

# Políticas fiscales y crisis financiera mundial.

## Comprendiendo la experiencia de los tres mayores países latinoamericanos.

Fiscal Policies and the World Financial Crisis. Understanding the Experience of Three Major Latin American Countries

Eugenia Correa\*

### Resumen

Las políticas fiscales de los países de América Latina han evolucionado dentro de panoramas institucionales muy diferentes, resultado de una larga historia de crisis financieras. Este artículo analiza varias de las transformaciones económicas e institucionales de las tres mayores economías de América Latina, a saber, Argentina, Brasil y México, y su evolución durante los últimos veinte años, con el fin de comprender la capacidad de aplicar políticas fiscales contracíclicas durante la gran crisis mundial. Se discute la idea de que las economías de mercado abiertas y emergentes no poseen condiciones para ejercer una política fiscal anticíclica. La principal conclusión es que sólo Argentina ha sido capaz de ejercer plenamente su capacidad de política fiscal durante la crisis, mientras que siguen existiendo limitaciones institucionales en las políticas fiscales de Brasil y México.

**Palabras clave:** crisis financiera, política fiscal, reformas estructurales.

---

\* Eugenia Correa es profesora de la Facultad de Economía de la Universidad Nacional Autónoma de México en la Ciudad de México. Traducción original de español a inglés por Wesley Marshall. Documento publicado en: *International Journal of Political Economy*, 41:2, 82-97, DOI:10.2753/IJP0891-1916410205, 8, de diciembre de 2014, en: <https://doi.org/10.2753/IJP0891-1916410205>; traducido al castellano por Daniel Mirón.

## Abstract

Fiscal policies in the countries of Latin America have evolved within very different institutional landscapes resulting from a long history of financial crises. This article analyzes several of the economic and institutional transformations of the three largest economies of Latin America, namely, Argentina, Brazil, and Mexico, and their evolution during the past twenty years, in order to understand the ability to implement countercyclical fiscal policies during the great global crisis. It discusses the idea that open and emerging market economies do not possess conditions to exercise countercyclical fiscal policy. The main conclusion is that only Argentina has been able to fully exercise its capacity to pursue fiscal policy during the crisis, while institutional constraints on the fiscal policies of Brazil and Mexico remain.

**Keywords:** financial crisis, fiscal policy, structural reforms.

## Introducción

Las crisis financieras en América Latina han tenido amplias consecuencias para las economías, la política y las sociedades de la región. Por mucho que se trivialicen, las crisis financieras han modificado los sistemas financieros y las relaciones crediticias; han provocado transferencias masivas hacia el exterior y así como dentro de los mercados locales; han generado enormes pérdidas en la producción, el empleo y los ingresos laborales; y han producido cambios de gran calado en la distribución de la renta y la riqueza (Correa, 2008; Kaplan, 2002; Lapavitsas *et al.*, 2011; Lichtensztejn, 2009; Minsky, 1986; Parguez, 2009). Todas estas transformaciones están ligadas a las crisis financieras, que están correlacionadas con importantes cambios institucionales que son a la vez la expresión de las políticas fiscales y el contexto en el que se llevan a cabo.

Las tres mayores economías latinoamericanas que se examinan en este artículo han experimentado trayectorias diferentes en sus políticas fiscales y sus principales resultados en los últimos veinte años. La política económica de Argentina en la década de 1990 estuvo estrictamente condicionada por su Caja de Conversión, que a su vez fue resultado de una crisis financiera, y cuyo abandono también se produjo en medio de una crisis económica, política y social sin precedentes. La consiguiente reestructuración de la deuda pública externa creó un nuevo espacio para la política fiscal y las condiciones necesarias para diez años de crecimiento económico sostenido. Las economías de Brasil y México sufrieron las clásicas crisis bancarias como consecuencia de la apertura financiera y la desregulación, y la reestructuración de la deuda durante los años noventa tuvo muy poco alcance.

Durante años se ha considerado que las economías de mercado abiertas y emergentes no poseen la capacidad de ejercer políticas fiscales contracíclicas. Por ejemplo, Talvi y Vegh (2000) encontraron que, en una muestra de cincuenta y seis países, las políticas fiscales de los países en desarrollo son altamente procíclicas. Gavin y Perotti (1997) y Gavin *et al.* (1996) llegan a conclusiones similares. Rojas-Suarez (2010), sin contradecir estas posiciones, ha destacado el retorno de la capacidad anticíclica de la política fiscal a América Latina durante la crisis mundial de 2007-09. Si bien la capacidad de implementar una política fiscal contracíclica puede ser muy importante para enfrentar las peores consecuencias que pueden producir las crisis financieras, no se pueden subestimar las transformaciones institucionales subyacentes de las políticas fiscales, sobre todo si se tiene en cuenta que la política fiscal no es simplemente un conjunto de herramientas de política para estabilizar o rescatar empresas insolventes (Arestis y Sawyer, 2004).

Tras las importantes recesiones sufridas a principios del presente siglo, estas tres economías están buscando estrategias de

crecimiento diferentes, aunque varios de los factores que condicionan sus respectivas políticas fiscales se mantienen. Este artículo analiza varias de las transformaciones institucionales de las tres mayores economías de la región y su evolución durante los últimos veinte años. Una de las principales conclusiones es que sólo Argentina ha podido ejercer plenamente las capacidades de su política fiscal durante la crisis, mientras que siguen existiendo limitaciones institucionales en las políticas fiscales de Brasil y México.

### **Deuda externa y política fiscal**

La experiencia latinoamericana, en particular la de las tres economías más grandes, durante las últimas tres décadas ha proporcionado una gran visión de los múltiples condicionamientos que el pago de los intereses de la deuda pública impone a la política fiscal. Durante los años ochenta, el estallido de la crisis de la deuda y el aumento de los tipos de interés de la deuda pública, así como las limitadas posibilidades de refinanciamiento de estas deudas, elevaron considerablemente el importe de los intereses pagados por la deuda pública en relación con los presupuestos públicos.

Además, la reestructuración anual y el condicionamiento del refinanciamiento colocan límites cada vez más estrictos a la expansión del gasto público y condujo a repetidos recortes presupuestarios. Los procesos inflacionarios de las tres economías a principios de los años noventa fueron apenas contenidos: en el caso de Argentina, mediante el establecimiento de la Caja de Conversión y la fijación de su moneda al dólar; en el caso de México, mediante la reestructuración de la deuda externa a través del Plan Brady y la profunda recesión. En el caso de Brasil, no fue hasta bien entrada la década de los noventa cuando se consiguió controlar la inflación en el contexto de una mayor apertura comercial y de entrada de capitales.

