de la

demanda agregada y una marcada apreciación real del tipo de cambio. Así, pues, el desarrollo de esta trama presenta un estímulo a que se acumulen crecientes niveles de deuda denominada en moneda extranjera y, con ello, un deterioro de las cuentas externas y un aumento de la fragilidad del sistema. Esto último marca el paso de una economía que inicialmente se encontraba en una posición cubierta, a una que finalmente se sitúa en una posición Ponzi.

Sin embargo, a pesar del sentimiento generalizado de prosperidad determinado por este entorno aparentemente favorable, la aparición de un evento sospechoso de carácter exógeno llama la atención de los agentes tal que los induce a querer aumentar la liquidez de sus portafolios. Es aquí cuando se produce una abrupta interrupción en el flujo de capitales y un consecuente aumento en la tasa de interés doméstica. Debe notarse, por cierto, que en este contexto es tal la incertidumbre (y muchas veces el caos) que cualquier aumento en la tasa de interés ya no tiene como contrapartida un aumento en el flujo de capitales externos, lo cual contribuye a que la economía caiga en un espiral recesivo. En un principio, el choque es de carácter financiero para posteriormente impactar en la economía en su conjunto. En esta segunda fase del ciclo se observa, en la mayoría de los países de América Latina, una combinación de crisis de balanza de pagos, financieras y cambiarias.

En lo relativo al primer y segundo ciclo, un denominador común a todos los episodios críticos estudiados aquí es la aparición de crisis de pagos de la deuda en moneda extranjera. Este desenlace primero se pone en evidencia con la emergencia de crisis financieras, promovidas por agentes que buscan constituir sus carteras en moneda extranjera y la incapacidad de la banca para hacer frente a esas demandas. Luego, aunque muchas veces simultáneamente, las crisis financieras son seguidas de crisis cambiarias pues la falta de divisas hace imposible el sustento de los regímenes de tipo de cambio fijo (o cuasi fijo), muy populares en aquel entonces. Tal fue el caso de las economías de Argentina, Chile, México y Brasil a principios de la década del ochenta y durante los noventa, respectivamente. Sin embargo, deben notarse dos excepciones. En primer lugar, la economía de Argentina, luego del impacto proporcionado por el “efecto tequila” en 1995, no sufrió una crisis cambiaria, puesto que pudo mantener la paridad gracias a un cuantioso rescate suministrado por el FMI. En segundo lugar, si bien la economía del Brasil sufrió una crisis de balanza de pagos y cambiaria en el periodo 1998-1999, no sucumbió a una crisis financiera pues el “efecto tequila” instó a las autoridades a robustecer el sistema financiero por medio de mayores regulaciones y ayudas multilaterales.

Ahora bien, en contraste con los dos primeros ciclos, el choque exógeno que dio inicio a la fase de auge del tercer ciclo vino por medio de un aumento en los términos de intercambio e innovaciones macroeconómicas implementadas por la autoridad. No obstante, dichas innovaciones no fueron reformas drásticas asociadas con la liberalización de

los mercados, sino, más bien, el establecimiento de metas inflacionarias y regímenes cambiarios de flotación administrada. La aplicación de estas políticas permitió romper con el patrón descrito anteriormente, pues generaron una fuerte resistencia al efecto contagioso de la crisis financiera originada en EE. UU. en 2007. A saber: la adopción de tipos reales de cambio competitivos, la acumulación “genuina” de grandes cantidades de reservas internacionales junto a balances fiscales y cuentas externas en relativo equilibrio crearon las condiciones para llevar a cabo mejoras institucionales y la creación de mercados financieros más robustos.

En lo que respecta a la formalización del ciclo, se usó un modelo que representa una economía pequeña y abierta con firmas excesivamente optimistas, empleando la clasificación minskiana de regímenes de financiamiento. Se concluye que, por una parte, en un contexto donde la tasa de interés real es mayor a la tasa de acumulación de capital los choques positivos en la inversión dan lugar a entradas inestables de capital. Esto conduce a las economías a caer en una “trampa financiera” situándolas en un régimen de cobertura inestable a largo plazo. En otras palabras, en este espacio la tasa de acumulación de capital no puede *cubrir* las cargas del servicio de la deuda al resto del mundo, de modo que la economía tiene que endeudarse *ad infinitum* para sostener el régimen, tornándose inestable. Si bien este es un escenario inadmisibles, la implementación de una tasa de interés procíclica por parte de la autoridad podría suavizar levemente el ciclo.

