

Fundamentos macroeconómicos y la Gran Moderación en América Latina¹

Macroeconomic foundations and the Great Moderation in Latin America

Carlos A. Carrasco²
Jesús Ferreiro³

Resumen

El artículo analiza el comportamiento macroeconómico en países latinoamericanos en el estudio de 14 variables macroeconómicas de 17 países durante el periodo 1970-2010. Se muestra una acentuada convergencia en los resultados macroeconómicos, en especial a lo largo de la última década. Esta convergencia hace que no puede asociarse la reducción en los principales desequilibrios macroeconómicos a una determinada estrategia de política económica. La reducción en las diferencias registradas entre el conjunto de economías estudiadas y entre los tres grupos de países en los que se ha dividido la muestra, implica que son factores comunes a todos ellos, en forma de shocks externos simétricos positivos o bien de estrategias similares de políticas fiscales y/o de reformas estructurales e institucionales de similar naturaleza, los principales determinantes de la referida convergencia macroeconómica.

Palabras Clave: Fundamentos y desequilibrios macroeconómicos; shocks externos.

Códigos JEL: E63, F62, O11, N16

Abstract

This article analyzes the macroeconomic behavior of Latin American countries between 1970-2010, focusing on 14 macroeconomic variables in 17 countries. The statistics show an accentuated convergence in the region's macroeconomic results, particularly over the last decades. This convergence shows that particular strategies of political economy cannot be associated with primary macroeconomic disequilibria. The reduction of the registered differences among the group of studied economies and among the three groups of countries in which the 17 countries have been divided shows that factors common to all of them, in the form of positive symmetrical external shocks or similar strategies regarding fiscal policies and structural and institutional reforms of similar nature, are in fact the principle determinants of this macroeconomic convergence.

Key Words: Fundamentals and macroeconomic imbalances; external shocks

JEL Codewords: E63, F62, O11, N16

¹ Versiones previas del artículo fueron presentadas en los congresos XI Jornadas Internacionales de Política Económica (Bilbao, 30-31 Mayo, 2013) y “10th International Conference Developments in Economic Theory and Policy” (Bilbao, 27-28 Junio, 2013). Agradecemos la financiación del Gobierno Vasco (Grupo de Investigación Consolidado IT712/13).

² Investigador Contratado Doctor Departamento de Economía Aplicada V, Universidad del País Vasco UPV/EHU, carlosalberto.carrasco@ehu.es, Bilbao, España

³ Doctor, Profesor Titular de Universidad, Departamento de Economía Aplicada V, Universidad del País Vasco UPV/EHU, jesus.ferreiro@ehu.es, Bilbao, España

1. Introducción

Tras el periodo de estanflación registrado en los años setenta, en los Estados Unidos (US) y en otros países desarrollados, se observó una caída en la variabilidad de la producción y la inflación (Kim and Nelson, 1999; Blanchard and Simon, 2001). Desde el mainstream, tres principales explicaciones han surgido para este periodo, conocido como la ‘Gran Moderación’: el decline en los choques externos que se relaciona con un ambiente internacional más amigable (Hamed et al., 2002); las mejoras en el manejo de inventarios que han ayudado a aminorar las fluctuaciones económicas (McCarthy and Zakrajšek, 2007); y, finalmente, las mejoras en la práctica de la política monetaria (Enders and Ma, 2011; Canova, 2009; Galí and Gambetti, 2009; De Gregorio, 2008).

La Gran Moderación ha estado asociada con un relogo de la política fiscal y, en su relevo, el uso más extendido de la política monetaria con el fin de suavizar las fluctuaciones económicas. El sustrato teórico básico se halla en la curva de oferta agregada de Lucas, en donde las desviaciones del producto respecto a su tendencia están en función de las diferencias entre la inflación observada y la inflación esperada: cuando la inflación observada es igual (o cercana) a la inflación esperada, la economía funcionará en su nivel potencial con la Non-Accelerating Inflation Rate of Unemployment (NAIRU) -tasa de paro no aceleradora de la inflación- como tasa de paro.⁴ Por tanto, la labor del banco central (BC) es alcanzar y mantener bajas tasas de inflación de tal forma que los agentes puedan pronosticarlas con relativa facilidad y disminuir las fluctuaciones económicas. A tal fin, diversos países han introducido el marco de Objetivos de Inflación (OI) o Inflation Targeting (IT) como estrategia de política monetaria con el objetivo de disminuir, estabilizar y anclar las tasas de inflación al objetivo establecido por el BC.

El objetivo de este trabajo es analizar el periodo de la Gran Moderación en América Latina (AL) y su relación con el cambio en los fundamentos macroeconómicos. Además, vinculamos el cambio en los fundamentos macroeconómicos y resultados obtenidos en términos de producto e inflación con la estrategia de política monetaria de OI y su contribución a que el objetivo planteado de estabilización se haya cumplido.

⁴ Ver Stockhammer (2008) para un análisis de la NAIRU desde diferentes escuelas del pensamiento económico.

La literatura empírica existente ha mostrado que las diferencias entre países con OI y países con una estrategia monetaria distinta (no-OI) se relacionan con el anclaje de las expectativas de inflación (Carrasco and Ferreiro, 2011, 2013a, 2013b; Svensson, 2011, 1997). Así, la disminución de la inflación en los países OI y no-OI no se relaciona con la implantación de dicha estrategia sino con el cambio en los fundamentos macroeconómicos y la estructura de las economías.

El trabajo está estructurado de la siguiente manera. Esta breve introducción; la sección 2 reviza la literatura relacionada con la Gran Moderación en AL y el papel de la política monetaria. La sección 3 presenta un análisis empírico del cambio en las estructuras económicas y los fundamentos macroeconómicos posterior al inicio de la crisis de la deuda de 1982. Finalmente, en la sección 4 se presenta un sumario de resultados y se concluye.

2. La Gran Moderación y América Latina

Desde mediados de los años ochenta, se ha observado un decline en la variabilidad de la inflación y del producto en US y otros países industrializados. Kim y Nelson (1999) señalan el año 1984 como el punto de ruptura que se ha reflejado en la disminución de los choques externos y las fluctuaciones económicas. Según Blanchard y Simon (2001), la Gran Moderación está relacionada con la disminución de la variabilidad de tres componentes de la demanda agregada: el gasto público, el consumo privado y la inversión privada. Además de estos componentes, para ambos autores, el cambio de signo de la relación inventarios-ventas y el papel de la política monetaria han ayudado a lograr dichos resultados.

Diversos trabajos de tradición ortodoxa señalan tres posibles explicaciones para el periodo de la Gran Moderación: la presencia de buena suerte o menores choques externos (Hamed et al., 2002), las mejoras en el manejo de los inventarios en las empresas y las industrias (McCarthy and Zakrajšek, 2007), y los cambios en la conducción de la política monetaria cuyo objetivo principal se ha enfocado en el control de la inflación (Enders and Ma, 2011; Canova, 2009; Galí and Gambetti, 2009; De Gregorio, 2008).

Mientras en el mundo industrializado la Gran Moderación había comenzado, América Latina se encontraba inmersa en el inicio de la crisis de la deuda y sus consecuencias. La crisis de la deuda de AL se inició con el efecto

contagio posterior a la declaración de moratoria de pagos en agosto de 1982 por parte de José López Portillo, presidente de México. Como efecto de la crisis de la deuda, la inflación media de la década de los ochenta (1981-1990) fue de 876% para Argentina, 1112% para Bolivia, 69,74% para México, 1286,51% para Perú y 66,57% para Uruguay. Para las economías en desarrollo latinoamericanas, el promedio de deuda externa total, que incluye deuda pública y privada, pasó del 32,5% del Producto Interno Bruto (PIB) en los años setenta al 88,4% del PIB en la década de los ochenta. El promedio de crecimiento económico disminuyó de forma generalizada y se presentaron fuertes presiones hacia la devaluación del tipo de cambio nominal. El alza de los tipos de interés internacionales, el encarecimiento del crédito y mayores restricciones al financiamiento volvieron insostenible el nivel de la deuda externa y el pago de servicios.