Las políticas de estabilización emprendidas en los años ochenta, en las que los recortes presupuestarios generalizados desempeñaron un papel importante, agravaron y alargaron las crisis económicas y el proceso inflacionario, hasta el punto de convertir la década en lo que el Fondo Monetario Internacional (FMI) denominó "la década perdida". El término "Consenso de Washington", acuñado a principios de los años noventa, representaba el "consenso" sobre las políticas económicas seguidas durante los años ochenta con el objetivo explícito de la estabilización económica. A pesar de que estas políticas fracasaron sistemáticamente en la consecución de este objetivo, se siguieron presentando como políticas exitosas (Kregel, 2008; Lichtensztein, 1984; Nelson, 1991; Ocampo, 2005). Por lo tanto, la política fiscal se llevó a cabo en un nuevo marco, condicionado en particular por el peso del pago de intereses en los presupuestos nacionales, la disminución de las entradas de capital y la caída de los precios de las exportaciones, así como la presión permanente para alcanzar elevados superávits primarios.

Durante la década de 1990, las tres economías sufrieron crisis bancarias de distinta magnitud. La crisis bancaria mexicana fue la más profunda de ellas y estalló después de cuatro años de superávit en las finanzas públicas; Brasil y Argentina habían tenido déficits fiscales de menos del 2% del Producto Interno Bruto (PIB) cuando experimentaron sus crisis bancarias. Por lo tanto, sería bastante difícil mantener el argumento de que dichas crisis se produjeron por una excesiva expansión del endeudamiento del sector público (Laeven y Valencia, 2008), especialmente porque la apertura financiera y la desregulación han mostrado repetidamente sus efectos en forma de sucesivas crisis bancarias en los países en desarrollo (Stallings y Studart, 2003). Además, todos estos países reestructuraron su deuda externa —México en 1990, Brasil en 1994 y Argentina en 1993— lo que supuso un cierto alivio momentáneo para sus finanzas públicas. Las crisis bancarias y el mantenimiento de la Caja de Conversión en Argentina provocaron

un mayor crecimiento de la deuda pública externa y un aumento de los pagos de intereses como proporción del gasto público.

Sólo después de las crisis financieras de 1999-2002 se observa un comportamiento distinto en la condicionalidad que la deuda externa ejerce sobre las políticas fiscales. En Argentina, esta deuda se redujo considerablemente tras lo que fue una de las renegociaciones de deuda más duras de los últimos años. Durante el mismo periodo, Brasil y México iniciaron una estrategia de expansión de la deuda interna para los inversores no residentes, incluyendo incluso la protección del tipo de cambio en Brasil. Por lo tanto, los intereses pagados como proporción de los presupuestos públicos disminuyeron significativamente en Argentina y mucho menos en Brasil y México. Sin embargo, como se verá, el peso relativo de estos pagos volvió a crecer en 2009 como consecuencia de la crisis mundial (CEPAL, 2011).

### **Reforma institucional y política fiscal**

Durante las dos décadas que examina este artículo, en América Latina se pusieron en marcha una serie de reformas institucionales que condicionaron la política fiscal en todo momento, en particular en las tres mayores economías, entre ellas:

- Privatización (incluida la de los bancos públicos);
- autonomía del banco central (crédito dirigido);
- reformas financieras;
- reformas de descentralización fiscal;
- leyes de responsabilidad fiscal;
- techos de deuda pública;
- reformas fiscales;
- reformas a los fondos de pensiones; y
- reformas a la administración pública y asociaciones público-privadas.

Cada una de estas reformas se ha desarrollado de forma diferente dentro de la región, pero estos distintos procesos han sido siempre liderados por las instituciones financieras internacionales, convirtiéndose éstas en los verdaderos grandes reformadores económicos de la región, aunque sus políticas se basen en una visión teórica muy pobre e incorrecta y se construyan con muy poco conocimiento de las economías y sociedades que han sido objeto de dichas reformas (Lichtensztein, 2010). El objetivo de este artículo es sólo destacar las formas específicas en que cada una de estas transformaciones institucionales ha llegado a constreñir las distintas políticas fiscales de la región y, en particular, las de las tres mayores economías.

Las privatizaciones se iniciaron en los años ochenta, en plena década perdida, se incrementaron significativamente en los noventa y continúan hasta la actualidad. Los procesos de privatización conllevan elementos específicos en cada país, con secuencias y velocidades distintas, y con métodos de venta y resultados diferentes en términos de empleo, productividad y rentabilidad. Han incluido empresas en los campos de la energía, las telecomunicaciones, los ferrocarriles, la minería, el petróleo, las infraestructuras de comunicación, el agua y los servicios públicos básicos, e incluso la banca. Los estudios sugieren que, en quince años, estos procesos han generado ingresos extraordinarios equivalentes al 6% del PIB (Chong y Benavides, 2007). Aunque muchos reconocen que tales procesos han creado desempleo, no existe una estimación de su repercusión global. Lo que sí se conoce con mayor precisión son los importantes beneficios que estos procesos han generado para las empresas adquirentes (Guriev y Megginson, 2005).

En cuanto a la política fiscal, a cambio de ganancias extraordinarias puntuales que les permitieron alcanzar temporalmente el equilibrio fiscal, los sucesivos gobiernos perdieron muchas empresas rentables y algunas que mostraban una rentabilidad

prospectiva. Además, estas tácticas han limitado permanentemente la capacidad de los gobiernos para estabilizar la inversión (Vidal, 2001).

Tanto en Argentina como en Brasil se produjo una gran oleada de privatizaciones de los bancos públicos de inversión, que financiaban proyectos de infraestructura, dejaron de aceptar depósitos del público en general. Los bancos públicos también perdieron gradualmente sus principales fuentes de financiamiento, incluidos los bancos centrales (Anaya Mora, 2006; Beck, Crivelli y Summerhill, 2005; Clarke y Cull, 1998). La privatización de los bancos públicos o el traslado de su financiamiento al mercado ha restringido uno de los instrumentos fundamentales de la política fiscal, hecho que se ha puesto de manifiesto en los últimos años por la importancia de la concesión de créditos por parte de los bancos públicos de Brasil y Argentina para mantener tasas de crecimiento positivas durante diez años (2003-2012).

De la misma manera, la independencia de los bancos centrales limitó o incluso eliminó el crédito directo a los gobiernos. La prohibición de monetizar el déficit se incluyó en la constitución de Brasil de 1988; en Argentina, una ley similar entró en vigor en 1992, al igual que en México un año después. Las críticas a estas decisiones han sido amplias y variadas. Más de veinte años después, incluso el FMI ha criticado la autonomía del Banco Central Europeo (BCE) por poner en peligro la propia existencia de la moneda única (Hawley, 2012).

Para las mayores economías de América Latina, la independencia de los bancos centrales no ha consolidado la confianza en las monedas locales; persiste la dolarización parcial y los diferenciales de interés de la deuda pública siguen siendo elevados debido al riesgo cambiario. Más allá de los elevados costos de la deuda pública interna y de los costos del crédito concedido al sector privado en moneda nacional, la decisión de prohibir la monetización del déficit ha impedido directamente el uso de

políticas de gasto contracíclicas en cada nueva crisis económica y financiera (Rochon y Seccareccia, 2003). Sin embargo, el hecho de que algunas economías hayan aplicado políticas contracíclicas que pueden frenar la reducción de la demanda durante una crisis implica una recuperación más débil y lenta, así como unos colchones sociales relativamente débiles o inexistentes, en los países que no pueden hacerlo.