Por otra parte, en una posición de cobertura donde la tasa de interés real sea menor a la tasa de acumulación de capital, la misma política procíclica sí guiará a la economía a un punto de equilibrio estable en el largo plazo. Pues, en estas circunstancias los recursos generados por la tasa de acumulación de capital sí serán capaces de cumplir con las obligaciones del servicio de la deuda al resto del mundo. En este espacio estrecho la economía podrá crecer desendeudándose, proveyendo robustez al sistema. Parece ser, según lo visto anteriormente, que las economías en la fase de auge del tercer ciclo transitaron un sendero similar al descrito aquí. Por lo mismo, el aspecto relativo al manejo de la política cambiaria es relevante en este espacio. Asumiendo que una devaluación tiene consecuencias contractivas en el nivel de actividad, frente a un aumento inesperado del tipo de cambio, la autoridad económica debería abrir fuertemente la cuenta de capital y llevar adelante una política de altas tasas de interés que pueda contrarrestar la devaluación original y retomar nuevamente los niveles de actividad.

Ahora bien, la autoridad monetaria debe ser precavida con la implementación de este tipo de políticas, ya que si la economía se encuentra en una posición Ponzi (lo cual implica un estado de elevada fragilidad financiera), lo más probable es que una política de tasas de interés procíclica no tenga como contrapartida un aumento en el flujo de fondos del resto del mundo. De modo que, ante una caída en el nivel de actividad, un recurso adicional puede ser apelar al mercado interno por medio de una política contracíclica (o

de bajas tasas) junto al cierre de la cuenta de capitales. Esto, con el fin de evitar el impacto adicional en el tipo de cambio y, por consiguiente, en el nivel de actividad que pueda tener esta caída en las tasas de interés.

En suma, parece ser que en un mundo financieramente globalizado mientras más drásticas las reformas de liberalización financiera mayor es la desestabilización posterior provocada en los mercados (Minsky, 1975; Wolfson, 2002). De esta manera, la discusión debería orientarse hacia cómo disminuir las prácticas financieras desestabilizadoras muy asociadas —en el contexto latinoamericano— a flujos de financiamiento exuberantes y poco regulados impulsados por innovaciones macroeconómicas implementadas por la autoridad.