La asistencia internacional llegó condicionada a una serie de reformas recomendadas en el decálogo conocido como 'Consenso de Washington' (CW), en donde la desmonetización de la deuda, la reducción del sector público y la liberalización comercial y financiera sirvieron de eje a las reformas (Williamson, 2004-5). En el caso concreto de la inflación, las reformas buscaron desmonetizar la deuda. En este sentido, los países latinoamericanos modificaron las leyes referentes a sus bancos centrales (Carstens y Jácome, 2005). En el nuevo marco de las instituciones formales de los bancos centrales, el control de la inflación se fijó como objetivo principal de la política monetaria. Para ello, los bancos centrales debían contar con una mayor autonomía política, económica e instrumental. Algunos países fueron más allá e implementaron la estrategia de OI. El argumento principal sostenía que la estrategia de OI sería especialmente relevante en las economías en desarrollo dado la poca credibilidad en el BC y su OI. Los OI, como ancla nominal, fueron implementados ante la imposibilidad de mantener un tipo de cambio fijo (Bernanke et al, 1999; IMF; 2005).

Las evaluaciones empíricas de los efectos de los OI han mostrado las limitaciones de dicha estrategia, siendo incapaz de estabilizar de forma simultánea el producto y la inflación a la vez de cumplir el objetivo de pleno empleo y elevado crecimiento económico (Brito and Bystedt, 2010). Además, no existe evidencia concluyente sobre su capacidad para mantener bajas tasas de inflación (Arestis, 2009), reducir la inflación (Carrasco y Ferreiro, 2011) y disminuir la volatilidad y la incertidumbre inflacionaria

(Willard, 2012). Más aún, los análisis empíricos concluyen que países con estrategias de política monetaria distinta han logrado resultados similares (Angeriz and Arestis, 2007a, 2007b and 2008, Carrasco y Ferreiro, 2013c). No obstante, existe cierto consenso respecto a la contribución positiva de los OI al anclaje de las expectativas alrededor del objetivo (Walsh, 2009; Svensson, 2011, Carrasco and Ferreiro, 2013a, 2013b). Para los países en desarrollo, las críticas a los OI se centran en los efectos asimétricos. Mientras que una política monetaria laxa tiene efectos limitados para estimular la parte real de la economía, una política monetaria restrictiva tiene efectos perversos en el crecimiento económico vía la apreciación del tipo de cambio real y la competitividad con el exterior. Por tanto, el análisis de la estabilización y de la Gran Moderación en AL debe ser visto como un proceso complejo que envuelve la evolución de la estructura económica y el contexto particular de las economías. Más allá de los cambios aislados en las instituciones monetarias, la caída en la inflación se asocia a un cambio de régimen.

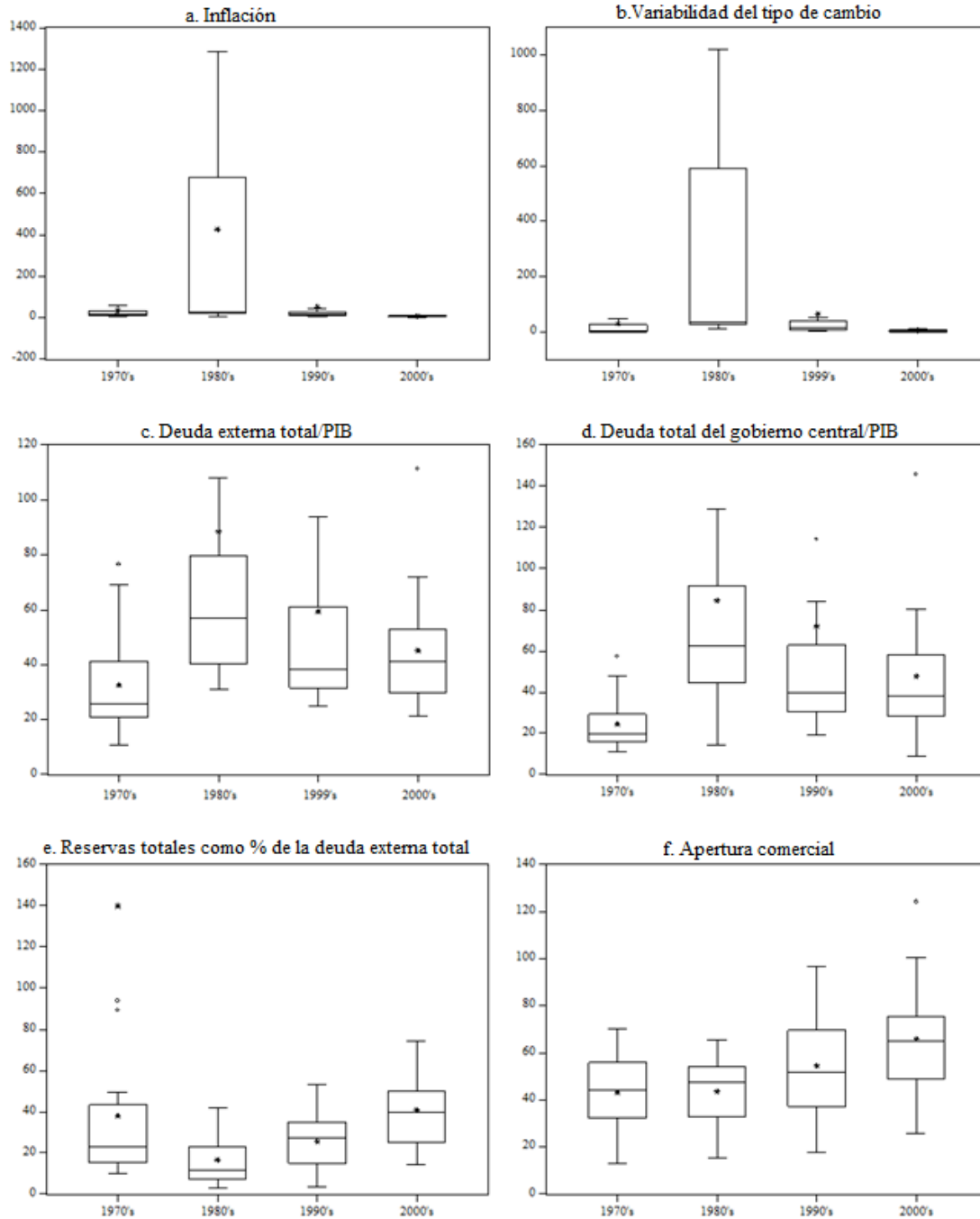
La región latinoamericana ha mostrado algunos factores en común en el ciclo económico: mayor volatilidad en comparación con los países desarrollados, alta vulnerabilidad ante choques externos y pro-ciclicidad de las políticas coyunturales (Aiolfi et al., 2011). Respecto al último punto, se ha acentuado la pro-ciclicidad de las políticas coyunturales durante el periodo de liberalización comercial y financiera. Desde el argumento neoclásico, por una parte, los países en desarrollo presentan mayor volatilidad en el ciclo económico que se relaciona con la prociclicidad del riesgo de default (Cuadra et al, 2010). Esto se relaciona con la presencia de imperfecciones en los mercados de capitales que se manifiestan en el incremento de los diferenciales de los tipos de interés, lo que haría a la política fiscal y monetaria óptima procíclica (Demirel, 2010). Así, desde la adopción de los OI, Brasil y Chile responden más agresivamente a los cambios en la inflación esperada mientras que la política monetaria se ha vuelto menos contracíclica en Colombia y México. La menor volatilidad de los tipos de interés después de los OI, se asocia en mayor medida con la estabilidad internacional que con los cambios en la política monetaria (De Mello and Moccero, 2011). La siguiente sección enfoca los fundamentos macroeconómicos en AL para observar la transformación de esas economías como conjunto posteriormente al estallido de la crisis de la deuda.

