

La crisis global y sus implicaciones para América Latina (DT)

Ramiro Albrieu y José María Fanelli

Área: Economía y Comercio Internacional / RIBEI
Documento de Trabajo 40/2010
21/12/2010

La crisis global y sus implicaciones para América Latina (DT)

*Ramiro Albrieu y José María Fanelli**

(1) Introducción¹

La crisis financiera internacional que se desató tras la caída de Lehman Brothers marcó un antes y un después en la economía global. La crisis apartó a la economía mundial del sendero de alto crecimiento que venía transitando para colocarla de manera abrupta en un sendero cuyas características distintivas son los desbalances sistémicos y la incertidumbre monetaria y financiera. Cuando se echa una mirada a las cifras, el efecto impacto de la crisis no deja de sorprender. Hasta la crisis el desempeño era envidiable: con una tasa de expansión anual mayor en un punto y medio al registro de décadas anteriores, la magia del interés compuesto hizo que la economía global se expandiera bien por encima del patrón histórico: mientras en el período 2000-2008 el PIB mundial creció un 50%, en los 80 y los 90 lo había hecho entre un 25% y un 30%. Después del colapso de los mercados financieros de alto riesgo en EEUU a fines de 2008, en cambio, la economía mundial se contrajo casi un 1% en 2009.

La evolución de América Latina no fue ajena a estos vaivenes. Entre 2003 y 2008 el producto por habitante se expandió de manera sistemática en todos los años y a una tasa promedio del 4% anual. De la mano de este fuerte crecimiento, la región estuvo en condiciones de retomar el proceso de convergencia con las economías avanzadas que se había revertido desde la crisis de la deuda de 1982. Una característica remarcable fue que la expansión fue bastante generalizada. Por ejemplo, todos los países de América Latina y el Caribe registraron un crecimiento positivo en el bienio 2007-2008. Habría que remontarse al fin de la década de los sesenta para encontrar un desempeño similar. Al igual que en el resto del mundo, la crisis internacional puso fin a esta etapa de alto crecimiento: el PIB por habitante regional se contrajo un 2,9% en 2009.

La crisis financiera y sus secuelas han cambiado radicalmente el escenario internacional y ese cambio está reclamando respuestas adaptativas en el plano de las políticas e institucional. Este trabajo se propone, justamente, reflexionar sobre las implicancias de las mudanzas del escenario global para América Latina. Con tal propósito se analizan tanto los efectos impacto de las turbulencias financieras de fines de 2008 como las

* *Ramiro Albrieu y José María Fanelli*

Investigadores del Centro de Estudios de Estado y Sociedad (CEDES), Buenos Aires.

¹ Trabajo presentado en la Primera Conferencia Internacional de la Red Iberoamericana de Estudios Internacionales (RIBEI) en Buenos Aires, Argentina, el 19 de noviembre de 2010. Los autores desean agradecer los comentarios de los participantes de dicha conferencia por los sugerentes comentarios.

consecuencias de la recuperación posterior. Se pone el énfasis en la evaluación del tamaño y características de los *shocks* externos que recibió la región, la vulnerabilidad a esos *shocks* y las respuestas de política.

El trabajo consta de tres secciones. En la sección II se estudian los mecanismos que operaron como canales de transmisión de la crisis hacia la región así como el desempeño relativo de las economías latinoamericanas en el período de recuperación posterior. Un hecho muy relevante es que los desequilibrios de la economía global tuvieron consecuencias distintas sobre los países, dependiendo del tipo de inserción internacional. En el caso particular de América Latina, las heterogeneidades pueden captarse en gran medida dividiendo a la región en dos grandes grupos o subregiones: los países de América del Sur (LAS), ricos en recursos naturales, y el resto (LAN), cuya inserción es más dependiente de factores como las remesas y la maquila. La sección III revisa el desempeño de la región (y las subregiones) en relación a su propia historia, discute si es cierto que, como se dice usualmente, “esta vez fue diferente”. El foco está en evaluar la significación de los *shocks*, la vulnerabilidad y la existencia de espacios de política para dar respuesta a los desequilibrios macroeconómicos. La sección IV presenta conclusiones y reflexiones sobre los desafíos del futuro.

(2) América Latina y la crisis *subprime*

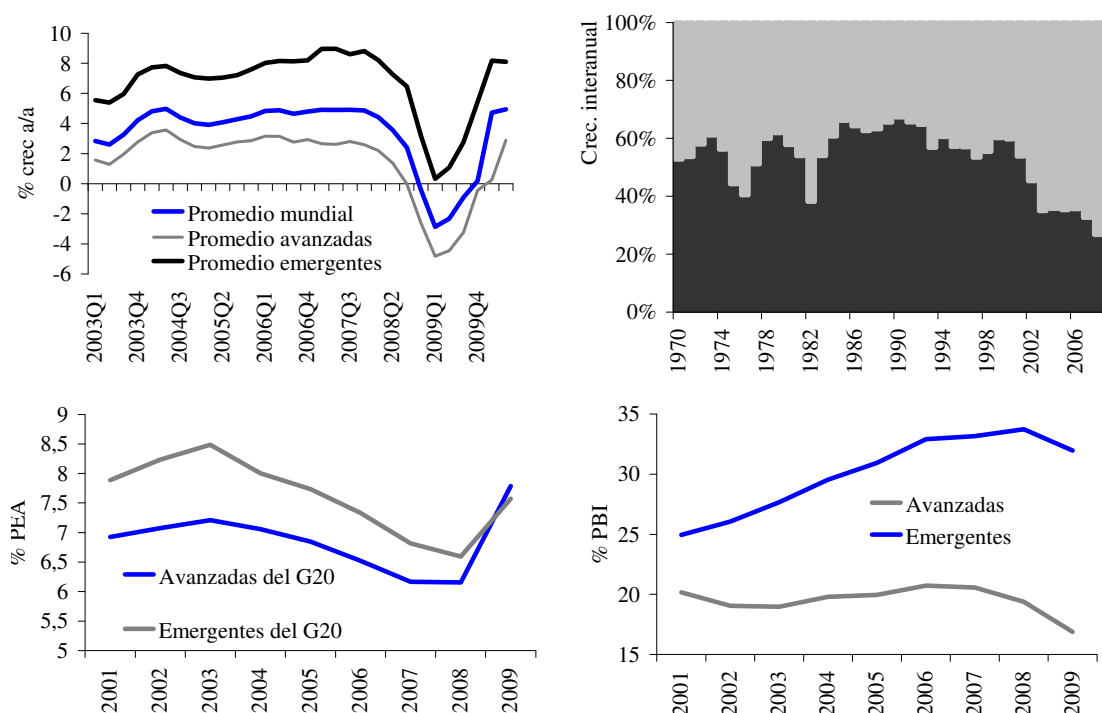
En esta sección presentamos evidencia sobre la magnitud y las repercusiones de la crisis global. En primer lugar mostramos los efectos sobre nivel de actividad y enfatizamos las diferencias entre el mundo avanzado y el emergente. En segundo lugar estudiamos los canales de contagio desde el epicentro en EEUU hacia el resto del mundo. Examinamos los canales tanto financieros como reales y ponemos el centro de atención en el caso de América Latina. Por último, evaluamos los efectos de la crisis y la recuperación en la región tomando como patrón de medida la evolución del nivel de actividad global y de otras regiones.