América Latina comenzó la década de los noventa comprometida con reformas financieras que implicaban la apertura de los mercados financieros locales a inversiones institucionales extranjeras, en medio de una creciente desregulación de los mercados financieros de Estados Unidos. En realidad, la apertura financiera de la región había comenzado antes de la crisis de la deuda de 1982, pero esta crisis supuso sucesivas reestructuraciones de la deuda y la práctica suspensión de las entradas de capital. El índice de liberalización financiera del Banco Mundial señala, precisamente, un mayor grado de liberalización en América Latina en comparación con los países de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE) entre 1975 y 1982. La nueva ronda de liberalización se produjo a finales de la década de 1980 (Stallings y Studart, 2006).

La liberalización financiera incluyó: la desregulación de los flujos externos de capital a corto plazo y de los tipos de interés y las reservas bancarias en los bancos centrales; la apertura de los mercados de capitales y las nuevas ofertas de deuda de las empresas nacionales; y el establecimiento de filiales locales de bancos extranjeros, principalmente españoles y estadounidenses. Esta liberalización produjo directamente crisis en los sistemas bancarios de Argentina y México. Al operar Argentina con una caja de conversión, el banco central no pudo actuar como prestamista de última instancia para contener la crisis, y en su lugar se recurrió al crédito del FMI. En México, la crisis bancaria se convirtió en una crisis monetaria y económica, y la imposibilidad

de hacer frente a los pagos internacionales en esas condiciones se vio aliviada por un préstamo de emergencia de Estados Unidos. Brasil pudo contener su crisis bancaria en una fase más temprana que sus pares, cerrando y fusionando bancos insolventes.

Todos estos factores tuvieron graves consecuencias para el nivel de crédito interno en moneda nacional, así como para las finanzas públicas, en gran parte debido a que el rescate y las fusiones de bancos se llevaron a cabo con financiamiento público, sin que esto incrementara el déficit público significativamente. La política fiscal durante esas crisis dependió en gran medida del saneamiento al sistema financiero (Correa, 1999).

Las leyes que exigen responsabilidad fiscal fueron una parte importante de los cambios estructurales que han venido llevándose a cabo, ya que condicionan la expansión del gasto público a la existencia de un flujo de ingresos de similar magnitud y duración. El resultado es que hoy los gobiernos no pueden ejercer presión política para aumentar los presupuestos a menos que generen nuevos ingresos fiscales a través de reformas tributarias. Por lo tanto, incluso cuando los presupuestos se construyen con un alto nivel de participación política, están estrictamente limitados por su necesidad de lograr un equilibrio fiscal. El poderoso proceso de negociación presupuestaria se ve rápidamente limitado, independientemente de los nuevos actores políticos que puedan aparecer (File y Scartascini, 2006).

No obstante, las mayores economías de la región han mantenido superávits primarios desde finales de los años ochenta. Las leyes de equilibrio presupuestario se han aprobado porque condicionan la actuación del parlamento en las decisiones de gasto público. Argentina tiene este tipo de control desde 1993 y Brasil desde 2000. México no se sumó a ellas sino hasta 2006, precisamente cuando la situación política interna apuntaba al empoderamiento de actores políticos poco convencidos de las bondades de los presupuestos equilibrados.

En los años ochenta, la descentralización fiscal fue una de las soluciones ofrecidas en respuesta a la disminución de los recursos fiscales (excluyendo los destinados al pago de la deuda). Este proceso avanzó más rápidamente en Brasil y Argentina, pero no avanzó mucho en México hasta la década de 1990. La reducción sustancial de los presupuestos del segundo y tercer nivel de gobierno en los tres países se debió en parte a la presión para equilibrar los presupuestos y en parte a la reestructuración de los bancos públicos.

Las áreas de descentralización incluyen varias partidas de gasto público, la imposición y recaudación de varios impuestos y, en particular, la reducción de la deuda. En estos tres países, entre el 30 y el 50% del gasto público está descentralizado (Daughters y Harper, 2006). Las reformas que condujeron a la descentralización, iniciadas a finales de la década de 1980, transfirieron principalmente el gasto en educación, salud, bienestar social, transporte urbano y carreteras fuera de los gobiernos centrales. Al mismo tiempo, estos gastos se limitaron al flujo de ingresos fiscales locales o a las transferencias del gobierno central. En cuanto a la fiscalidad, sólo Brasil ha realizado grandes esfuerzos de descentralización (el Impuesto sobre el Valor Agregado [IVA] es un ejemplo); en Argentina y México, los gobiernos locales dependen de las transferencias del gobierno central.

Desde la década de 1990, y con el retorno a los mercados internacionales de capitales y una creciente entrada de capital de cartera, los bonos públicos subnacionales crearon una nueva y pequeña burbuja crediticia en Brasil y Argentina y, más tarde en México. Con frecuencia, los gobiernos centrales han asumido estos pasivos, aumentando el riesgo moral, incluso cuando los gobiernos han tomado medidas para regular este crédito.

El alcance y los resultados de las políticas fiscales se han visto limitados por las condiciones de descentralización mencionadas. Esta política ha supuesto un ajuste al gasto público, especialmente

el gasto social, hacia la recaudación y las transferencias. Al mismo tiempo, la descentralización de la deuda pública ha generado episodios de sobreendeudamiento y una creciente carga en el pago de intereses de los gobiernos subnacionales, que dejaron de recibir financiamiento de los bancos públicos regionales que fueron privatizados o de los bancos públicos nacionales que trasladaron su financiamiento del banco central a los mercados privados.

Todos los países de la región han sido testigos de diferentes reformas fiscales (Martner y Aldunante, 2005; Martner y Tromben, 2003). En los años ochenta, la crisis de la deuda externa y las sucesivas reestructuraciones anuales de la deuda constituyeron una fuerte presión para aumentar significativamente los ingresos fiscales. Sin embargo, lo que prevaleció fue la tendencia a eliminar los impuestos y aranceles sobre el comercio internacional y a generalizar el IVA. En los años noventa, se redujeron sustancialmente los impuestos que se aplicaban a los ingresos de las personas y de las empresas. La recaudación fiscal se recuperó debido a la reanudación del crecimiento económico desde sus disminuidos niveles de los años de 1980 en Brasil y Argentina, mientras que en México no ha ocurrido tal recuperación (Lora, 2006). Desde la crisis de 1982, esta pérdida de ingresos fiscales ha sido compensada, en el caso de México, por la completa captación del flujo de ingresos de la industria petrolera. En la medida en que ésta depende de los precios internacionales del petróleo, su contribución al ingreso total del gobierno central ha fluctuado significativamente durante los últimos treinta años, alcanzando en ocasiones hasta el 100% de los ingresos no tributarios del gobierno y promediando alrededor del 35% de los ingresos generales totales del gobierno.