3. Los fundamentos macroeconómicos

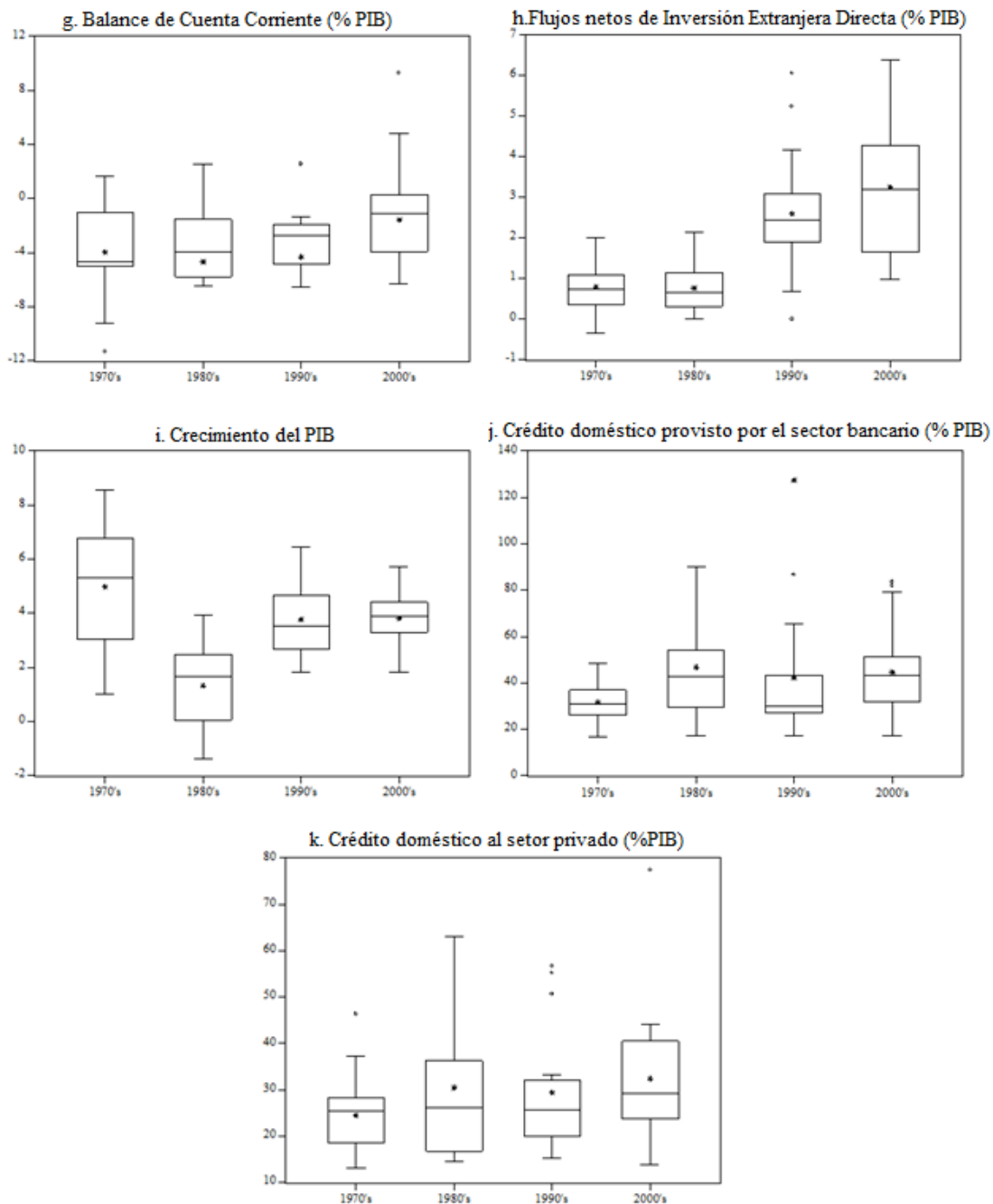
Con el fin de observar el comportamiento de los fundamentos macroeconómicos y los cambios en la estructura de las economías latinoamericanas, en esta parte del trabajo utilizamos datos anuales para una muestra de 17 países latinoamericanos (Argentina, Bolivia, Brasil, Chile, Colombia, Costa Rica, República Dominicana, Ecuador, El Salvador, Guatemala, Honduras, México, Nicaragua, Paraguay, Perú, Uruguay y Venezuela) en el periodo 1970-2010. De estos 17 países, de acuerdo a la clasificación *de facto* de los regímenes de tipo de cambio y de política monetaria del Fondo Monetario Internacional (FMI), siete países han implementado los OI: Brasil (1999), Chile (1990), Colombia (1999), Guatemala (2005), México (1999), Perú (2002) y Uruguay (2008). Los datos utilizados fueron obtenidos de los Indicadores Mundiales de Desarrollo del Banco Mundial (BM) con excepción de las series de inflación para Argentina, Bolivia, Chile, Colombia, México, Perú, Uruguay y Venezuela extraídas de las oficinas nacionales de estadísticas, el tipo de cambio de Heston et al. (2012), y la deuda externa total sobre PIB y la deuda del gobierno central sobre PIB de Reinhart and Rogoff (2010). En el Anexo se detallan las fechas para los cuales hay datos disponibles para cada país.

Como una primera aproximación al grupo, se presenta (Gráficas 1-A y 1-B, gráficas de caja -boxplots) una selección de variables para el conjunto de los 17 países latinoamericanos. Los datos muestran la volatilidad económica que caracteriza a la década de los ochenta con el estallido de la crisis de la deuda. Esta se vio reflejada en una mayor volatilidad del tipo de cambio y el traspaso a los precios domésticos. La deuda externa y la deuda del gobierno central como porcentaje del PIB se incrementó de manera significativa lo que, debido al incremento de los tipos de interés internacionales y al creciente riesgo de default, hizo insostenible los pagos por servicio de deuda y llevó al agotamiento de las reservas internacionales de divisas. Posterior al inicio de la crisis, y como condición de la asistencia internacional, se promovieron políticas de apertura comercial y de liberalización financiera sin efectos significativos en el crecimiento económico. La liberalización financiera no se ha reflejado en una mayor penetración del crédito medido como crédito doméstico bancario y crédito doméstico al sector privado. Si bien, variables como el tipo de cambio y la inflación se han estabilizado, este hecho no se ha reflejado en un mayor crecimiento económico.