La crisis, el crecimiento y los canales de contagio

La inestabilidad global que disparó el colapso del mercado de hipotecas norteamericanas interrumpió, como ya se dijo, una dinámica de alto crecimiento en la economía mundial. Como se observa en el Gráfico 1a, el nivel de actividad global se contrajo un 0,6% en 2009, tras haber crecido a tasas cercanas al 4,4% al año entre 2003 y 2008. La fase recesiva se inició en el último trimestre de 2008 y se extendió hacia el segundo trimestre de 2009, para luego dar paso a la recuperación. Los países avanzados fueron los más afectados: registraron una contracción del 3,2% en dicho año. El crecimiento emergente, en cambio, no se movió hacia terrenos negativos a pesar de desacelerar fuertemente su crecimiento. El crecimiento pasó del 7,3% en 2003-2008 al 2,5% en 2009. Este desfase en el desempeño relativo se repitió en la recuperación, cuando el mundo emergente duplicó el registro de las economías avanzadas.

La tendencia a la reducción de la brecha de ingreso entre emergentes y desarrollados que se había manifestado en los dos mil no desaparece con la crisis. Como se exhibe en el Gráfico 1b, las economías emergentes, que aportaban un tercio del crecimiento económico durante los ochenta y principios de los noventa, explicaron casi dos tercios de la expansión en el nivel de actividad en el período 2003-2007. La evidencia sobre la crisis y la recuperación confirma hasta ahora la persistencia de múltiples velocidades (v. Canuto, 2010). El Fondo Monetario Internacional (FMI) estima que hacia 2012 las economías emergentes como un todo producirán más que las economías avanzadas.

Gráficos 1a, 1b, 1c y 1d. Los efectos reales y globales de la crisis *subprime*



(a) Tasas de crecimiento del PIB.

(b) Contribución al crecimiento global (negro: desarrolladas; gris: emergentes).

(c) Tasa de desempleo.

(d) Tasa de inversión.

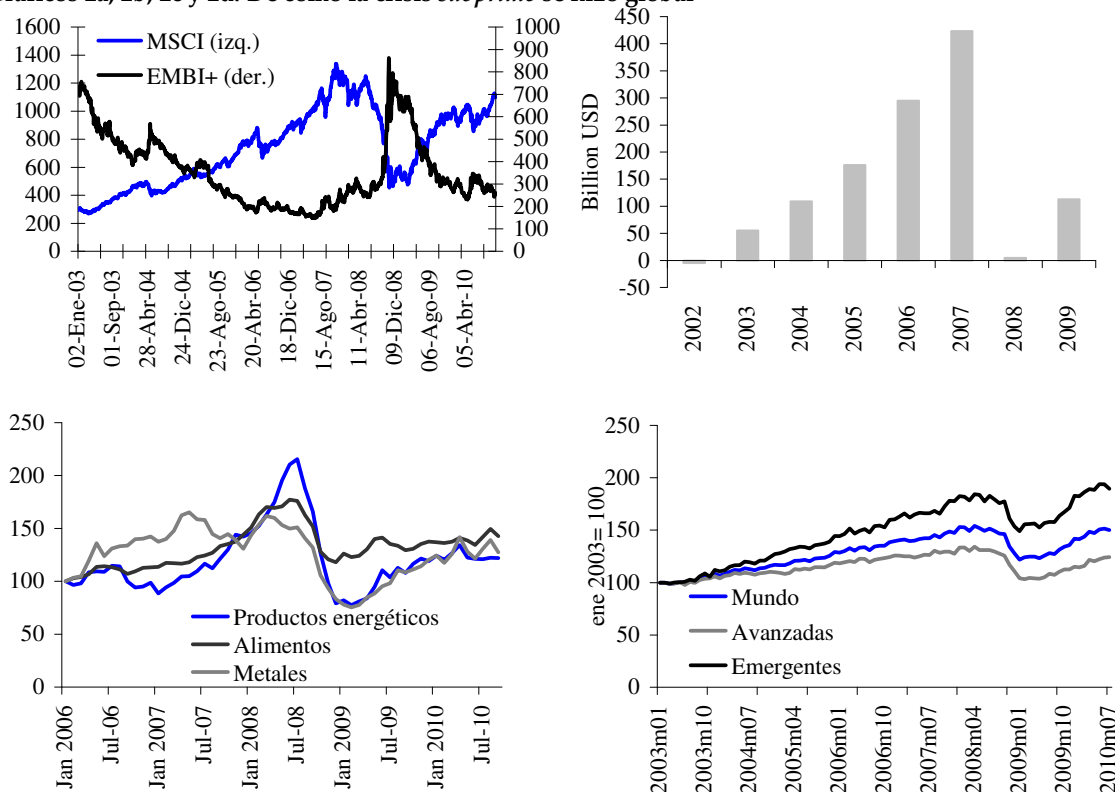
Fuente: elaboración propia en base a FMI y OECD.

La contracción en el nivel de actividad tuvo dos consecuencias de fundamental importancia para la economía real: la elevación en la tasa de desempleo (Gráfico 1c) y la caída en el ritmo de acumulación de capital físico (Gráfico 1d). Nuevamente, en las economías desarrolladas el efecto fue más fuerte: la tasa de desempleo pasó de 5,7% al 7,9% entre 2008 y 2009, de acuerdo a datos de la OCDE. El pico se registró en países europeos como España, Irlanda y Eslovaquia, donde la tasa de desempleo se ubicó cómodamente en los dos dígitos. El mundo emergente, que había combinado el mayor crecimiento con una marcada reducción en las tasas de desempleo, revirtió la tendencia con la llegada de la crisis. La tasa de inversión, indicador clave del producto máximo o potencial que una economía podrá generar en el futuro, se desplomó en 2009, tras

registrar picos en 2008 (del 33,5% y 20,2% del PIB en las economías emergentes y las avanzadas, respectivamente).