Tanto México como Argentina perdieron parte de sus ingresos públicos cuando privatizaron sus sistemas de pensiones en la segunda mitad de los años noventa. Esta medida representó una caída de los ingresos públicos de casi el 2% del PIB. En Brasil, los

ingresos procedentes de las cotizaciones sociales han sido iguales o mayores que los procedentes de los impuestos directos desde la década de 1990. El país no llevó a cabo una privatización generalizada y obligatoria de su sistema de pensiones, a diferencia de muchos países de la región.

Aunque existen importantes diferencias entre los tres países tanto en el nivel como en el origen de los ingresos públicos totales, los tres han mantenido un nivel muy reducido de impuestos directos en relación con las estructuras fiscales de los países desarrollados. Asimismo, los tres países han visto aumentar los ingresos fiscales procedentes del IVA. Sin embargo, algunas partes importantes de sus ingresos son aún más inestables, ya que están vinculados a los precios de las materias primas y de las exportaciones de petróleo (Correa, 2010).

Argentina y México privatizaron sus sistemas de pensiones en 1994 y 1997, respectivamente, haciendo la transición de un sistema "basado en contribuciones" a un esquema "de reparto", de capitalización individual obligatorio para todos los trabajadores. Sin embargo, Argentina volvió a un sistema basado en contribuciones en 2008. Aunque la población activa de la región incluye 250 millones de trabajadores, el número de trabajadores afiliados a planes privados de pensiones se estima en menos de 66 millones, y el número de cotizantes por contribuciones es sólo de unos 26 millones de personas (AIOS, 2010).

El crecimiento del número de contribuidores formales depende en gran medida del aumento del empleo formal, mientras que los flujos de las contribuciones dependen del nivel de ingresos laborales; ninguna de las dos variables ha crecido significativamente en los últimos años. Los estudios estiman que estos fondos privados tienen un flujo de caja de 37 mil millones de dólares (mmdd) y generan ingresos de aproximadamente 1.1 mmdd al año (AIOS, 2010). En algunos países, el importe de los fondos de pensiones gestionados es incluso superior a toda la

capitalización del mercado de valores, y los fondos se invierten en valores de otros mercados. El país con mayor número de trabajadores afiliados a esquemas de capitalización individual es México. Aunque los negocios de los fondos de pensiones privados no han tenido el éxito esperado cuando se emprendió la privatización en la segunda mitad de los años noventa, han sido una importante fuente de liquidez y beneficios.

El cambio obligatorio a un sistema de capitalización individual y a la administración privada de los fondos ha supuesto otra importante restricción a la política fiscal. Los gobiernos quedan con la carga de pagar las pensiones de jubilación mientras las administradoras de fondos reciben las contribuciones. Se trata de un acuerdo que reduce los ingresos del gobierno y al mismo tiempo condiciona el gasto público. De los países que hicieron la transición a este sistema obligatorio, México es el que se encuentra en peor situación: Mientras que el gobierno recibe menos contribuciones, tiene que pagar las pensiones de jubilación de los trabajadores del sistema anterior, lo que resulta en una situación en la que el gasto público en pensiones ha aumentado constantemente, representando más del 35% del gasto social.

Hoy en día, es muy popular entre los gobiernos de la región el cambio hacia la "nueva gestión pública". Las reformas de la administración pública se han sucedido bajo la consigna de cambiar la organización y el funcionamiento de los tres niveles de gobierno. Con el pretexto de la racionalidad, la región ha avanzado en el recorte a gran escala de la fuerza de trabajo pública, además de introducir contratos flexibles y la subcontratación, todo para lo cual ha contado con el pleno apoyo de los organismos financieros multilaterales (Echabarria y Cortázar, 2006).

Al mismo tiempo, la capacidad operativa del gasto público se ha restringido o ha tendido a desaparecer, eclipsada particularmente en el caso de la inversión en infraestructura bajo los programas de asociación público-privada (APP) fuertemente promovidos por el

Banco Mundial. Las leyes que regulan las APP fueron aprobadas en Brasil (2004) y México (2012), a pesar de que los proyectos de APP se han desarrollado desde principios de siglo -por ejemplo, en Argentina en la rehabilitación de carreteras (Liataud, 2004), y de diferentes maneras desde los años noventa en los tres países (WBI, 2012).

Los proyectos de APP generan temporalmente más fondos para el financiamiento en infraestructura, especialmente cuando los gobiernos persiguen el equilibrio presupuestario. Pero, simultáneamente, crean compromisos de pago para años futuros; por lo tanto, en muy poco tiempo, una creciente parte de la inversión pública está constituida por amortizaciones. Al mismo tiempo, en los programas de APP, los gobiernos asumen la mayor parte del riesgo, ya sea en forma de garantías de demanda, riesgos de tipo de cambio o cambios en los costos financieros. Todo estos riesgos tienen evidentes repercusiones fiscales, entre las que destacan las siguientes: elevaciones sustanciales de los costos de construcción o de explotación de los proyectos; presiones considerables sobre los balances exteriores en los casos en que intervienen empresas extranjeras; disminución de los salarios de los trabajadores y de los impuestos; y mayor inestabilidad del gasto público en inversiones (Shaoul, 2005).

Esta amplia trayectoria de reformas institucionales ha cambiado profundamente el significado y el alcance de la política fiscal en estos países durante los últimos treinta años. Las capacidades económicas de los gobiernos han disminuido, como en el caso de México, o se han visto muy limitadas. La implementación de una política fiscal soberana en las tres mayores economías de la región implica el desarrollo de cambios políticos e institucionales que rara vez son rápidos y que requieren una sucesión de varios gobiernos comprometidos con dichos cambios. El caso de Argentina es muy elocuente en este sentido.

## **La política fiscal y la nueva etapa de crecimiento, 2003-2012**

Cabe destacar que desde 2003-04, la región ha mantenido altos niveles de crecimiento económico, interrumpidos únicamente en 2009 por la crisis estadounidense. Asimismo, es importante entender en qué medida este crecimiento se apoya en una política fiscal con menos restricciones. Esta consideración es particularmente importante si se tiene en cuenta que la reciente crisis económica —a pesar de lo mucho que se ha sentido en los países desarrollados— se tradujo en sólo un año de crecimiento negativo del PIB per cápita en las tres mayores economías de la región (CEPAL, 2011).

Durante los últimos años, muchos han argumentado que los países latinoamericanos, gracias a las políticas de ajuste estructural y la consiguiente reducción de la deuda pública, a los superávits presupuestales anuales y la acumulación de reservas internacionales, han podido crear un mayor espacio para la política fiscal (CEPAL, 2009, 2011; Rojas-Suarez, 2010). Bajo este punto de vista, muchos consideran que una disminución de los ingresos fiscales no afectaría gravemente al gasto público, dada la existencia de un margen en el que la reducción de los ingresos públicos podría compensarse con la reducción del superávit presupuestario, o incluso con un pequeño déficit. Además, muchos sostienen la opinión de que, dado que la deuda pública externa se ha reducido, puede volver a aumentarse si es necesario dependiendo de la profundidad del choque externo, obviamente sin sobrepasar los niveles prudentes de endeudamiento.