Gráficas 1-A de caja para variables seleccionadas



Gráficas 1-B de caja para variables seleccionadas

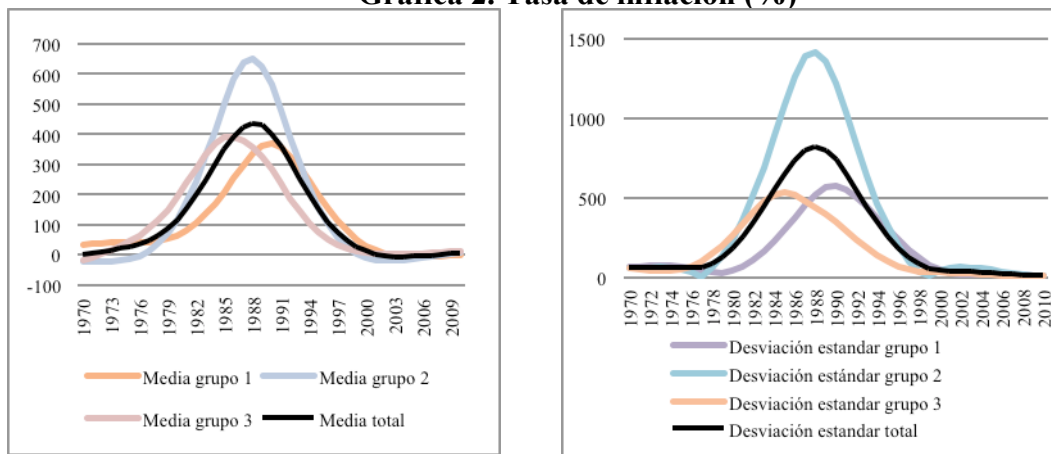


Con el fin de comparar el comportamiento individual de los fundamentos macroeconómicos utilizamos el filtro propuesto por Hodrick y Prescott (1997) para extraer las tendencias⁵ de las series eliminando de esta forma los componentes de carácter temporal o cíclico. Nos enfocamos en 14 series de cinco agregados. Las variables de estabilidad (inflación y tipo de cambio),

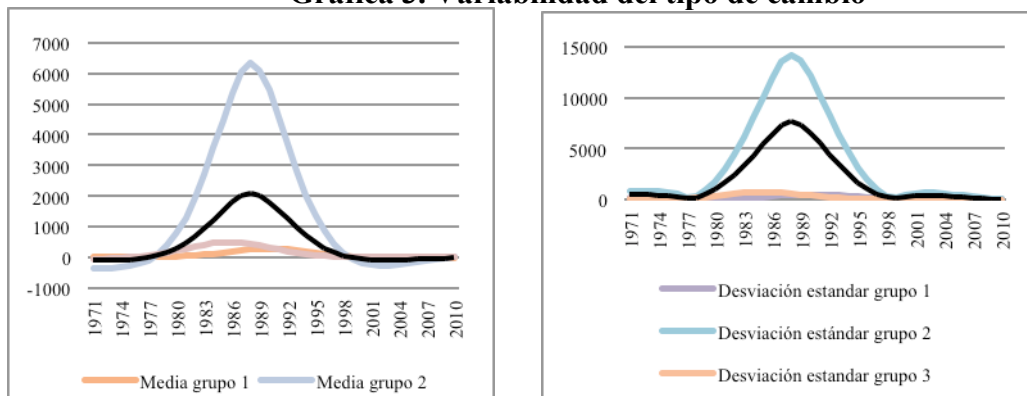
⁵ Utilizamos $\lambda=100$

las variables de deuda (reservas como porcentaje de la deuda externa, deuda externa total, deuda del gobierno central, servicios por deuda y deuda de corto plazo), las variables de apertura (apertura comercial, cuenta corriente e IED), las variables de crecimiento (tasa de crecimiento anual y PIB per cápita), y las variables de penetración del crédito (crédito doméstico del sector bancario y crédito doméstico al sector privado). Con el fin de simplificar los gráficos, dividimos los 17 países en 3 grupos. En el primero incluimos a los países con OI (Brasil, Chile, Colombia, Guatemala, México, Perú y Uruguay). En el segundo grupo, incluimos a los países centroamericanos caracterizados por ser países pequeños con fuerte apertura comercial (Costa Rica, El Salvador, Honduras, Nicaragua y República Dominicana). Finalmente, en el tercer grupo se encuentran los países restantes que se caracterizan por una estrategia de política monetaria distinta a los OI (Argentina, Bolivia, Ecuador, Paraguay y Venezuela). En cada variable se ha calculado la tendencia a cada plazo tanto de la media como de la desviación estándar para cada uno de los tres grupos de países y para el conjunto de las 17 economías analizadas. Los resultados en gráficas 2 a 15.

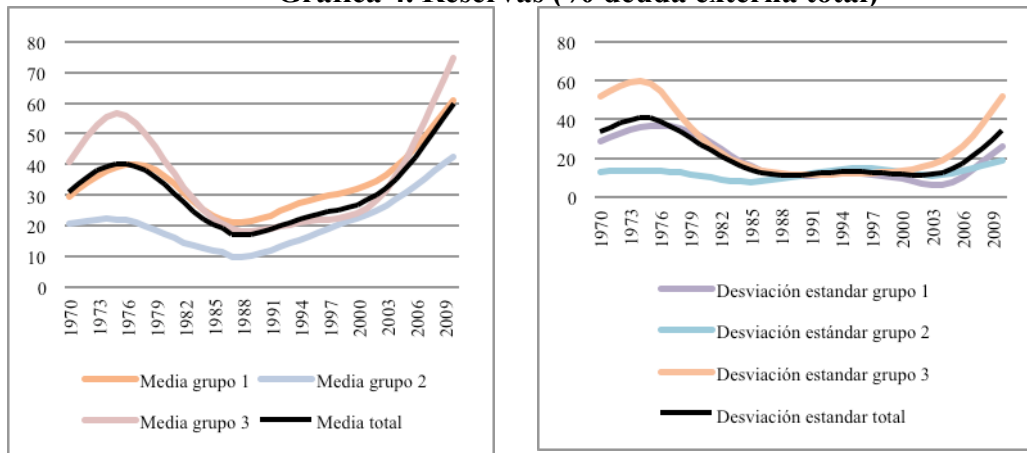
Gráfica 2. Tasa de inflación (%)



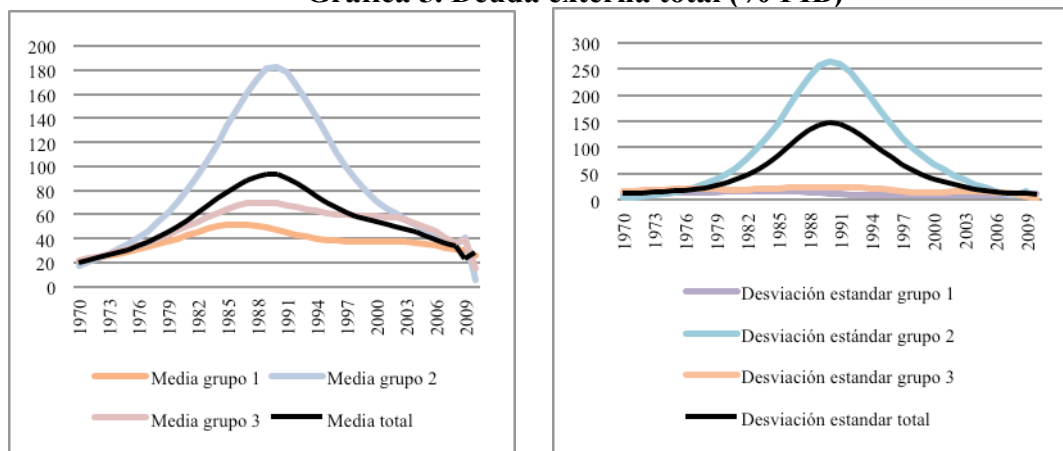
Gráfica 3. Variabilidad del tipo de cambio