Apéndice 1: parámetros para analizar el patrón cíclico

Tabla A1. Tasa media por periodo de variables seleccionadas

Desde:	1970	1977	1982	1991	1995	1999	2004	2009
Hasta:	1976	1981	1990	1994	1998	2003	2008	2014
Argentina								
Crecimiento PBI (%) ^a	2,4	2,2	-0,9	9,1	3,7	-2,1	7,8	1,5
Inversión total (% PBI) ^b	25,1	26,5	15,2	15,5	18,2	13,9	19,0	17,2
Tipo real de cambio (2010=100)	331,7	172,2	204,9	74,8	63,1	95,9	109,2	105,1
Inflación (tasa de variación anual del IPC)	134,1	143,3	862,8	52,8	1,2	7,2	14,7	25,8
Balanza comercial (% PBI)	0,9	0,7	3,5	-1,4	-1,4	5,0	5,3	2,0
Balance fiscal (% PBI)	-	-	-	-0,3	-2,2	-2,7	1,6	-2,9
Diferencial de tasas <i>ex post</i> ^c	-	24,2 [†]	1371,0	87,8*	2,9	7,9**	1,4	-4,4
Cuenta corriente (% PBI)	-	-1,6	-1,7	-2,6	-3,4	1,3	2,2	-0,6
Creación crédito doméstico (% PBI)	17,0	24,4	24,2	16,6	21,6	19,1	11,5	14,0
Deuda externa (% PBI)	-	31,1	54,8	30,3	42,6	88,6	59,2	29,1
Brasil								
Crecimiento PBI (%) ^a	10,0	3,9	2,4	2,8	2,6	2,0	4,8	2,8
Inversión total (% PBI) ^b	23,1	22,8	18,6	20,8	18,1	18,0	18,9	21,1
Tipo real de cambio (2010=100)	-	-	-	207,2	138,3	233,9	158,1	102,6
Inflación (tasa de variación anual del IPC)	-	-	-	1354,9	23,0	8,4	5,4	5,7
Balanza comercial (% PBI)	-2,5	-1,3	3,1	1,2	-2,3	-0,6	2,1	-1,4
Balance fiscal (% PBI)	-4,0 [‡]	2,9	-1,5	1,6	-4,0	-4,3	-2,9	-3,2
Diferencial de tasas <i>ex post</i> ^c	-	-	1552,0	1481,1	11,7	-6,2	20,3	4,3
Cuenta corriente (% PBI)	-	-4,2	-1,2	0,3	-3,1	-2,6	0,6	-3,0
Creación crédito doméstico (% PBI)	44,5	48,2	63,8	82,9	38,7	29,5	36,6	58,5
Deuda externa (% PBI)	-	23,7	40,9	28,2	23,1	41,4	20,8	18,1
Chile								
Crecimiento PBI (%) ^a	-0,2	8,2	2,7	7,6	6,9	3,1	5,5	3,6
Inversión total (% PBI) ^b	14,8	19,6	20,7	23,9	27,8	21,7	22,0	24,0
Tipo real de cambio (2010=100)	205,9	196,1	221,1	171,4	132,5	159,4	124,5	96,8
Inflación (tasa de variación anual del IPC)	256,9	44,1	20,5	15,3	6,7	3,2	4,1	2,6
Balanza comercial (% PBI)	-0,7	-5,0	2,1	1,5	-1,1	2,6	9,8	3,0
Balance fiscal (% PBI)	-	2,3	-3,1	1,6	1,9	-1,0	5,2	-0,7
Diferencial de tasas <i>ex post</i> ^c	-	17,0	-3,1	5,9	5,6	-6,1	6,9	2,1
Cuenta corriente (% PBI)	-	-7,3	-5,3	-2,6	-3,7	-0,7	1,9	-1,3
Creación crédito doméstico (% PBI)	8,9	35,3	61,3	44,7	53,6	69,9	83,1	103,5
Deuda externa (% PBI)	-	36,2	73,8	34,2	30,3	51,5	35,4	44,7
México								
Crecimiento PBI (%) ^a	6,0	8,0	1,1	4,2	3,1	1,7	2,8	1,9
Inversión total (% PBI) ^b	22,0	25,4	14,0	17,1	22,2	21,6	22,8	22,9
Tipo real de cambio (2010=100)	459,1	293,0	257,4	146,1	163,6	116,5	104,4	98,7
Inflación (tasa de variación anual del IPC)	12,9	23,8	73,6	13,7	26,5	8,4	4,3	4,1
Balanza comercial (% PBI)	-1,6	-1,3	4,2	-3,8	0,4	-1,6	-1,8	-1,3
Balance fiscal (% PBI)	-2,7 [‡]	-2,1	-8,5	0,0	-3,7	-3,0	-1,3	-3,9
Diferencial de tasas <i>ex post</i> ^c	-	-4,4	-20,1	7,6	-13,0	-0,5	-0,8	-1,6
Cuenta corriente (% PBI)	-	-5,3 [†]	-0,2	-5,4	-1,4	-2,1	-1,0	-1,4
Creación crédito doméstico (% PBI)	31,8	19,2	13,9	26,3	19,7	14,9	18,4	25,8
Deuda externa (% PBI)	21,8	34,0	54,8	35,4	39,2	23,3	19,8	27,7

*Incluye la tasa de 1990.

**Sin incluir el año 2002, pues la tasa cae a -168,9 producto del colapso de la moneda.

[†]Es el promedio entre 1979-1981.

[‡]Es el promedio entre 1972-1976.

^aPBI a precios constantes de 2010.

^bEntre 1970 y 1981 se usa la serie "Formación bruta de capital".

^cDiferencial=tasa de interés de depósitos – (tasa de préstamos estadounidense + variación tipo de cambio nominal).

Fuente: elaboración propia en base a datos del Banco Mundial, FMI, Cepal, FRED.