Siguiendo la misma línea argumental, las economías de América Latina mostraron cierta resiliencia en el sostenimiento del crédito frente a la crisis financiera global, lo que les permitió utilizar la política monetaria para enfrentar el choque externo que representó la crisis (Montoro y Rojas-Suárez, 2012). La rápida recuperación del ritmo de crecimiento económico tras la recesión de 2009 confirma, según este análisis, que los países utilizaron sus

instrumentos de política económica de forma anticíclica con éxito. Además, estos análisis se apresuran a validar la idea de que unas políticas fiscales y monetarias prudentes pueden permitir a una economía afrontar con éxito los choques externos y que, por tanto, estas son las políticas que deben seguirse.

A continuación, se argumenta que la política fiscal sigue funcionando con importantes limitaciones, aunque con resultados diferentes en cada una de las economías analizadas. Más aún, la resistencia de los flujos de crédito reales se debe a los elevados niveles de entrada de capital, que a su vez generan elevadas salidas de renta financiera. Por lo tanto, no fue la política fiscal la que permitió una rápida recuperación del crecimiento económico en las tres economías estudiadas, sino el fuerte repunte de los precios de exportación y las masivas entradas de Inversión Extranjera Directa (IED) y de los flujos en capital de cartera.

La deuda pública externa ha crecido más lentamente o incluso ha disminuido en los últimos años, especialmente en el contexto de la apertura financiera y la creciente posición de los no residentes de la deuda pública interna. La deuda pública externa con relación al PIB ha disminuido en estos años de crecimiento, tanto en Brasil como en Argentina, en este último caso debido en gran parte a la mencionada reestructuración de la deuda pública externa. Sin embargo, a partir de 2009 los flujos de deuda pública externa de México y Brasil volvieron a crecer. Además de que, Brasil, a diferencia de México y Argentina, mantiene una importante deuda externa privada.

Las entradas de IED crecieron a tasas aceleradas después de 2004 en los tres países, pero cayeron casi 40% sólo en 2009, para volver a crecer con mayor dinamismo, sobre todo en Brasil, pero también en Argentina en menor medida. Al mismo tiempo, las entradas de inversión de cartera comenzaron a caer en 2008, pero se recuperaron en 2009 en Brasil y México y en 2010 en Argentina (CEPAL, 2009, 2011).

Según el FMI (2012), el financiamiento externo en bonos, acciones y préstamos para estos tres países supuso una media de dos puntos porcentuales del PIB durante estos años de crecimiento económico. A pesar de su caída en 2008, en 2010 estas entradas aumentaron hasta casi tres puntos porcentuales del PIB e incluso más en el caso de Brasil.

La expansión de las entradas de capital directo o de inversión de cartera y una mayor cantidad de deuda interna en manos de no residentes, son esenciales para proporcionar liquidez a la creciente cantidad de rentas financieras transferidas desde estos países, principalmente a través de empresas y bancos. Las transferencias brutas de rentas al exterior (incluyendo el pago de intereses, dividendos y ganancias) desde Brasil cayeron en 2009 para volver en 2011 a niveles históricos máximos en términos reales, alcanzando el 2.3% del PIB. Las mismas transferencias de renta en el caso de México cayeron desde sus máximos históricos en 2008, pero siguieron bajando en 2011, cuando registraron un 2.1% del PIB. Así como Argentina desde 2004 ha sido capaz de disminuir estas transferencias desde sus niveles máximos históricos en 2000. Sin embargo, volvieron a aumentar en 2009 y se encaminaron a alcanzar el 3.5% del PIB en 2011 (CEPAL, 2011).

Los precios de las exportaciones también cayeron en las tres economías estudiadas en 2009, aunque se recuperaron en los años siguientes. El sector exportador es estratégico no sólo porque atrae la entrada de divisas, sino también por su alta rentabilidad: es uno de los segmentos más importantes de estas economías, particularmente de Argentina y México, donde las exportaciones representan el 25% y el 33% del PIB, respectivamente.

Prácticamente toda la literatura especializada señala la importancia del aumento de los flujos financieros resultantes del aumento en los precios de las exportaciones de materias primas. La recuperación de estos precios fue muy evidente en los casos de Argentina y Brasil, y menor en México. En Argentina, en 2011 se

registró un superávit comercial de más de tres puntos porcentuales del PIB (CEPAL, 2012).

En la economía argentina, el crédito interno al sector privado comenzó a crecer con la reestructuración de la deuda pública externa. Al mismo tiempo, la deuda externa privada fue disminuyendo, aumentando sólo en 2007 y 2008. Además, la tasa de interés real de esa deuda disminuyó significativamente e incluso alcanzó niveles negativos durante estos años de crecimiento. En la economía mexicana, sin embargo, el crédito interno al sector privado aumentó, al igual que la deuda privada externa.

Brasil tiene una de las tasas de interés reales más altas de las tres grandes economías de la región. Aunque se redujo durante los años de crecimiento económico, en 2010 todavía estaba por encima del 30% anual (CEPAL, 2012). Sin embargo, el crédito interno al sector privado siguió creciendo rápidamente a partir de 2004, al igual que el crédito externo al sector privado, que actualmente se sitúa cerca del 10% del PIB (Banco Mundial, 2012).

Durante la crisis global, los sucesivos episodios de intensas crisis financieras y la expansión de los conglomerados financieros globales (o empresas financieras "demasiado grandes para quebrar"), han llevado también a la expansión de la crisis desde las sedes de los bancos a las filiales en todo el mundo. Así, las subsidiarias latinoamericanas de los conglomerados financieros españoles y estadounidenses han priorizado el envío de dividendos a las sedes centrales por encima de cualquier otra actividad. Ejemplos de este tipo de estrategia llevada a cabo a través de las filiales pueden verse claramente con Lehman Brothers (Black, 2010) y Repsol-YPA (De Vido y Kicillof, 2012).

El gasto público en Argentina aumentó nueve puntos porcentuales del PIB entre 2003 y 2011; durante el mismo período, los ingresos fiscales crecieron ocho puntos porcentuales y cayeron menos de un punto porcentual en 2009. En realidad, desde la renegociación de

su deuda externa, el Gobierno argentino ha podido llevar a cabo una política fiscal menos restrictiva, e incluso se considera que ha mantenido un saldo general positivo (que fluctúa en torno a un punto porcentual del PIB). En 2011, Argentina alcanzó su mayor nivel de gasto público de los últimos veinte años.

En general, Argentina ha construido una nueva dinámica, financiando la inversión liberando, en proporción al gasto público, del espacio fiscal producido por el menor pago de intereses; el aumento en los precios de las exportaciones; y el crecimiento del crédito interno, proporcionado principalmente por los bancos públicos, que han reducido significativamente los tipos de interés.