Los mecanismos de contagio de las turbulencias financieras norteamericanas hacia el resto del mundo fueron múltiples y abarcaron mecanismos tanto reales como financieros. Del lado de las finanzas, el efecto más directo se relacionó con la operación de los bancos globales en los mercados financieros de alto riesgo de otros países, aunque el contagio se limitó a países desarrollados como Alemania y los Países Bajos (Acharya y Schnabl, 2010). En cambio, la transmisión fue más generalizada por otro canal: la reducción en el apetito global por el riesgo (v. FMI 2009a). El *repricing* de riesgo en los mercados emergentes implicó un salto en el *spread* que pasó de 280 puntos básicos en julio de 2008 a 860 hacia fines de octubre del mismo año (Gráfico 2a). Las bolsas de valores también acusaron impacto del descalabro global luego de haber registrado un boom en los meses previos.

Gráficos 2a, 2b, 2c y 2d. De cómo la crisis subprime se hizo global



(a) *Repricing* global del riesgo.

(b) Flujo de financiamiento a emergentes.

(c) Precio de *commodities*.

(d) Volumen de las exportaciones.

Fuente: elaboración propia en base a FMI, CPB y CEI.

Más allá del colapso en el precio de los activos, el mundo emergente también se vio afectado por la fuerte caída en el financiamiento externo. De acuerdo a las estimaciones del Instituto de Finanzas Internacionales que se presentan en el Gráfico 2b, el flujo de

financiamiento hacia las economías emergentes pasó de 423 billones de dólares en 2007 a sólo 4,5 billones en 2008. Este fenómeno de *sudden stop* en el financiamiento operó tanto a través de los mercados como a través de las instituciones bancarias. Esto es importante porque como se ve en la recuperación, los primeros son más volátiles y ajustan rápidamente a los cambios en el apetito por riesgo. Las instituciones bancarias, en cambio, proveen financiamiento más estable. Dicho de otra manera, que los flujos internacionales bancarios se hayan visto afectados nos habla de efectos persistentes de la crisis *subprime*.

Del lado real los mecanismos de contagio internacional también fueron variados. Un efecto contemporáneo a la crisis fue el colapso en el precio de las materias primas (Gráfico 2c). En los meses previos al descalabro global el precio de los productos energéticos y –en menor medida de los alimentos– experimentó una fuerte expansión, para luego derrumbarse con el “paro” global y el vuelo hacia la calidad (Caballero *et al.*, 2008). Para las economías exportadoras de materias primas, como muchas de las latinoamericanas, ello implicó una fuerte presión sobre la balanza de pagos, que ya presentaba tensiones del lado de la cuenta de capital por el descalabro de las finanzas.

Los efectos de mayor impacto estuvieron asociados, sin embargo, con la sincronizada y profunda caída en el volumen del comercio internacional. Las estimaciones del *Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis* que se exhiben en el Gráfico 2d hablan de una contracción del volumen de exportaciones cercana al 18% en el primer trimestre de 2009 con respecto al mismo período de 2008. La recuperación fue acompañada por una recomposición del comercio internacional más lenta que las finanzas, de manera que 2009 cerró con una caída del 14%. Nótese además el carácter global del *crash* comercial que se expresa en la alta correlación entre las exportaciones del mundo emergente y del mundo avanzado.

América Latina y los canales de transmisión de los desequilibrios globales

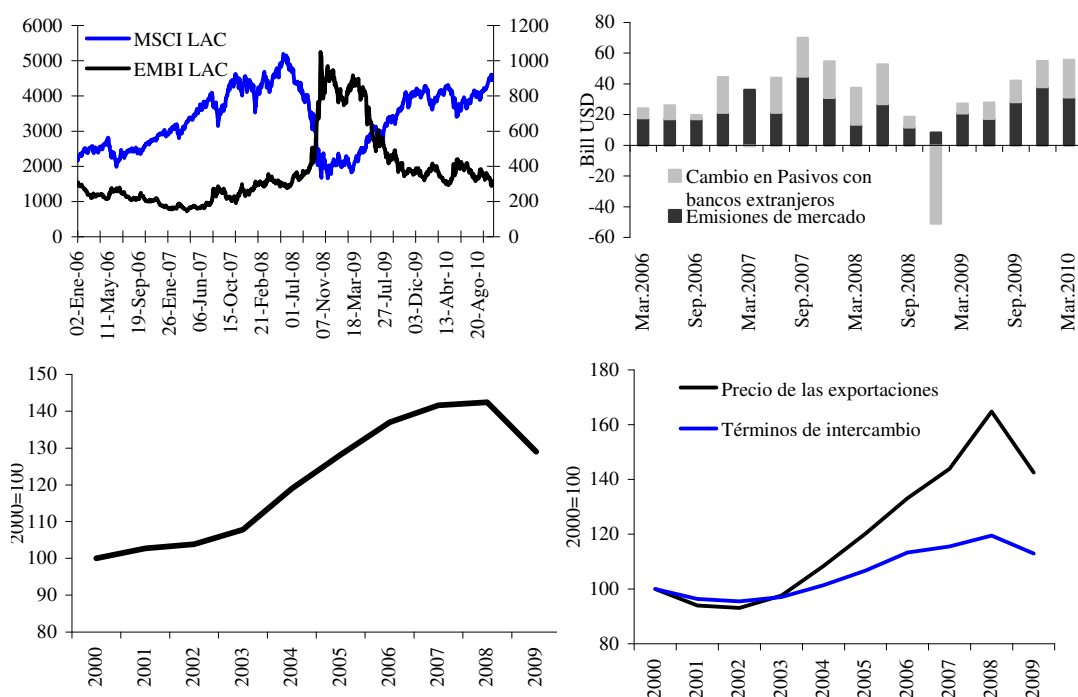
¿Qué ocurrió con el contagio en América Latina? Una rápida mirada a los acontecimientos atinentes al canal financiero muestra que el mismo fue considerable, aún cuando en muchos casos el efecto directo fue relativamente pequeño, habida cuenta del subdesarrollo financiero que caracteriza a la región. No obstante, las dos economías de mayor tamaño y dinamismo en términos de innovación financiera –Brasil y México– tuvieron problemas por la exposición cambiaria de grandes empresas a los mercados de derivados (Fahri y Zanchetta, 2009).

Un canal de contagio más generalizado fue el que operó vía incrementos en el coste del financiamiento externo, que fueron marcados en los primeros meses de la crisis (Gráfico 3a). Los gobiernos latinoamericanos, que a principios de 2008 pagaban por sus pasivos una tasa de entre dos y tres puntos por encima de la tasa que paga el tesoro de EEUU, vieron triplicarse dicha tasa en los meses siguientes. Dentro del grupo de las siete economías grandes (Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela; LAC7 en adelante) la peor evolución la mostraron Venezuela y Argentina. En este último país

los valores registrados por la prima de riesgo igualaron a los inmediatos previos al *default* de 2001-2002 mientras que en Venezuela esa variable se mantuvo sistemáticamente por encima de los 1000 puntos básicos. En el resto de los países de LAC7, en cambio, si bien el impacto de la crisis fue claramente discernible, una vez transcurrido el período de mayor turbulencia en los países desarrollados, el riesgo soberano comenzó una trayectoria descendente en consonancia con el movimiento de los emergentes como un todo.