Apéndice 2: estabilidad económica en el espacio $i < g$

Para averiguar la forma adoptada por la función primitiva que define la integral entre a y b , se reescribe la expresión (19) en su forma equivalente

$$\int_a^b \delta(1/i) \{s[g_0 + h(\rho - i)](1 - \lambda) - d_0(s - h)\} di, \quad (\text{A.1})$$

donde a se define como

$$a = i = [(sg_0 + h\rho) / h] - [d_0(s - h) / sh(1 - \lambda)], \quad (\text{A.2})$$

y b como

$$b = i = [s\lambda(g_0 + h\rho) - hd_0] / [s\lambda(1 + h) - h]. \quad (\text{A.3})$$

Luego, se sustituye i por a y b en la función primitiva $\Phi(i) \Big|_a^b$ y, mediante la diferencia $\Phi(b) - \Phi(a)$, se obtiene la integral definida

$$\ln(b/a) \delta \{s[g_0 + h(\rho - 1)](1 - \lambda) - d_0(s - h)\}, \quad (\text{A.4})$$

que representa el área óptima donde la economía logra la estabilidad a largo plazo. Sin perturbaciones lo suficientemente fuertes que la alejen de este espacio, la economía crecerá desendeudándose sin poner en peligro al sistema.

Referencias

- Akerlof, G. y Shiller, R. (2009), *Animal Spirits How Human Psychology Drives the Economy, and Why It Matters for Global Capitalism*, Princeton University Press. <<https://press.princeton.edu/titles/8967.html>>
- Blanckenburg, S. y Palma, J. G. (2009), "Introduction: The Global Financial Crisis", *Cambridge Journal of Economics*, vol. 33, nro. 4, pp. 531-38. <<https://academic.oup.com/cje/article/33/4/531/1737740>>
- Botta, A. (2017), "Financial and Capital Account Liberalization, Financial Development and Economic Development: A Review of Some Recent Contributions", *Forum for social economics*, vol. 47(3), pp. 362-377. <<https://www.tandfonline.com/doi/abs/10.1080/07360932.2017.1383286?tab=permissions&scroll=top&>>
- CEPAL (1984), "La economía de América Latina en 1982: evolución general, política cambiaria y renegociación de la deuda externa", *Cuadernos de la CEPAL*, nro. 47. <<https://repositorio.cepal.org/handle/11362/27930>>
- Corbo, V., De Melo, J. y Tybout, J. (1986), "What Went Wrong with the Recent Reforms in the Southern Cone", *Economic Development and Cultural Change*, 34 (3), pp. 607-640. <<https://www.journals.uchicago.edu/doi/10.1086/451551>>
- Crotty, J. (2009), "Structural causes of the global financial crisis: a critical assessment of the new financial architecture", *Cambridge Journal of Economics*, vol. 33, nro. 4, pp. 563-80. <<https://academic.oup.com/cje/article/33/4/563/1730705>>
- Damill, M., Fanelli, J. M. y Frenkel, R. (1992), "La macroeconomía de América Latina en los ochenta: Argentina, Colombia y México" presentado en el Seminario regional sobre Reformas de Política Pública, CEPAL, Santiago de Chile, 3-5 de agosto de 1992.
- Damill, M., R. Frenkel y M. Rapetti (2005), "La deuda argentina: historia, default y reestructuración", *Desarrollo Económico*, Número 178. <http://policydialogue.org/files/events/Damill_Frenkel_Rapetti_LaDeuda.pdf> <<http://de.ides.org.ar/desarrollo-economico-no-178/>>
- De Paula, F., Fritz, B. y Prates, D. (2017), "Keynes at the periphery: Currency hierarchy and challenges for economic policy in emerging economies", *Journal of Post Keynesian Economics*, vol. 40, nro. 2, pp. 18 -202. <<https://www.tandfonline.com/doi/abs/10.1080/01603477.2016.1252267>>
- Deos, S. y Ribeiro de Mendonça, A. (2017), "Facing the 2008 crisis: Brazilian Central Bank and public banking system as 'Minskyan' big banks", en Christoph Scherrer. (Org.), *Public Banks in the Age of Financialization*. 1ed. Cheltenham: Edward Elgar, vol. 1, p. 53-66.
- Díaz-Alejandro, C. (1985), "Good-bye Financial Repression, Hello Financial Crash", *Journal of Development Economics*, vol. 19, nro. 1. <<https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/0304387885900367>>