Hay una dinámica diferente en la última etapa del crecimiento económico de Brasil. El gasto de los niveles de gobierno combinados de Brasil aumentó en un punto porcentual como proporción del PIB, durante el período 2003-11 (Banco Central do Brasil, 2012). Los ingresos fiscales también aumentaron un punto porcentual. En realidad, y como se mencionó anteriormente, los ingresos de la seguridad social representan casi el 25% del total de los ingresos federales y son una proporción creciente de los ingresos totales, con flujos anuales de casi el 6% del PIB. Durante el período 2003-11, el balance general del sector público mantuvo una tendencia de déficit moderado (en promedio de 2.5% del PIB) y un superávit presupuestario primario (en promedio de 3.3% del PIB). La carga de los pagos de intereses sobre el gasto público ha seguido siendo pesada: dichos pagos duplican los de México y Argentina.

Por lo tanto, para Brasil, a diferencia de Argentina, los costos financieros del sector público siguen siendo muy elevados, y los tipos de interés reales tanto del sector público como del privado también siguen siendo extremadamente elevados (CEPAL, 2011). La notable mejora en el precio de las exportaciones y el crecimiento del crédito interno proporcionado principalmente por los bancos públicos, han dado apoyo al crecimiento económico, al

igual que la política fiscal, todavía muy restrictiva, aunque en un grado mucho menor. Las inversiones extranjeras directas, además de las inversiones extranjeras de cartera y las asignaciones de bonos nacionales, han alcanzado niveles espectaculares en Brasil desde el comienzo de la crisis financiera y, de hecho, no tienen precedentes en la historia de América Latina. Este dinamismo parece ser una justa compensación a una política fiscal estable. Sin embargo, estas entradas van acompañadas de salidas de renta extraordinarias, que sólo en 2011 alcanzaron los 60 mmdp. El comportamiento procíclico de estos flujos de entrada y sus rentas, ha creado una frágil dinámica de crecimiento en la región durante décadas (Correa, 2008).

México ha seguido una dinámica diferente durante los años de crecimiento. El gasto del sector público aumentó en dos puntos porcentuales del PIB, pero los ingresos fiscales apenas mantuvieron sus niveles originales y representan la mitad del nivel alcanzado por Argentina y Brasil, medido en relación al PIB. El saldo global del balance de Gobierno ha sido negativo (en promedio, a menos de 1% del PIB), mientras que el saldo primario ha sido ligeramente positivo (también, a menos del 1% del PIB).

El crecimiento del crédito interno, incluida la deuda pública interna, la modesta recuperación del precio de las exportaciones (CEPAL, 2012) y las entradas de IED y de cartera, han sido los principales pilares del apoyo financiero al débil crecimiento económico de México, que es, con mucho, la economía más anémica de las tres economías examinadas. La política fiscal tampoco ha sido un componente del crecimiento en estos años. Incluso, de los tres países estudiados, México tuvo la peor caída del crecimiento en 2009 debido a su pobre y tardía respuesta a la crisis financiera mundial. El logro más destacado del gobierno ha sido la práctica supresión de la política fiscal como instrumento para promover el crecimiento, un aspecto destacado por las

agencias de calificación, los inversores extranjeros, el G-20 y el FMI.

### **Comentarios finales**

Los obstáculos institucionales a una política fiscal activa han sido uno de los mayores problemas en el desempeño de la política fiscal, tanto a corto plazo en forma de políticas contracíclicas, como a medio plazo como parte de las políticas de desarrollo. Tanto Brasil como México mantienen políticas fiscales restrictivas. En el primer caso, el apoyo al crecimiento económico se basa en la expansión del crédito interno, proporcionado principalmente a través de los bancos públicos, y en la inversión extranjera de cartera y directa; en el segundo caso, el apoyo es una combinación de entradas de capital y exportaciones. En ninguno de los dos casos el comportamiento de la política fiscal puede explicar la vuelta al crecimiento económico tras la recesión de 2009. El caso de Argentina es muy diferente, dado que la renegociación de la deuda externa brindó la oportunidad de un aumento sostenido y sustancial del gasto público no financiero. El estímulo sostenido a la demanda y las menores rentas financieras (utilidades, dividendos e intereses) pagadas a los inversionistas extranjeros, además del crecimiento de las exportaciones, abrieron el camino para la implementación de políticas fiscales. También se han eliminado algunas de las limitaciones institucionales, como pone de manifiesto la vuelta al anterior sistema de seguridad social de contribuciones solidarias.

La nueva oleada de crisis financieras que ha surgido con la agudización de la crisis europea traerá consecuencias imprevisibles, pero seguramente serán significativas para las economías de la región, sobre todo en lo que se refiere a los importantes y variados vínculos entre estos tres países y la economía española y sus mayores bancos.

En la crisis financiera mundial, América Latina ha desempeñado un papel importante, ya que las economías de México y Brasil han sido importantes proveedores de rentas para los bancos, los inversores institucionales y las empresas no financieras. Por poner un ejemplo, el Banco Bilbao Vizcaya Argentaria (BBVA) lleva años reportando que el 35% de sus ganancias globales proceden de México (BBVA, 2012; CNBV, 2012), mientras que Santander tiene que agradecer a la economía brasileña alrededor del 28% de su rentabilidad (Santander, 2011).

Los nuevos gobiernos de las economías sudamericanas siguen registrando triunfos electorales gracias a organizaciones y programas de una izquierda amplia que han sido efectivamente críticos con las políticas neoliberales. Sin embargo, en el ámbito de la política fiscal, los gobiernos han seguido en gran medida el paradigma dominante, y el crecimiento de estas economías (con pocas excepciones, como Argentina) sigue restringido por la aplicación de amplias medidas de austeridad.

## Referencias

- Anaya Mora, L.M. 2007. “La banca de desarrollo en Mexico” (The Developing Bank in Mexico). Working paper series no. 190. Economic Commission for Latin America and the Caribbean. [www.eclac.org/publicaciones/xml/9/28069/lcl2729e.pdf](http://www.eclac.org/publicaciones/xml/9/28069/lcl2729e.pdf).
- Asociación Internacional de Organismos de Supervisión de Fondos de Pensiones (AIOS) (International Association of Pension Funds Supervisory Organizations). 2010. Bulletin no. 24 (December). [www.aiosfp.org/estudios\\_publicaciones/estudios\\_pub\\_boletin\\_estadistico.shtml](http://www.aiosfp.org/estudios_publicaciones/estudios_pub_boletin_estadistico.shtml).
- Arestis, P., y M. Sawyer. 2004. “On the Effectiveness of Monetary Policy and Fiscal Policy.” *Review of Social Economy* 62, no. 4: 441–63.
- Banco Bilbao Vizcaya Argentaria (BBVA). 2012. Annual Report. <http://shareholdersandinvestors.bbva.com/TLBB/micros/informes201>

[1/en/Consolidatedfinancialstatements/Consolidatedincomestatemnts.html](#).