El empeoramiento en las condiciones financieras externas se hizo sentir, también, bajo forma de racionamiento: muchos países de la región perdieron acceso a los mercados internacionales. Por un lado, los préstamos (sindicados y otros) provenientes de los bancos globales cayeron un 40% en el último trimestre de 2008 con respecto al mismo período de 2007 (Jara *et al.*, 2009). Este efecto se hizo sentir particularmente en países de América Central (que están agrupados junto a México en la subregión LAN), donde los sistemas financieros son intensivos en bancos y la penetración extranjera es alta (Swiston, 2010). Por otro lado, los mercados de deuda también colapsaron con la crisis global: si en el primer semestre de emitieron obligaciones por 40.000 millones de dólares, en la segunda mitad del año se emitieron sólo 18.000 millones. En la etapa de recuperación los mercados se recompusieron con relativa rapidez, aunque el financiamiento bancario reaccionó algo más tarde.

Gráficos 3a, 3b, 3c y 3d. El contagio a América Latina



- (a) *Repricing* del riesgo.
- (b) Financiamiento externo.
- (c) Volumen de exportaciones.
- (d) Precios del comercio exterior.

Fuente: elaboración propia en base a FMI, CEPAL, CPB y BIS.

Del lado del comercio, la crisis redujo dramáticamente la entrada de divisas por las ventas externas. En promedio, América Latina vio caer sus ingresos por exportaciones un 23% en 2009. El impacto no fue pequeño: representa la mayor caída desde la Gran Depresión (entre 1931 y 1932 las exportaciones se redujeron un 40% –Díaz Alejandro, 1985–). El colapso se dio tanto por una caída en las cantidades (que se redujeron un 11% –Gráfico 3c–) como en los precios (que explican el 11% restante de la caída en los ingresos totales –Gráfico 3d–).

El contagio vía comercio no fue estrictamente homogéneo. Los países especializados en materias primas básicas y en combustibles, que habían experimentado un *boom* de términos de intercambio en 2003-2007, fueron también los que registraron una caída mayor en los términos del intercambio. De hecho, para los países de América del Sur (la subregión LAS) tres cuartos de la caída en los ingresos por exportaciones se explica por la baja en el precio de las exportaciones (CEPAL 2010a). Los países del Mercado Común Centroamericano, importadores de combustible y exportadores de productos de la maquila, vieron aumentar sus términos de intercambio en 2009, al contrario de lo que había ocurrido en el período 2003-2007.

Dos diferencias adicionales entre los países de LAS y de LAN merecen destacarse por su rol determinante en cuanto a la magnitud del impacto de la crisis. La primera tiene que ver con la orientación geográfica de las exportaciones y la dinámica del crecimiento mundial. Hacia principios de la década de los 90 tanto el sur como el norte de América Latina tenían poco comercio con Asia: China como destino de exportaciones no alcanzaba al 1% de las ventas externas totales. Con la emergencia de Asia como locomotora del crecimiento mundial el comercio internacional cambió y en América Latina aparecieron heterogeneidades: mientras para los países de LAS Asia tomó una importancia creciente, no fue así en el caso de los LAN (siendo Costa Rica la excepción al respecto). Tanto es así que hacia 2008 un 9% de las exportaciones de LAS se dirigieron a China, mientras que sólo un 3% de las ventas de LAN tuvieron ese destino (Rosales, 2010). Por supuesto, fue clave la especialización relativa: la demanda mundial de materias primas está cada vez más ligada al crecimiento chino. De acuerdo con estimaciones del FMI, China representa un 28% de la demanda mundial de cobre, un 22% de la demanda de soja y un 9% de la demanda de petróleo; hace una década representaba 10%, 11% y 4%, respectivamente (FMI, 2010b).

El segundo factor diferencial se relaciona con el papel de las remesas en la dinámica de la balanza de pagos. En los países de LAN las transferencias provenientes de trabajadores residentes en EEUU es uno de los principales factores proveedores de divisas. De hecho, en países como Honduras, Haití y el Salvador el monto de las remesas ronda el 15%-20% del PIB y cerca de un 80% proviene de EEUU (Ratha y Shaw, 2007). En ese sentido, las perspectivas de la economía norteamericana en términos de demanda y empleo tienen fundamental importancia para estas economías.

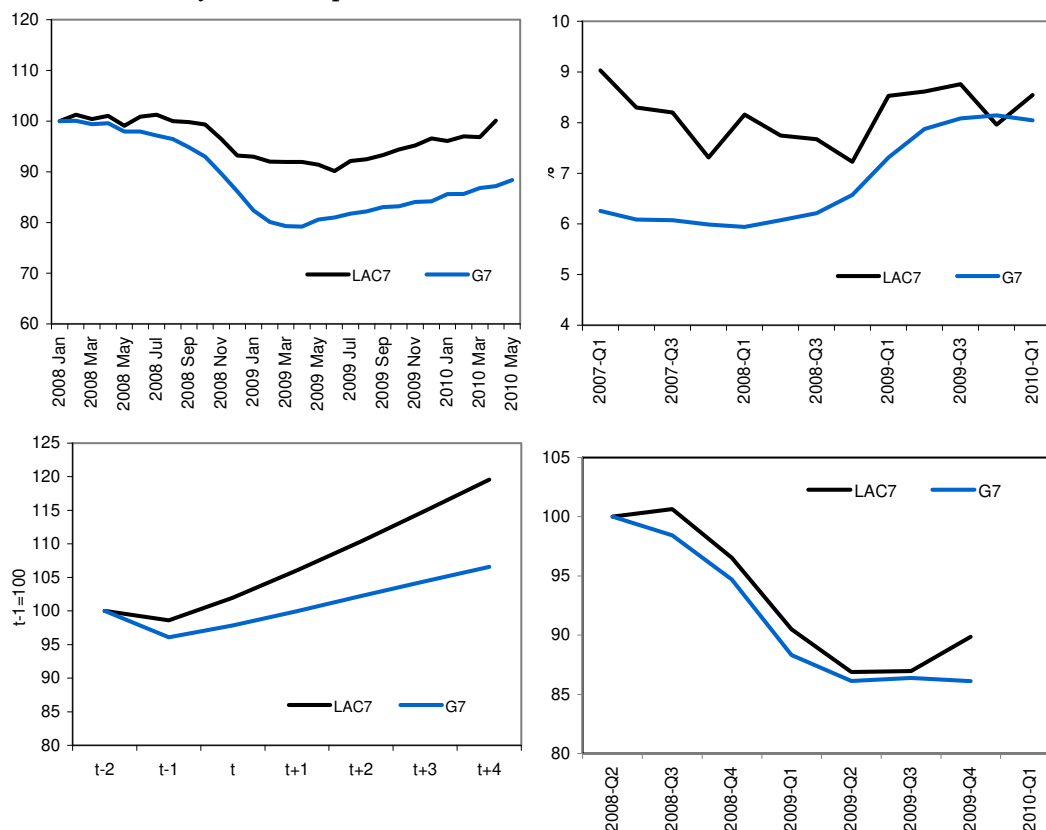
La crisis y la recuperación en América Latina

El desempeño macroeconómico de la región durante la crisis fue bastante positivo, tanto en relación con las demás regiones del mundo como con su propio pasado de inestabilidad, tema este último que discutiremos en la sección III.