- Dornbusch, R., Goldfajn, I. y Valdés, R. (1995), "Currency crises and collapses", *Brookings Papers on Economic Activity*, vol. 26, issue 2, pp. 219-294. <<https://www.brookings.edu/bpea-articles/currency-crises-and-collapses/>>
- Eatwell, J. y Taylor, L. (2005), *Finanzas globales en riesgo. Un análisis a favor de la regulación internacional*, SXXI editores. <<http://www.sigloxxieditores.com.ar/fichaLibro.php?libro=987-1220-54-5>>
- Edwards, S. y Cox, A. (1987), *Monetarismo y liberalización: el experimento chileno*, Fondo de Cultura Económica, México.
- Einchengreen, B. (2006), "The Blind Men and the Elephant", *Issues In Economics Policy*, The Brookings Institution, nro. 1. <<https://www.brookings.edu/research/global-imbalances-the-blind-men-and-the-elephant/>>
- Ferreres, O. (2010), *Dos siglos de economía argentina*, Buenos Aires: Fundación Norte y Sur.
- Ffrench-Davis, R. (1997), "El efecto tequila, sus orígenes y su alcance contagioso", *Desarrollo Económico*, nro. 146, vol. 37, pp. 195-214. <<http://200.9.3.98/handle/11362/2080>>
<<http://de.ides.org.ar/desarrollo-economico-no-146/>>
- Ffrench-Davis, R. (2012), "¿Qué ha fallado en la macroeconomía y finanzas suramericanas desde los años noventa?", *El Trimestre Económico*, vol. 79, nro. 314, pp. 263-286. <<http://www.scielo.org.mx/pdf/ete/v79n314/2448-718X-ete-79-314-00263.pdf>>
- FMI (2017), "Perspectivas de la economía mundial", enero. <<https://prd-siteco-recd60p.ext.imf.org/~media/Files/Publications/WEO/2017/January/Spanish/0117s.ashx>>
- Foley, D. (2003), "Financial fragility in developing economies", en Dutt, A. (eds.) *Development Economics and Structuralist Macroeconomics*, Edward Elgar. <<https://www.elgaronline.com/view/1840649399.00018.xml>>
- Frenkel, R. (1980), "El desarrollo reciente del mercado de capitales en la Argentina", *Desarrollo Económico*, vol. 20, nro. 78, pp. 215-248. <https://www.jstor.org/stable/3466461?seq=1#page_scan_tab_contents>
- Frenkel, R. (1983), "Mercado financiero, expectativas cambiarias y movimientos de capital", *El Trimestre Económico*, vol. 4, nro. 200, pp. 2041-2076. <https://www.jstor.org/stable/23395662?seq=1#page_scan_tab_contents>
- Frenkel, R. (2003), "Globalización y crisis financieras en América Latina", *Revista de la CEPAL*, núm. 80. <<https://www.cepal.org/es/publicaciones/10894-globalizacion-crisis-financieras-america-latina>>
- Frenkel, R. (2012), "Lecciones de política macroeconómica para el desarrollo, a la luz de la experiencia del pasado decenio", *El Trimestre Económico*, vol. 79, nro. 313, pp. 5-49. <<http://www.eltrimestreeconomico.com.mx/index.php/te/article/view/162>>
- Frenkel, R. (2014), "Las perspectivas de América Latina en materia de endeudamiento externo", en Ocampo, J.A. (eds.), *La crisis latinoamericana de la deuda desde la perspectiva histórica*, CEPAL, Santiago de Chile. <https://repositorio.cepal.org/bitstream/handle/11362/37073/S20131019_es.pdf?sequence=1&isAllowed=y>