- Banco Central do Brasil. 2012. Indicadores economicas consolidados (Consolidated Economic Indicators). [www.bcb.gov.br/?Indeco/](http://www.bcb.gov.br/?Indeco/).
- Beck, T.; J.M. Crivelli; y W. Summerhill. 2005. “State Bank Transformation in Brazil’s Choices and Consequences.” Policy Research Working Paper Series 3619, World Bank, Washington, DC.
- Black, W. 2010. “Lecciones regulatorias de la quiebra de Lehman Brothers.” (Regulatory Lessons of the Failure of Lehman Brothers). *Ola Financiera*, no. 7: 1–40.  
[www.olafinanciera.unam.mx/new\\_web/07/index.html](http://www.olafinanciera.unam.mx/new_web/07/index.html)
- CEPAL (Economic Commission for Latin America and the Caribbean). 2009. Balance preliminar de las economías de América Latina y el Caribe (Interim Report on the Economies of Latin America and the Caribbean). [www.eclac.cl/cgi-bin/getProd.asp?xml=/publicaciones/xml/2/38062/P38062.xml&xsl=/de/tpl/p9f.xsl](http://www.eclac.cl/cgi-bin/getProd.asp?xml=/publicaciones/xml/2/38062/P38062.xml&xsl=/de/tpl/p9f.xsl).
- ———. 2011. Balance preliminar de las economías de América Latina y el Caribe. (Interim Report on the Economies of Latin America and the Caribbean). [www.eclac.org/cgi-bin/getProd.asp?xml=/publicaciones/xml/1/45581/P45581.xml&xsl=/de/tpl/p9f.xsl&base=/tpl/top-bottom.xsl](http://www.eclac.org/cgi-bin/getProd.asp?xml=/publicaciones/xml/1/45581/P45581.xml&xsl=/de/tpl/p9f.xsl&base=/tpl/top-bottom.xsl).
- ———. 2012. “Balance preliminar de las economias de America latine del Caribe.”, en: [www.eclac.org](http://www.eclac.org)
- Clarke, G.R.G., y R. Cull. 1998. “The Political Economy of Privatization: An Empirical Analysis of Bank Privatization in Argentina.” World Bank, working paper WP 51962, Washington, DC.
- Chong, A., y J. Benavides. 2007. “Privatization and Regulation in Latin America.” In *The State of State Reform in Latin America*, ed. E. Lora, 263–289. Washington, DC: IADB-Stanford University Press.
- Comisión Nacional Bancaria de Valores (CNBV). 2012. Bank Statistical Report, México.  
[www.cnbv.gob.mx/bancos/paginas/informacionestadistica.aspx?Page\\_d=TRUE&p\\_FSOBJType=0&p\\_ID=241&p\\_Fecha=20120322%2006](http://www.cnbv.gob.mx/bancos/paginas/informacionestadistica.aspx?Page_d=TRUE&p_FSOBJType=0&p_ID=241&p_Fecha=20120322%2006)

[%3a00%3a00&View={644371EC-A3C1-4335-84A1-0B7CE0B32E97}&PageFirstRow=6/.](#)

- Correa, E. 1999. “Liberalización y crisis financiera” (Liberalization and Financial Crisis). *Comercio Exterior* 49, no. 1: 54–61.
- ———. 2008. “Financiamiento, vulnerabilidad e inserción financiera externa de América Latina” (Financing, Vulnerability and External Financial Position of Latin America), en: *América Latina y Desarrollo: Estructura, Inserción Externa y Sociedad* (Latin America and Development: Structure, External Position and Society), ed. E. Correa, J. Déniz, and A. Palazuelos, 173–192. Madrid: Akal.
- ———. 2010. “América Latina: el superávit fiscal un obstáculo al financiamiento del desarrollo” (Latin America: The Fiscal Surplus an Obstacle to the Financing of Development), en: *Desarrollo y transformación: Opciones para América Latina* (Development and Transformation: Options for Latin America), ed. G. Vidal, A. Guillén, and J. Déniz, 111–123. Madrid: Fondo de Cultura Económica.
- Daughters, R., y L. Harper. 2006. “Fiscal and Political Decentralization Reforms.” In *The State of State Reform in Latin America*, ed. E. Lora, 213–260. Washington, DC: IADB-Stanford University Press.
- De Vido, J., y A. Kicillof. 2012. Informe Mosconi (Mosconi Report). Buenos Aires: Ministerio de Economía y Finanzas. [www.mecon.gov.ar/wp-content/.../Informe-MOSCONI-v12-modif.pdf](http://www.mecon.gov.ar/wp-content/.../Informe-MOSCONI-v12-modif.pdf).
- Echaberría, K., y J.C. Cortázar. 2006. “Public Administration and Public Employment Reform in Latin America.” In *The State of State Reform in Latin America*, ed. E. Lora, 123–155. Washington, DC: IADB-Stanford University Press.
- File, G., y C. Scartascini. 2006. “Budgetary Institutions.” In *The State of State Reform in Latin America*, ed. E. Lora, 157–184. Washington, DC: IADB-Stanford University Press.
- Gavin, M., y E. Perotti. 1997. “Fiscal Policy in Latin America.” In *NBER Macroeconomics Annual 1997*, vol. 12, ed. Ben Bernanke and Julio Rotemberg, 11–72. Cambridge: MIT Press.
- Gavin, M., et al. 1996. “Managing Fiscal Policy in Latin America.” Inter-American Development Bank working paper 325. Giambiagi, F.,

- and M. Ronci. 2004. "Fiscal Policy and Debt Sustainability: Cardoso's Brazil, 1995–2002." Working Paper WP/04/156, International Monetary Fund, Washington, DC.
- Guriev, S., y W. Megginson. 2005. "Privatization: What Have We Learned?" Paper presented at the World Bank's Annual Bank Conference on Development Economics, St. Petersburg, January. [www.worldbank.org](http://www.worldbank.org).
  - Hawley, D. 2012. "Transcript of a Press Briefing by David Hawley, Deputy Director, External Relations Department." International Monetary Fund, Washington, DC.  
[www.imf.org/external/np/tr/2012/tr051712.htm](http://www.imf.org/external/np/tr/2012/tr051712.htm).
  - International Monetary Fund (IMF). 2012. "Global Financial Stability Report." [www.imf.org/external/pubs/ft/gfsr/2012/01/index.htm](http://www.imf.org/external/pubs/ft/gfsr/2012/01/index.htm).
  - Kaplan, M. 2002. *Estado y globalización (State and Globalization)*, México, IJUNAM.
  - Kregel, J. 2008. "The Discrete Charm of the Washington Consensus." Working Paper no. 533, Levy Economics Institute of Bard College, Annandale-on-Hudson, NY.
  - Laeven, L., y F. Valencia. 2008. "Systemic Banking Crises: A New Database." Research Department working paper WP 08224, International Monetary Fund, Washington, DC.
  - Lapavitsas, C.; A. Kaltenbrunner; D. Lindo; J. Meadway; J. Michell; J.P. Paineira; E. Pires; J. Powell; A. Stenfors; N. Teles; y L. Vatikiotis. 2011. "Breaking Up? A Route Out of the Eurozone Crisis." Research on Money and Finance, Occasional Report no. 3, London.
  - Liautaud, G. 2004. "Maintaining Roads: Experience with Output-Based Contracts in Argentina." World Bank. <http://rru.worldbank.org/Documents/Other/09ch4.pdf>.
  - Lichtensztejn, S. 1984. "De las políticas de estabilización a las políticas de ajuste" (From Stabilization Policies to Policy Adjustment). *Revista Economía de América Latina* 4, no. 8: 72–94.
  - ———. 2009. "Una aproximación metodológica al estudio de la internacionalización financiera de América Latina" (A Methodological Approach to the Study of the Financial Internationalization of Latin America). *Ola financiera*, no. 2: 137–186.