El nivel de actividad fue afectado por la crisis, pero las consecuencias fueron menores a las observadas en las economías avanzadas. La actividad industrial, por ejemplo, se redujo un 11% en promedio en los países del grupo LAC7 entre septiembre de 2008 y mayo de 2009, mientras que en los países del G-7 la reducción fue del 18% (Gráfico 4a). En la región el país más afectado fue Brasil. En los meses siguientes la industria se recuperó a lo largo del mundo, pero aquí también aparecen diferencias a favor de la región: mientras en LAC7 el pico previo a la crisis se alcanzó hacia marzo de 2010, en las economías avanzadas la información preliminar de agosto de 2010 nos dice que esto no se ha logrado aún.

La instalación de fuertes tendencias recesivas tuvo, obviamente, efectos sobre variables que son sensibles desde el punto de vista social. La tasa de desempleo, como vimos más arriba, aumentó sustancialmente en los países ricos llegando a los dos dígitos en promedio hacia el último trimestre de 2010. En los países de la región el desempleo también aumentó como consecuencia de la crisis internacional, aunque en menor medida que en el mundo avanzado (Gráfico 4b y CEPAL y OIT, 2010). La evidencia sobre la recuperación, por otra parte, muestra que las tasas de desempleo en la región han continuado la trayectoria descendente que exhibían antes de la crisis, mientras que en las economías avanzadas los problemas de empleo aún persisten.

Gráficos 4a, 4b, 4c y 4d. Desempeño macroeconómico de América Latina durante la crisis



(a) Producción industrial.

(b) Tasa de desempleo.

(c) Pronóstico de PIB.

(d) Tasa de inversión.

Nota: LAC7 = Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela.

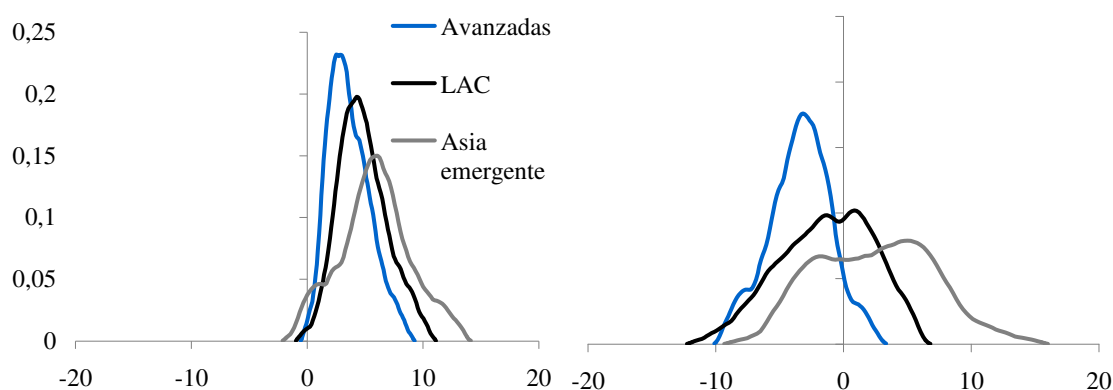
Fuente: elaboración propia en base a FMI, OECD y CEPAL.

¿Qué puede esperarse en relación al desempeño futuro de la región? Para evaluar esta pregunta recurrimos a las estimaciones del FMI (Gráfico 4c). Según las proyecciones, en consonancia con lo ocurrido hasta ahora, la recuperación será más rápida. Esto implica que se espera que se mantenga la dinámica de crecimiento liderada por los emergentes que comentamos más arriba. Esto tiene implicaciones para la convergencia macroeconómica entre regiones: entre 2003 y 2008 los países de la región se acercaron un 2% al año a los países avanzados, entre 2009 y 2010 se espera que lo hagan otro 1,5% al año y entre 2011 y 2015 un 1% al año. De cumplirse estos pronósticos, en algo más de una década la región habrá reducido en un cuarto la brecha que existía en 2003. La evidencia sobre tasas de inversión, como *proxy* del producto potencial futuro, es consistente con la hipótesis de una continuidad en el proceso de convergencia entre las regiones (Gráfico 4d).

¿Se ubicará definitivamente, entonces, la región en el pelotón de las economías emergentes dinámicas –que crecieron más en 2003-2008, cayeron menos durante la crisis y se espera que crezcan más– junto con algunos países africanos y el mundo asiático? Si bien esta pregunta podría contestarse afirmativamente, también hay que tomar en cuenta la gran heterogeneidad existente hacia dentro de los emergentes; un rasgo al que América Latina no es ajena. Más específicamente, Asia se destaca por encima del resto con claridad. Entre 2003 y 2008 la participación de los emergentes en el producto mundial pasó del 39% al 45%; de ese 6% adicional, un 4% fue explicado por el avance de Asia Emergente, mientras que América Latina aportó sólo un 0,3%. Durante la crisis *subprime* la divergencia se acrecentó: sólo Asia Emergente y en menor medida el Medio Oriente aumentaron su participación en el producto mundial.

Para echar algo más de luz sobre la cuestión de la heterogeneidad el Gráfico 5 muestra la función de distribución empírica de las tasas de crecimiento de los países de cada región, tanto en la fase expansiva (Gráfico 5a) como en la recesiva recientes (Gráfico 5b). Nótese allí que durante la expansión el crecimiento promedio en los países de Asia fue sensiblemente más alto que en América Latina, que a la vez superó el registro de las economías avanzadas. A medida que vamos considerando regiones de mayor crecimiento, también aparece más heterogeneidad. Con la llegada de la crisis, en tanto, las tasas de crecimiento promedio se redujeron marcadamente y sólo Asia Emergente se mantuvo en terreno positivo. Más allá del crecimiento en la heterogeneidad, lo interesante es que hay dominancia estocástica en el sentido de que el desempeño relativo en Asia fue mejor durante la crisis, tanto para los que les fue bien como para los que les fue mal.

Gráficos 5a y 5b. Dinámica del crecimiento global a tres velocidades: Asia, América Latina y las economías avanzadas



(a) Pre-crisis (promedio 2003-2007).