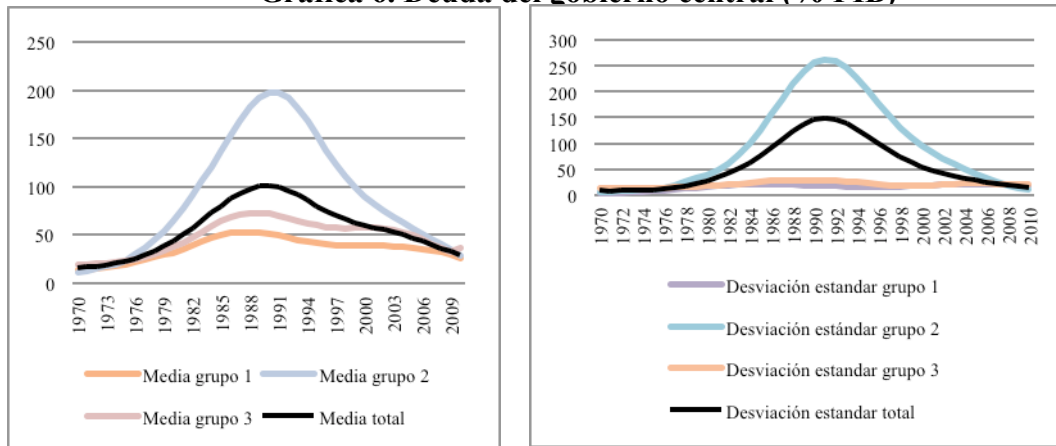
Gráfica 4. Reservas (% deuda externa total)



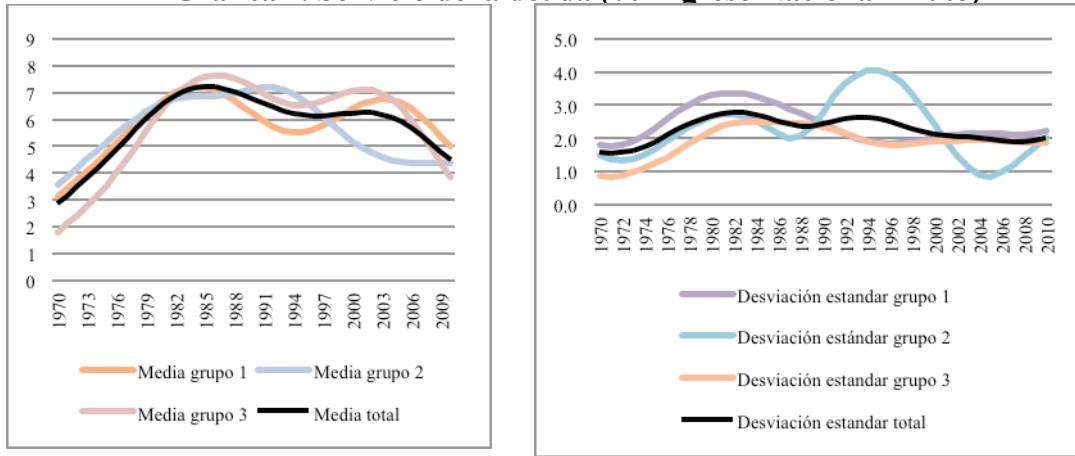
Gráfica 5. Deuda externa total (% PIB)



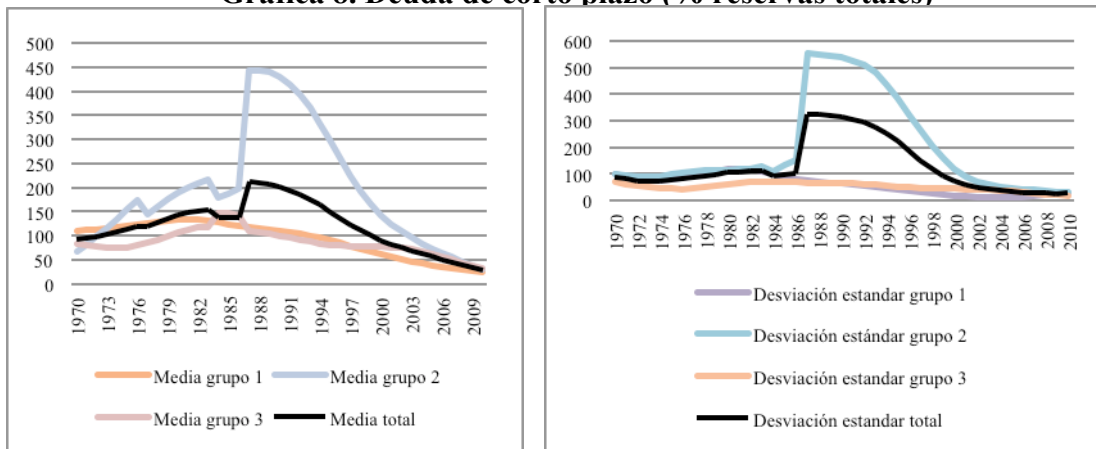
Gráfica 6. Deuda del gobierno central (% PIB)



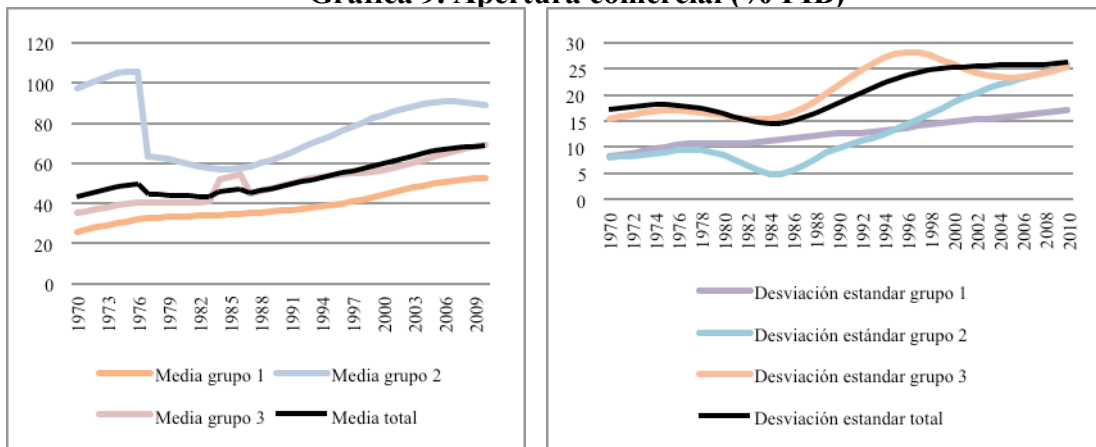
Gráfica 7. Servicio de la deuda (% Ingreso Nacional Bruto)



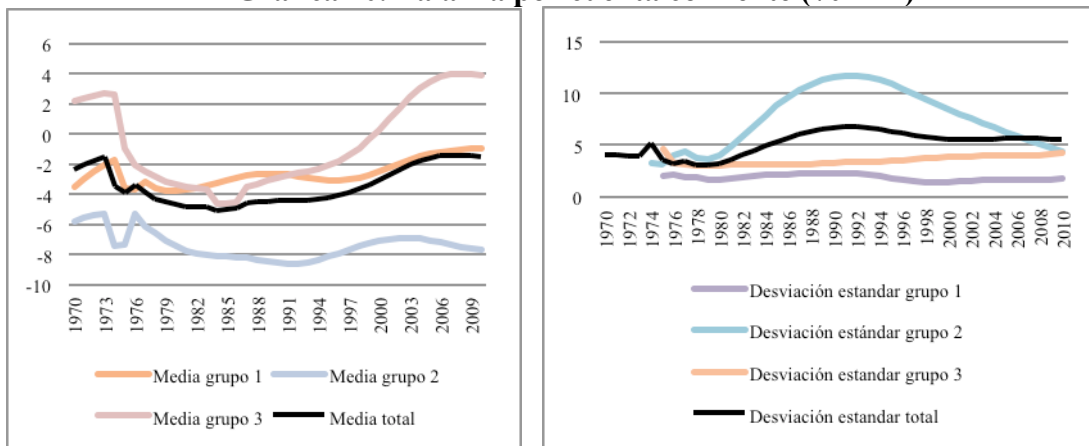
Gráfica 8. Deuda de corto plazo (% reservas totales)