[http://www.olafinanciera.unam.mx/new\\_web/02/index.html](http://www.olafinanciera.unam.mx/new_web/02/index.html)

- ————. 2010. Fondo Monetario Internacional y Banco Mundial: Instrumentos del poder financiero (International Monetary Fund and the World Bank: Instruments of Financial Power). México: Ed. Universidad Veracruzana.
- Lora, E. 2007. “Trends and Outcomes of Tax Reforms.” In *The State of State Reform in Latin America*, ed. E. Lora, 185–212. Washington, DC: IADB-Stanford University Press.
- Martner, R., y E. Aldunate. 2005. “Política fiscal y protección social” (Fiscal Policy and Social Protection). ILPES-CEPAL [www.eclac.org/publicaciones/xml/9/24239/sgp53.PDF](http://www.eclac.org/publicaciones/xml/9/24239/sgp53.PDF).
- Martner, R., y V. Tromben. 2003. “Tax Reforms and Fiscal Stabilization in Latin America.” Paper presented at Banca d’Italia, Tax Policy Conference, 5th Public Finance Workshop, Bank of Italy, Perugia, Italy, April 3–5.
- Minsky, H.P. 1986/2008. *Stabilizing an Unstable Economy*. New York: McGraw-Hill.
- Montoro, C., y L. Rojas-Suárez. 2012. “Credit at Times of Stress: Latin American Lessons from the Global Financial Crisis.” Bank for International Settlement, BIS working papers no. 370, Basel. [www.bis.org/publ/work370.pdf](http://www.bis.org/publ/work370.pdf).
- Nelson, J. 1991. *Coaliciones frágiles: La política de ajuste económico* (Fragile Coalitions: The Politics of Economic Adjustment). México: Cemla-Serfin.
- Ocampo, J.A. 2005. “Más allá del Consenso de Washington: una agenda de Desarrollo para América Latina” (Beyond the Washington Consensus: A Development Agenda for Latin America). Serie de Estudios y Perspectivas no. 26. [www.eclac.org/cgi-bin/getProd.asp?xml=/publicaciones/xml/9/20759/P20759.xml&xsl=/mexico/tpl/p9fxsl&base=/tpl-f/top-bottom.xslt](http://www.eclac.org/cgi-bin/getProd.asp?xml=/publicaciones/xml/9/20759/P20759.xml&xsl=/mexico/tpl/p9fxsl&base=/tpl-f/top-bottom.xslt).
- Parguez, A. 2009. “Beyond the Veil of the Financial Crisis: The Butterfly Theorem or How to Reconstruct Out of a Genuine New “New Deal” a Stable Long-Run True Growth.” Paper presented at the Fourth Post-Keynesian Conference on Rethinking Economic Policies and Redefining the Architecture and Governance of International Finance, University of Bourgogne, Dijon, France, December 10–12.

- Rochon, L.P., y M. Seccareccia, ed. 2003. *Dollarization: Lessons from Europe and the Americas*. London/New York: Routledge.
- Rojas-Suarez, L. 2010. “The International Financial Crisis: Eight Lessons for and from Latin America.” Working Paper no. 202, Center for Global Development, Washington, DC.  
[www.cgdev.org/content/publications/detail/1423709/](http://www.cgdev.org/content/publications/detail/1423709/).
- Santander. 2011. Annual Review. Recuperado de:  
[https://www.annualreports.com/HostedData/AnnualReportArchive/b/NYSE\\_STD\\_2011.pdf](https://www.annualreports.com/HostedData/AnnualReportArchive/b/NYSE_STD_2011.pdf)
- Shaoul, J. 2005. “The Private Finance Initiative or the Public Funding of Private Profit?” In *The Challenge of Public Private Partnerships: Learning from International Experience*, ed. G. Hodge and C. Greve, 190–206. London: Edward Elgar.
- Stallings, B., y R. Studart. 2003. “Financial Regulation and Supervision in Emerging Markets: The Experience of Latin America Since the Tequila Crisis.” ECLAC.  
[www.eclac.org/cgi-bin/getProd.asp?xml=/publicaciones/xml/4/12214/P12214.xml&xsl=/tpl-i/p9f.xsl&base=/socinfo/tpl-i/top-bottom.xslt](http://www.eclac.org/cgi-bin/getProd.asp?xml=/publicaciones/xml/4/12214/P12214.xml&xsl=/tpl-i/p9f.xsl&base=/socinfo/tpl-i/top-bottom.xslt).
- ———. 2006. “Financiamiento para el desarrollo: América Latina desde una perspectiva comparada” (Financing for Development: Latin America from a Comparative Perspective). ECLAC.  
[www.eclac.org/cgi-bin/getProd.asp?xml=/publicaciones/xml/0/27230/P27230.xml&xsl=/tpl/p9f.xsl&base=/publicaciones/top\\_publicaciones.xsl#](http://www.eclac.org/cgi-bin/getProd.asp?xml=/publicaciones/xml/0/27230/P27230.xml&xsl=/tpl/p9f.xsl&base=/publicaciones/top_publicaciones.xsl#/).
- Talvi, E., y C.A. Vegh. 2000. “Tax Base Variability and Procyclical Fiscal Policy.” NBER working paper 7499, National Bureau of Economic Reports, Cambridge, MA.
- Vicher, D. 2010. “Derechos de propiedad y costos de transacción en la administración pública” (Property Rights and Transaction Costs in Public Administration). *Ola Financiera*, no. 5: 102–126.  
[www.olafinanciera.unam.mx/new\\_web/05/index.html](http://www.olafinanciera.unam.mx/new_web/05/index.html).
- Vidal, G. 2001. *Privatizaciones, fusiones, y adquisiciones: Las grandes empresas en América Latina (Privatizations, Mergers and Acquisitions: The Major Firms in Latin America)*. Barcelona: Antropos.

- Williamson, J. 1990. Latin American Adjustment: How Much Has Happened? Washington, DC: Institute for International Economics.
- World Bank. 2012. World Development Indicators. <http://data.worldbank.org/country/>.
- World Bank Institute. 2012. Public-Private Partnerships Reference Guide, version 10. <http://wbi.worldbank.org/wbi/document/public-private-partnerships-reference-guideversion-10/>.