(b) Crisis (2009).

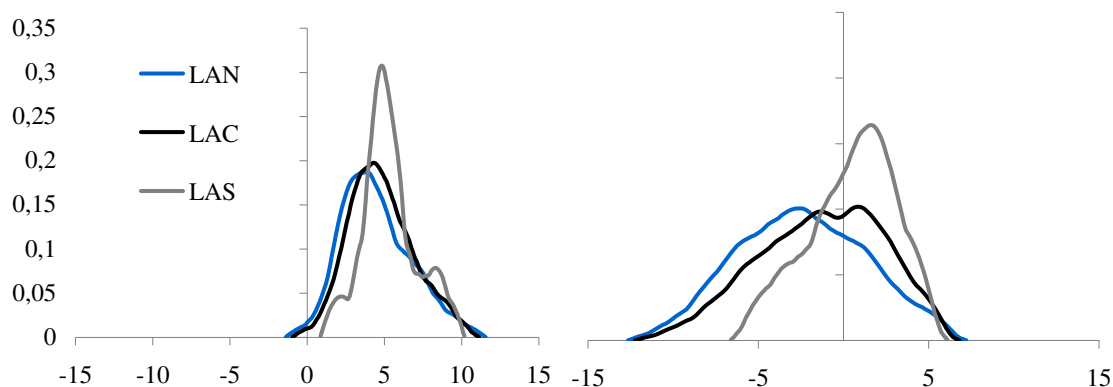
Nota: LAC = América Latina y el Caribe.

Fuente: elaboración propia en base a datos del FMI.

La dinámica de crecimiento latinoamericana también muestra heterogeneidades. Entre 2003 y 2008 el PIB global de los países de la subregión LAN se expandió a tasas cercanas al 6,5% al año, mientras que en LAS la expansión alcanzó el 8%. Durante la crisis el PIB de los países de LAN se contrajo un 3%, mientras que en el sur se expandió un 0,6%. Esta divergencia tanto en recesiones como en expansiones tiene como ingrediente adicional una mayor uniformidad entre los países del sur a diferencia del grupo del norte donde la evidencia no es tan concluyente (Gráfico 6).

Vale la pena remarcar, por otro lado, que tanto en el caso de la economía global como de las economías latinoamericanas hay un aumento en la varianza de la distribución de probabilidades, lo que podría estar anunciando un proceso de diferenciación dentro de los grupos de países en función de cómo fueron impactados los mismos, dada su inserción internacional, su grado de vulnerabilidad y el espacio de políticas para responder a los *shocks*. Pasaremos, entonces, a analizar estos factores en mayor detalle para el caso latinoamericano que nos ocupa.

Gráficos 6a y 6b. ¿Dinámica del crecimiento global a dos velocidades? América Latina al sur y el norte



(a) Pre-crisis (promedio 2003-2007).

(b) Crisis (2009).

Nota: LAC = América Latina y el Caribe; LAN = Costa Rica, El Salvador, Guatemala, Honduras, México, Nicaragua, Panamá y República Dominicana; LAS = Argentina, Bolivia, Brasil, Chile, Colombia, Ecuador, Perú, Uruguay y Venezuela.

Fuente: elaboración propia en base a datos del FMI.

(3) América Latina y la crisis global

Una forma de evaluar los impactos y el alcance de la crisis de 2008-2009 es utilizar como patrón de comparación otros acontecimientos con características similares ocurridos en la región en el pasado. En el caso de América Latina esta estrategia parece bastante razonable ya que se trata de una región que, por un lado, ha mostrado históricamente una dinámica macroeconómica muy sensible a las perturbaciones de origen externo y, por otro, ha recibido *shocks* globales de magnitud en las últimas décadas (Izquierdo *et al.*, 2008; CEPAL, 2008). En este sentido, vale remarcar que, a medida que la llamada “segunda globalización” se consolidaba luego de la caída del régimen de Bretton Woods, la influencia de las perturbaciones internacionales aumentó. Así, mientras que bajo las

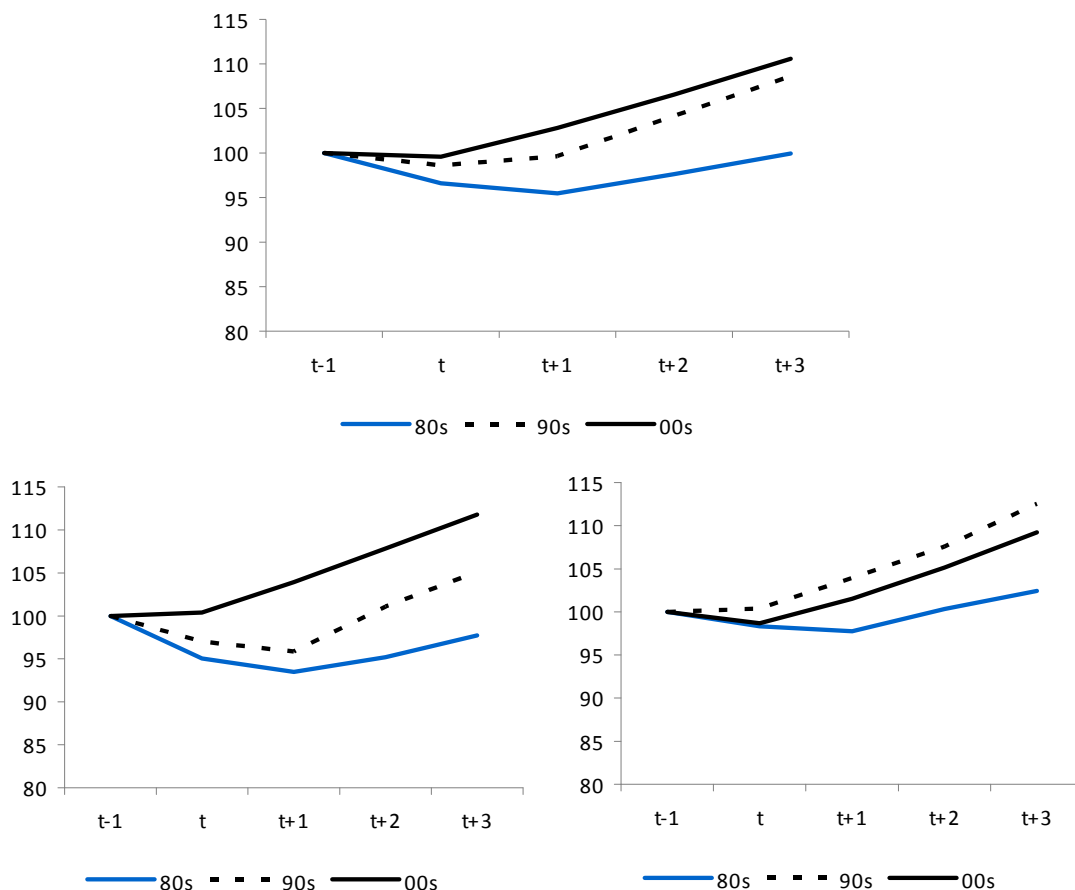
reglas de Bretton Woods las crisis fueron acontecimientos raros, en el período de la segunda globalización las crisis se hicieron mucho más frecuentes y la volatilidad agregada aumentó sensiblemente. En particular, América Latina vivió tres episodios de alta inestabilidad asociados a *shocks* globales en las últimas décadas: la crisis de la deuda en 1982, las crisis de los emergentes de fines de los 90 y la crisis actual (IMF WREO de abril de 2009). Cabe acotar, no obstante, que más allá de que en América Latina la frecuencia y la profundidad de las crisis tendieron a ser superiores al resto del mundo, la ocurrencia de fenómenos de fuerte inestabilidad fue bastante generalizada a lo largo de las regiones del mundo (Bordo y Lane, 2010).