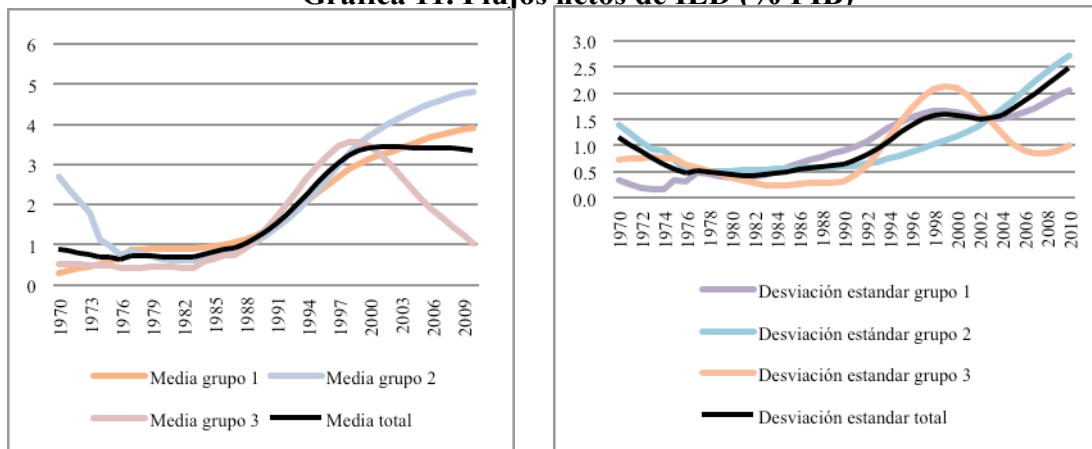
Gráfica 9. Apertura comercial (% PIB)



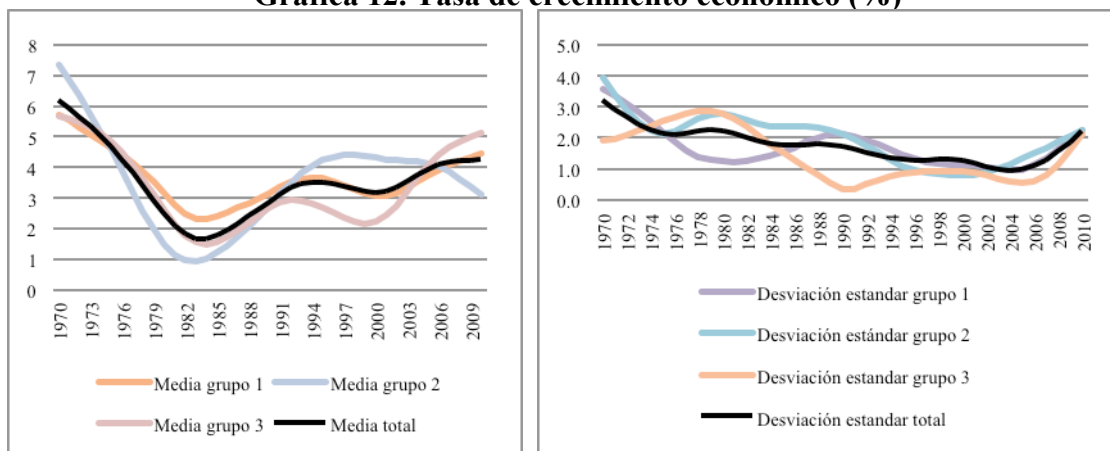
Gráfica 10. Balanza por cuenta corriente (% PIB)



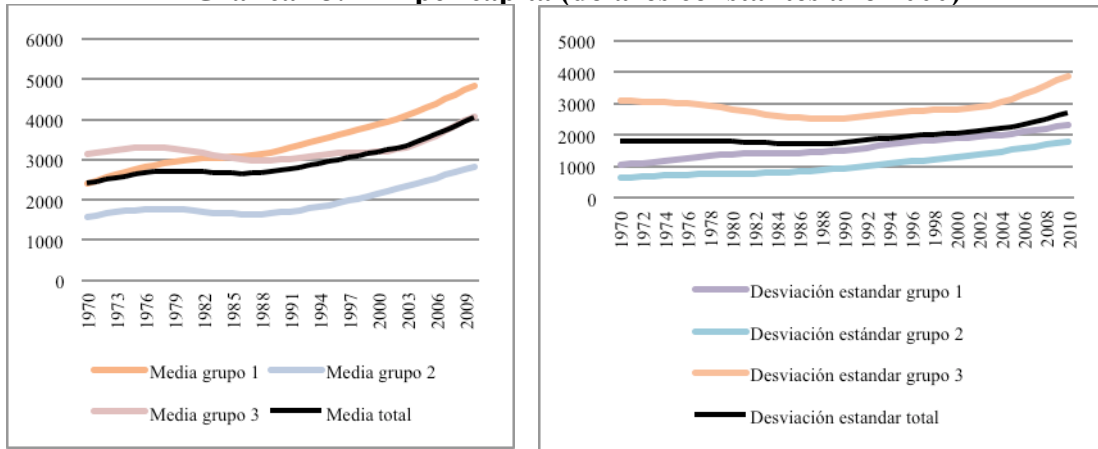
Gráfica 11. Flujos netos de IED (% PIB)



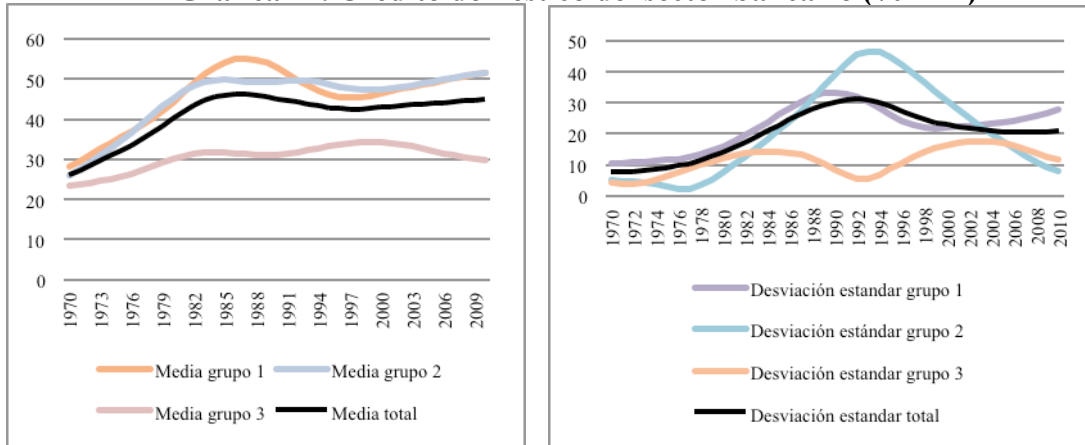
Gráfica 12. Tasa de crecimiento económico (%)



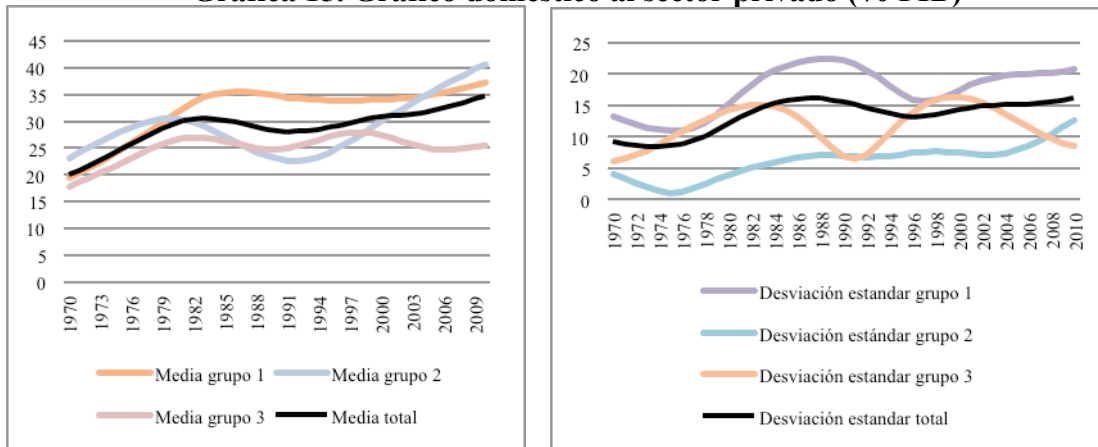
Gráfica 13. PIB per cápita (dólares constantes año 2000)