- Frenkel, R. y Rapetti, M. (2009), "A developing country view of the current global crisis: what should not be forgotten and what should be done", *Cambridge Journal of Economics*, vol. 33, nro. 4, pp. 685-702. <<https://academic.oup.com/cje/article/33/4/685/1733939>>
- Frenkel, R. y Rapetti, M. (2010), "A Concise History of Exchange Rate Regimes in Latin America", *UMASS Economics Department Working Paper Series* 97. <https://scholarworks.umass.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1096&context=econ_workingpaper>
- Goodhart, C.A.E. (2007), "The Future of Central Banking", in P. Arestis (ed.), *Is There a New Consensus in Macroeconomics?* Basingstoke: Palgrave Macmillan, pp. 61–81. <<https://www.palgrave.com/la/book/9780230019034>>
- Goodhart, C.A.E. (2010), "Is a less pro-cyclical financial system an achievable goal?", *National Institute Economic Review*, issue 211. <<http://www.jstor.org/stable/i23880665>>
- Guttman, R. (2015), "The heterodox notion of structural crisis", *Review of Keynesian Economics*, vol 3(2), pp. 194-212. <<https://www.elgaronline.com/view/journals/roke/3-2/roke.2015.02.04.xml?pdfVersion=true>>
- Guzmán, M. y Howitt, P. (2015), "Learning, Expectations, and the Financial Instability Hypothesis", en Stiglitz, J. y Guzmán, M. (eds.) *Contemporary Issues in Macroeconomics: Lessons from the Crises and Beyond*, Capítulo 6. Palgrave. <<https://www.palgrave.com/la/book/9781137529572>>
- Heymann, D. (2007), "Macroeconomía de las promesas rotas", *Revista de Economía Política de Buenos Aires*, vol. 2, pp. 27-53. <<http://ojs.econ.uba.ar/ojs/index.php/REPBA/article/view/240/425>>
- Kindleberger, Ch. (1977), *Maniacs, Panics and Crashes: A History of Financial Crisis*, Nueva York, John Wiley and Sons.
- Kregel, J. (2015), "Emerging Markets and the International Financial Architecture: A Blue-print for Reform", *Policy brief highlights*, nro. 833, Levy Economics Institute of Bard College. <<http://www.levyinstitute.org/publications/emerging-market-economies-and-reform-of-the-international-financial-architecture-back-to-the-future>>
- Krugman, P. (2013), "Secular Stagnation, Coalmines, Bubbles, and Larry Summers", 16 de Noviembre, disponible en: http://krugman.blogs.nytimes.com/2013/11/16/secular-stag-nation-coalmines-bubbles-and-larry-summers/?_php=true&_type=blogs&_r=1
- Libman, E. (2014), "Tipo de cambio real y crecimiento: reseña de la literatura y resultados empíricos adicionales", *Desarrollo Económico*, Vol. 53, No. 211, pp. 345-371. <<https://www.jstor.org/stable/24368067>>
- Mayer, M. (1999), "Risk Reduction in the New Financial Architecture", *Policy brief highlights*, nro. 56, Levy Economics Institute of Bard College. <<http://www.levyinstitute.org/pubs/hili56a.pdf>>
- Minsky, H. (1975), "Financial Resources in a Fragile Financial Environment", *Challenge*, 18(3), pp. 6-13. <<https://www.tandfonline.com/doi/abs/10.1080/05775132.1975.11470124>>