En lo que sigue, entonces, evaluaremos el desempeño de la región luego de la crisis *subprime* utilizando como patrón de comparación los episodios de inestabilidad regional relacionados con la crisis de la deuda de 1982 y con las crisis en los emergentes de los 90 (cuyos momentos clave son la crisis asiática en 1997 y la rusa en 1998). Comenzaremos por comparar la evolución del producto en los tres episodios de inestabilidad. Esa comparación mostrará que el desempeño relativo de América Latina fue mucho mejor en el episodio más reciente. Con esa evidencia como marco de referencia, procederemos a analizar tres factores que son centrales para evaluar la capacidad de una economía para dar respuesta a una situación de stress: (a) el tamaño y las características del *shock* externo recibido; (b) el nivel de vulnerabilidad macroeconómica doméstica al momento de recibir el *shock*; y (c) la disponibilidad de espacios de política para implementar medidas anti-crisis una vez ocurrido el *shock*.

El impacto sobre el crecimiento: esta vez fue diferente

En la sección II vimos que la región sobrellevó la crisis *subprime* bastante bien en relación a otras regiones. Los datos sugieren la misma conclusión cuando la comparación se hace con los episodios de inestabilidad del pasado: el nivel de actividad se resintió pero el impacto lejos estuvo de revestir el dramatismo de los registros anteriores (BID, 2009; Kacef, 2010). Para examinar este punto hemos elaborado una serie de Gráficos en los que mostramos el comportamiento promedio del nivel de actividad regional en el entorno de las recesiones asociadas con la inestabilidad de origen externo. El Gráfico 7 exhibe la evolución del PIB en el caso de las tres crisis, tanto para el agregado de todos los países de América Latina como para las dos subregiones bajo análisis. La base 100 representa el nivel de actividad en el período previo al comienzo de la recesión.

Gráficos 7a, 7b y 7c. Crisis y recuperaciones del PIB real en América Latina



(a) América Latina.

(b) LAS.

(c) LAN.

Notas: LAN = Costa Rica, El Salvador, Guatemala, Honduras, México, Nicaragua, Panamá y República Dominicana; LAS = Argentina, Bolivia, Brasil, Chile, Colombia, Ecuador, Perú, Uruguay y Venezuela; los pronósticos del crecimiento están tomados del FMI.

Fuente: elaboración propia en base a datos del FMI y WDI.

El contraste más saliente se registra, sin dudas, entre lo acontecido en los 80 y en los 2000. Como consecuencia de la crisis de principios de los 80 el producto se colapsó un 5% en promedio, se mantuvo estancado por varios años y sólo recupera el nivel previo cinco años después de la crisis. No en vano la década de los 80 ha sido bautizada como la década perdida. En el episodio actual, por el contrario, el producto cae sólo un 0,6% y retoma su sendero de crecimiento de forma bastante rápida. De acuerdo con las proyecciones del FMI, el crecimiento del nivel de actividad será apenas más bajo en el lustro posterior a la crisis que en el lustro inmediato anterior. Si esto ocurriera efectivamente, el contraste con la evolución posterior a la crisis de la deuda sería aún más impactante: en los 80 la recuperación se produjo a una velocidad cuatro veces inferior a la velocidad observada en la expansión previa (se puede ver una discusión sobre recuperaciones de crisis en Cerra y Saxena, 2007). La evolución presente se compara

favorablemente también con la etapa de inestabilidad de los 90. Resalta particularmente la mayor velocidad de recuperación.

Según Reinhart y Reinhart (2010), una característica típica de los episodios post-crisis es la persistencia de un período de inestabilidad. Si utilizáramos este criterio para evaluar lo que está ocurriendo, deberíamos concluir que, mientras la región sufrió una crisis en los ochenta, no está claro que ése sea el caso en la actualidad ya que, en principio, no han persistido los signos de inestabilidad. Cabe señalar, no obstante, que la economía global muestra aún niveles de incertidumbre muy altos y, por lo tanto, no parece conveniente extraer conclusiones apresuradas. Es altamente probable que los desajustes macroeconómicos en Europa y EEUU y el proceso de ajuste de los desbalances globales sigan siendo una fuente de *shocks* globales.

Este cuadro general, no obstante, oculta ciertas heterogeneidades importantes que resultan evidentes cuando se desagrega por subregiones. Es importante tener en cuenta estas heterogeneidades a la hora de evaluar la posible evolución futura de la región. En los países del grupo LAS, ricos en recursos naturales, la recuperación post-crisis es más rápida y más robusta que en el caso de los países LAN, más ligados a la evolución del nivel de actividad y el empleo en EEUU, vía exportaciones industriales y remesas (Gráficos 7b y 7c). Si bien los dos grupos se están comportando mucho mejor que en el período de inestabilidad de los 80, no ocurre lo mismo cuando se usan los 90 como patrón. En el caso del grupo LAN los desequilibrios en EEUU han inducido impulsos recesivos de mayor magnitud que los asociados con la inestabilidad de los 90; de hecho, el grupo LAN mostraba una capacidad de recuperación importante en esos años. Esto último contrasta llamativamente con la evolución de las cuatro economías grandes de la subregión LAS (Argentina, Brasil, Colombia y Venezuela); el producto se colapsó un 5% en promedio como consecuencia de la inestabilidad emergente de fines del siglo y a esos países les llevo tres años recuperar los niveles de actividad previos.

Estos hechos sugieren que el grado de vulnerabilidad de las subregiones LAN y LAS a *shocks* globales no es la misma y que el tipo de inserción en el comercio internacional probablemente juega un papel determinante en la explicación de las diferencias. Vale la pena, entonces, echar una mirada a las características de los *shocks* que afectaron a la región.