Gráfica 14. Crédito doméstico del sector bancario (% PIB)



Gráfica 15. Crédito doméstico al sector privado (% PIB)



En relación a las variables de estabilidad (Gráfica 2 y 3), se puede observar la acentuada convergencia registrada desde la década de los noventa, y en especial en la última década en las tasas de inflación y en la variabilidad del tipo de cambio. La inestabilidad de los años ochenta y la posterior estabilidad a partir de la década de los noventa está asociada al proceso de endeudamiento y al desapalancamiento posterior.

Los datos de endeudamiento externo y público (Gráfica 5 a 8) reflejan nuevamente un notable descenso de los ratios de deuda respecto al PIB así como un evidente proceso de convergencia entre los distintos países, con la salvedad de lo ocurrido en el grupo 2 correspondiente a los países centroamericanos, que muestran no sólo mayores niveles de endeudamiento sino también una mayor variabilidad interna en el comportamiento de las variables vinculadas a la deuda externa y pública.

En este sentido, uno de los puntos más importantes del Consenso de Washington marcaba la urgencia del proceso de desendeudamiento como condición a la asistencia internacional. Así, en los años más recientes, el conjunto de países latinoamericanos ha llevado la deuda a niveles sostenibles. Además, como parte de la prevención ante choques externos, dada la vulnerabilidad propia de la región, se ha observado un proceso de acumulación de reservas internacionales de divisas (Gráfica 4), ayudado, en parte, del boom exportador de la región que se relaciona con el incremento de la demanda y de los precios de las materias primas. Aquí nos parece importante señalar que la acumulación de reservas se ha presentado de forma generalizada en los países de la región, independientemente de la estrategia de política monetaria y cambiaria seguida oficialmente. Si bien en una estrategia de tipo de cambio variable, la acumulación de reservas es necesaria para las intervenciones directas en el mercado cambiario con el fin de mantener estable el tipo de cambio, en el caso de los países con tipo de cambio variable, dado el miedo a flotar, la acumulación serviría como medio para suavizar las fluctuaciones en el mercado cambiario.

La apertura comercial también ha sido un fenómeno generalizado, si bien, como es de esperarse, países más pequeños son los que presentan mayor apertura (Gráfica 9). La liberalización financiera y comercial ha traído consigo un incremento en el ratio apertura comercial-PIB y en la entrada de Inversión Extranjera Directa (IED), aunque en este caso las desviaciones en los niveles de apertura, así como en el caso de los saldos de las balanzas

comerciales (Gráfica 10), han ido creciendo. Sin embargo, dada la estructura económica de los países latinoamericanos, cuyas ventajas comparativas se encuentran en materias primas y bienes de bajo valor agregado, el crecimiento de largo plazo está restringido por el saldo de la balanza de pagos. Como puede observarse, la IED sigue siendo muy volátil (Gráfica 11) lo que agudiza la fragilidad financiera propia de las economías. En este sentido, existe una necesidad primordial de industrialización y de crecimiento con base en la demanda interna y los vínculos comerciales dentro de la región. Lo anterior serviría para acelerar el crecimiento económico y hacerlo menos vulnerable a choques externos.

En lo que se refiere a la tasa de crecimiento económico, ésta ha ido acelerándose de forma progresiva desde mediados de la década de los ochenta, sin que haya venido acompañado este mayor crecimiento de una mayor desviación entre los distintos países-grupos, con la salvedad de lo ocurrido en los últimos años. Este crecimiento se ha traducido en un notable aumento en el nivel de renta per cápita, pero las diferencias entre países siguen manteniéndose e, incluso, creciendo.

Finalmente resaltar que bajo ciertas excepciones, como el caso de Brasil y Chile, el nivel de crédito provisto por el sistema bancario y el crédito al sector privado es relativamente bajo. Las economías latinoamericanas siguen siendo poco bancarizadas, aunque aquí se registran notables diferencias en el comportamiento de los distintos países. Este hecho es una limitante del crecimiento económico si tomamos como referencia un modelo Schumpeter-Keynesiano del sistema bancario en donde el proceso de crédito-inversión-ingreso comienza con el refinanciamiento de los bancos comerciales del banco central, con el fin de proveer crédito para financiar las actividades productivas y la generación de nuevos ingresos.

Antes de finalizar, es preciso enfatizar las diferencias entre los países con OI y aquellos países con otra estrategia de política monetaria. Primero, los países con OI han presentado tasas de inflación en los años recientes más bajas que los países con otra estrategia de política monetaria. Sin embargo, los países no-OI también han disminuido las tasas de inflación. Los países con OI, además de menores tasas de inflación, han presentado menor variabilidad en el tipo de cambio en el periodo más reciente. Este resultado es importante ya que refleja el hecho de que las economías latinoamericanas,

como otras economías emergentes, que aplican estrategias de objetivos de inflación, prestan una especial atención en sus estrategias de política monetaria a la evolución del tipo de cambio en aras a garantizar la estabilidad cambiaria como elemento clave en sus estrategias de crecimiento económico. En este punto cabe resaltar que esta mayor estabilidad macroeconómica no se asocia a mayores tasas de crecimiento económico aun cuando se han cumplido las condiciones de apertura comercial y liberalización financiera. La vulnerabilidad ante choques externos permanece en los países con OI y los países no-OI. Finalmente, resaltamos que la caída del nivel de endeudamiento en el agregado de los países latinoamericanos y las reformas a los bancos centrales, desmonetizando la deuda, se asocian con el descenso generalizado de la inflación. La contribución de la estrategia de OI es menor en este contexto y estaría asociada al anclaje de las expectativas.

4. Observaciones finales

El estudio arriba realizado muestra como las 17 economías latinoamericanas han ido progresivamente convergiendo en sus resultados macroeconómicos, convergencia que se ha ido acentuando en la última década. En este sentido, los datos muestran que no hay una diferencia significativa en el comportamiento macroeconómico que aparezca relacionada con una determinada estrategia de política macroeconómica, en concreto de política monetaria como es la estrategia de OI.

Por consiguiente, los buenos resultados macroeconómicos de las economías de la región no vendrían tanto asociados a la adopción de una determinada estrategia monetaria, cuanto a la existencia de factores externos a cada economía, e incluso externos a la región, que suponen shocks simétricos a la región y que generan resultados similares, a la adopción de estrategias similares de política fiscal, centradas en la corrección de los desequilibrios fiscales, y, finalmente, a la puesta en práctica de estrategias similares de desarrollo y crecimiento económico (basadas en el aumento de las exportaciones y en la generación de superávits en la balanza de cuenta corriente) y de reformas estructurales e institucionales de corte parecido.

Referencias

- Aiolfi, M.; Catão, L.A.V. y Timmermann, A. (2011): “Common factors in Latin America’s business cycles” en *Journal of Development Economics*, 95(2011), pp. 212-228.