- Minsky, H. (1986), *Stabilizing an Unstable Economy*, McGraw-Hill, New York. <<http://www.levyinstitute.org/publications/stabilizing-an-unstable-economy>>
- Minsky, H. (1986), *Stabilizing an Unstable Economy*, McGraw-Hill, New York.
- Nikolaidi, M. y Stockhammer, E. (2017), "Minsky models. A structured survey", *Post Keynesian Economics Study Group*, nro. 1706. <<https://ideas.repec.org/p/pke/wpaper/pkwp1706.html>>
- Nunes Ferreira, A., Ribeiro de Mendonça, A. y Deos, S. (2016), "The role of Brazilian public banks facing inequality", *International Labor Office Working Paper*, nro. 41.
- Ocampo, J.A. (2012), "La crisis latinoamericana de la deuda a la luz de la historia", en Ocampo J.A. et al. (Eds.), *La crisis latinoamericana de la deuda desde la perspectiva histórica*, CEPAL, Santiago de Chile. <https://repositorio.cepal.org/bitstream/handle/11362/36761/S20131019_es.pdf?sequence=1>
- Palazzo, G. y Rapetti, M. (2017), "Real exchange rate and export performance in Argentina, 2002–2008", *Journal of Post Keynesian Economics*, vol. 40(1), pp. 75-94. <<https://www.tandfonline.com/doi/abs/10.1080/01603477.2016.1273073>>
- Palley, T. (2015), "The US Economy: Explaining Stagnation and Why It Will Persist" en Gallas, Herr, Hoffer and Scherrer (eds.), *Combating Inequality: The Global North and South*, Routledge. <<http://www.thomaspalley.com/?p=557>>
- Palma, G. (1998), "Three and a half cycles of 'mania, panic, and [asymmetric] crash': East Asia and Latin America compared", *Cambridge Journal of Economics*, Volume 22, Issue 6, 1 November 1998, pp. 789–808. <<https://academic.oup.com/cje/article-abstract/22/6/789/1684337?redirectedFrom=fulltext>>
- Palma, J.G. (2012), "How the full opening of the capital account to highly liquid financial markets led Latin America to two and a half cycles of 'mania, panics and crash'", *Cambridge Working Papers*, nro. 1201. <<https://www.repository.cam.ac.uk/handle/1810/242211>>
- Palma, J.G. (2013), "How to create a financial crisis by trying to avoid one: The Brazilian 1999-financial collapse as "Macho-Monetarism" can't handle "Bubble Thy Neighbour" levels of inflows", *Cambridge Working Papers*, nro. 1301. <<https://www.repository.cam.ac.uk/handle/1810/255291>>
- Quadros, S. y Moreira, A. (2017), "Elementos pós-Keynesianos e Estruturalistas para a análise da vulnerabilidade externa Latino-Americana no contexto de finanças globalizadas", *Brazilian Keynesian Review*, vol. 3, nro. 1, pp. 25-47. <<http://www.braziliankeynesianreview.org/index.php/BKR/issue/view/5/showToc>>
- Rapetti, M. (2013), "The Real Exchange Rate and Economic Growth: Some Observations on the Possible Channels", *UMASS economics Department Working Paper Series* 167. <https://scholarworks.umass.edu/econ_workingpaper/167/>
- Reinhart, C. y Rogoff, K. (2011), *Esta vez es distinto: ocho siglos de necedad financiera*, Fondo de Cultura Económica, México, D.F. <<https://www.elfondoonline.com/Detalle.aspx?ctit=001752R>>

- Ribeiro de Mendonça, A. y Deos, S. (2015), "Há fragilidade financeira no mercado de crédito no Brasil?", *Federação Brasileira de Bancos*.
- Schvarzer, J. (1986), *La política económica de Martínez de Hoz*, Hyspamérica, Buenos Aires.
- Setterfield, M. (2014), "El uso de las tasas de interés como instrumento de política monetaria: efectos reales, *feedbacks* positivos y discontinuidades", *Ensayos económicos*, vol. 70, pp. 8-22. <http://www.bcra.gov.ar/pdfs/investigaciones/70_Setterfield.pdf>
- Stiglitz, J. (2015), "Towards a General Theory of Deep Downturns", *NBER Working Paper*, No. 21444. <<http://www.nber.org/papers/w21444>>
- Stiglitz, J. y Heymann, D. (2016), *La vida después de la deuda. Orígenes y resoluciones de las crisis de deuda*, Eudeba. <<https://www.eudeba.com.ar/Papel/9789502325774/La+vida+despu%C3%A9s+de+la+deuda>>
- Summers, L. H. (2015), "Demand Side Secular Stagnation", *American Economic Review*, vol. 105, nro. 5, pp. 60-65. <<https://www.aeaweb.org/articles?id=10.1257/aer.p20151103>>
- Vercelli, A. (2001), "Minsky, Keynes and the structural instability of a sophisticated monetary economy", en Bellofiore, R y Ferri, P. (eds.), *Financial Fragility and Investment in the Capitalist Economy*, Edward Elgar. <<https://www.e-elgar.com/shop/financial-fragility-and-investment-in-the-capitalist-economy>>
- Wade, R. (2009), "From Global Imbalances to Global Reorganizations", *Cambridge Journal of Economics*, vol. 33, nro. 4, pp. 539-62. <<https://academic.oup.com/cje/article/33/4/539/1734394>>
- Wolfson, M. H. (2002), "Minsky's theory of financial crises in a global context", *Journal of Economic Issues*, 36(2), pp. 393-400. <<https://www.tandfonline.com/doi/abs/10.1080/00213624.2002.11506482>>