- Angeriz, A. y Arestis, P. (2007a): “Assessing the performance of ‘inflation targeting lite’ countries” en *The World Economy*, 30, pp. 1621-45.
- Angeriz, A. y Arestis, P. (2007b): “Monetary policy in the UK” en *Cambridge Journal of Economics*, 31, pp. 863-84.
- Angeriz, A. y Arestis, P. (2008): “Assessing inflation targeting through intervention analysis” en *Oxford Economic Papers*, 60, pp. 293-317.
- Arestis, P. (2009): “The New Consensus in Macroeconomics” en *Macroeconomic Theory and Macroeconomic Pedagogy*, Ed. Fontana, G. y Setterfield, Houndmills, pp. 100-117, Palgrave Macmillan.
- Bernanke, B., Laubach, T., Mishkin, F. y Posen, A. (1999): *Inflation Targeting. Lessons from the International Experience*, (Princeton, NJ: Princeton University Press), Princeton.
- Blanchard, O. y Simon, J. (2001): “The long and large decline in U.S. output volatility” en *Brooking Papers on Economic Activity*, 32, pp. 135-64.
- Brito, R.D. y Bystedt, B. (2010): “Inflation targeting in emerging economies: Panel evidence” en *Journal of Development Economics*, 91, pp. 198-210.
- Canova, F. (2009): “What explains the great moderation in the U.S.? A structural analysis” en *Journal of the European Economic Association*, 7(4), pp. 697-721.
- Carrasco, C. A. y Ferreiro, J. (2013a): “Inflation Targeting and Inflation Expectations in Mexico” en *Applied Economics*, 45(23), pp. 3295-3304.
- Carrasco, C. A. y Ferreiro, J. (2013b): “Inflation Targeting in México” en *Journal of Post Keynesian Economics*, 35(3), pp. 341-372.
- Carrasco, C.A. y Ferreiro, J. (2013c): "Latin American inflation differentials with the USA inflation: Does Inflation Targeting make a difference?" en *Journal of Economic Policy Reform*, próxima publicación (DOI: <http://dx.doi.org/10.1080/17487870.2013.787794>)
- Carrasco, C. A. y Ferreiro, J. (2011): “Inflation Targeting and Economic Performance: The Case of Mexico” en *Panoeconomicus*, LVIII (5), Special Issue, pp. 675-692.
- Carsterns, A. y Jácome, L.I. (2005): “La reforma de los bancos centrales latinoamericanos” en *El Trimestre Económico*, 72, pp. 683-732.
- Cuadra, G.; Sanchez, J.M. y Sapriza, H. (2010): “Fiscal policy and default risk in emerging markets” en *Review of Economic Dynamics*, 13(2010), pp. 452-469.

- De Gregorio, J. (2008): “La gran moderación y riesgo inflacionario. Una mirada desde las economías emergentes” en *Estudios Públicos*, 110, pp. 1-16.
- De Mello, L. y Moccerro, D. (2011): “Monetary policy and macroeconomic stability in Latin America: The cases of Brazil, Chile, Colombia and Mexico” en *Journal of International Money and Finance*, 30(2011), pp. 229-245.
- Demirel, U. D. (2010): “Macroeconomic stabilization in developing economies: Are optimal policies procyclical?” en *European Economic Review*, 54(2010), pp. 409-428.
- Enders, W. y Ma, J. (2011): “Sources of the great moderation: A time-series analysis of GDP subsectors” en *Journal of Economic Dynamics and Control*, 35, pp. 67-79.
- Galí, J. y Gambetti, L. (2009): “On the sources of the Great Moderation” en *American Economic Journal: Macroeconomics*, 1, pp. 26-57.
- Hamed, S., Levin A., y Wilson, B.A. (2002): “Recent U.S. macroeconomic stability: good policies, good practices, or good luck?” en *International Finance Discussion Paper No. 730*, Board of Governors of the Federal Reserve System.
- Heston, A., Summers, R. y Aten, B. (2012): *Penn World Table 7.1*. Center for International Comparisons of Production, Income and Prices at the University of Pennsylvania, 2012.
- Hodrick, R. J. y Prescott, E. C. (1997): “Postwar U. S. Business Cycles: An Empirical Investigation” en *Journal of Money, Credit and Banking*, 29(1), pp. 1-16.
- International Monetary Fund (2005): *World Economic Outlook*, September, International Monetary Fund, Washington DC.
- Kim, C.J. y Nelson, C.R. (1999): “Has the U.S. economy become more stable? A Bayesian approach based on Markov-switching model of business cycle” en *Review of Economics and Statistics*, 81, pp. 608-16.
- McCarthy, J. y Zakrajšek, E. (2007): “Inventory dynamics and business cycles: what has changed?” en *Journal of Money, Credit and Banking*, 39, pp. 591-613.
- Reinhart, Camen M. y Kenneth S. Rogoff (2010): “From Financial Crash to Debt Crisis,” en *NBER Working Paper 15795*, March.
- Stockhammer, E. (2008): “Is the NAIRU theory a monetarist, new Keynesian, post Keynesian or a Marxist theory” en *Metroeconomica*, 58(3), pp. 479-510.

- Svensson, L. E. O. (1997): “Inflation forecast targeting: Implementing and monitoring inflation targets” en *European Economic Review*, 41, pp. 1111-1146.
- Svensson, L.E.O. (2011): “Inflation targeting”, en: B.M. Friedman and M. Woodford (eds.), *Handbook in Monetary Economics*. Vol. 3B, (Amsterdam: North-Holland, Amsterdam).
- Walsh, C.E. (2009): “Inflation targeting: what have we learned?” en *International Finance*, 2, pp. 195-233.
- Williamson, J. (2004-5) “The strange history of the Washington consensus” en *Journal of Post Keynesian Economics*, 27, pp. 195-206.
- Willard, L.B. (2012): “Does inflation targeting matter? A reassessment” en *Applied Economics*, 44, 2231-2244.

ANEXO: PERIODO DE DISPONIBILIDAD DE DATOS

Los datos correspondientes a las variables analizadas en el artículo se corresponden con los años 1970-2010. En los siguientes casos, los datos están disponibles para los siguientes años:

	Reservas	Deuda del gobierno central	Deuda de corto plazo	Balanza por cuenta corriente	Flujos inversión extranjera directa
Argentina	1970-2010	1970-2010	1970-2010	1976-2010	1970-2010
Bolivia	1970-2010	1970-2010	1970-2010	1976-2010	1970-2010
Brasil	1970-2010	1970-2010	1970-2010	1974-2010	1975-2010
Chile	1970-2010	1970-2010	1970-2010	1974-2010	1975-2010
Colombia	1970-2010	1970-2010	1970-2010	1970-2010	1970-2010
Costa Rica	1970-2010	1975-2010	1970-2010	1977-2010	1977-2010
Ecuador	1970-2010	1970-2010	1970-2010	1976-2010	1975-2010
El Salvador	1970-2010	1970-2010	1977-2010	1976-2010	1976-2010
Guatemala	1970-2010	1980-2010	1970-2010	1977-2010	1977-2010
Honduras	1970-2010	1980-2010	1977-2010	1974-2010	1974-2010

México	1970-2010	1970-2010	1970-2010	1970-2010	1970-2010
Nicaragua	1987-2010	1970-2009	1970-1983, 1987-2010	1970-2010	1970-2010
Paraguay	1970-2010	1970-2009	1970-2010	1975-2010	1970-2010
Perú	1970-2010	1980-2010	1970-2010	1977-2010	1970-2010
República Dominicana	1970-2010	1970-2010	1970-2010	1970-2010	1970-2010
Uruguay	1970-2010	1970-2009	1970-2010	1978-2010	1970-2010
Venezuela	1970-2010	1970-2009	1970-2010	1970-2010	1970-2010

Recibido 12 septiembre de 2013

Aceptado 22 noviembre de 2013