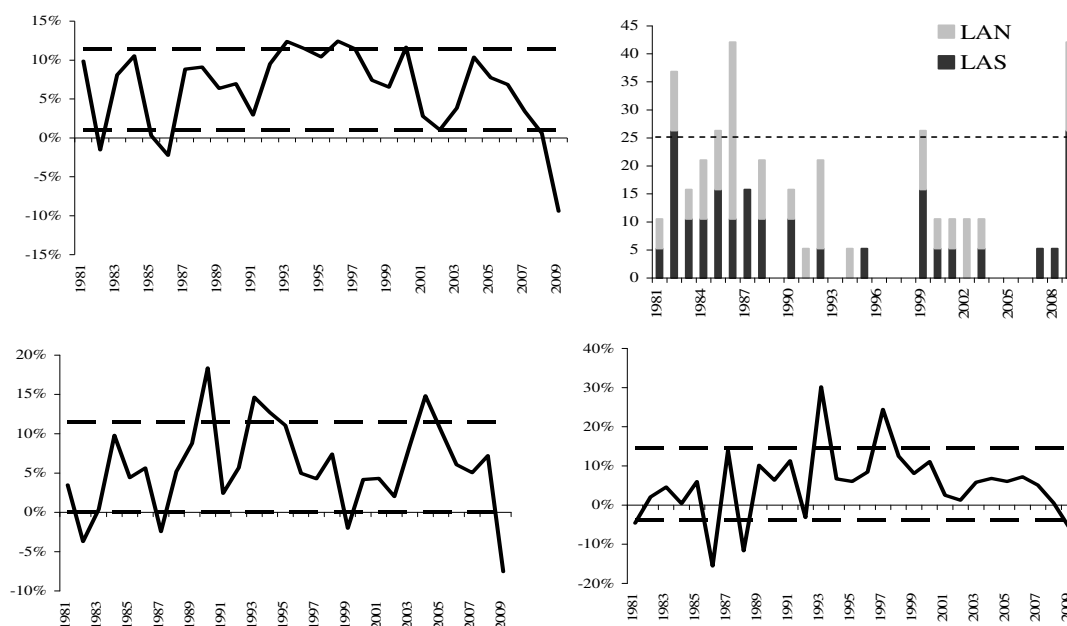
La magnitud de los shocks externos

Como se mostró más arriba, el comercio internacional y las finanzas operaron como canales importantes de transmisión de la crisis internacional hacia América Latina, tanto vía disminución del volumen del comercio y desplome del precio de las materias primas como por efecto de reversiones en los flujos de capital y volatilidad en los retornos.

Comenzaremos por analizar cómo se comparan los *shocks* de comercio disparados por los acontecimientos de 2008-2009 con los observados en episodios del pasado.

Para evaluar la magnitud de las perturbaciones del comercio es necesario adoptar un estándar de “normalidad” para el volumen de exportaciones. Con tal propósito recurriremos a los desvíos respecto de la tasa de crecimiento de largo plazo de las cantidades exportadas, utilizando observaciones del crecimiento del volumen exportado con frecuencia anual para el período 1980-2009. El umbral que decide si se trata de un *shock* excepcionalmente fuerte o fuera de lo normal, es un desvío estándar: cuando la evolución en un período dado se ubica por encima de un desvío se considera que existe un *boom* de comercio real y, cuando se ubica por debajo, se considera que existe un *crash*. Una forma adicional de caracterizar la importancia del *shock* es evaluar el grado de “derrame” a través de la región y las subregiones. Diremos que el *crash* o el *boom* es generalizado si afecta a más del 25% de los países de cada grupo/subgrupo. El Gráfico 8 muestra la evidencia analizada; las líneas punteadas muestran el umbral de un desvío estándar.

Gráficos 8a, 8b, 8c y 8d. *Shocks* excepcionales de comercio real en América Latina



(a) América Latina.

(b) Proporción de países donde se registra el acontecimiento.

(c) LAS.

(d) LAN.

Notas: LAC = América Latina y el Caribe; LAN = Costa Rica, El Salvador, Guatemala, Honduras, México, Nicaragua, Panamá y República Dominicana; LAS = Argentina, Bolivia, Brasil, Chile, Colombia, Ecuador, Perú, Uruguay y Venezuela.

Fuente: elaboración propia en base a datos de CEPAL.

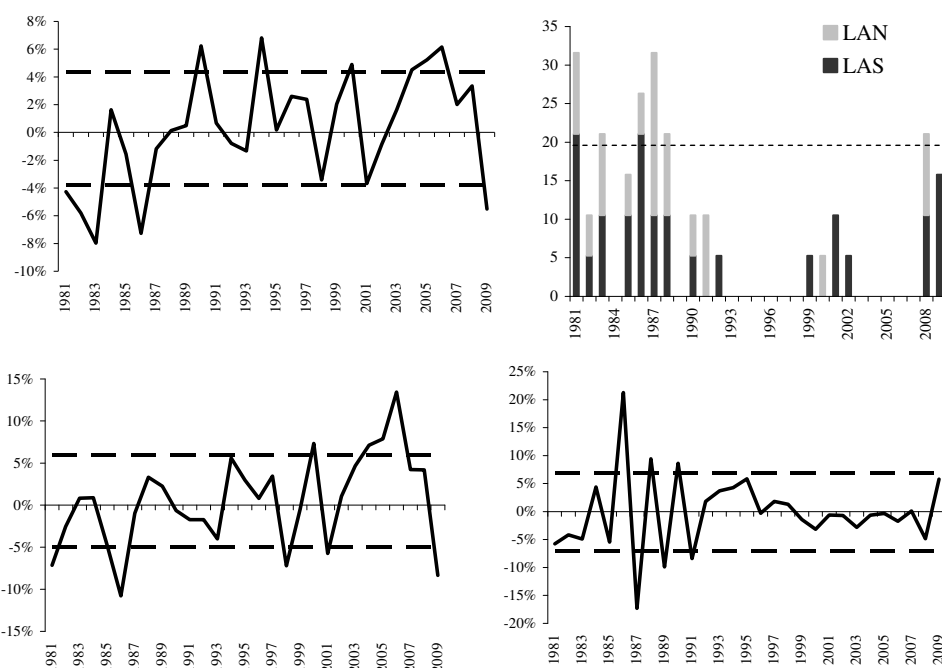
La evidencia indica claramente que ha habido un *shock* negativo de comercio excepcionalmente fuerte asociado con la crisis *subprime*. Como se observa en el Gráfico 8a, situaciones similares de “anormalidad” no se registraban desde principios de los ochenta. Nótese, por otra parte, que al igual que en el caso de la década perdida, el *crash* fue

generalizado: un conjunto amplio de economías de ambas subregiones se vio afectado (Gráfico 8b).

Al comparar la importancia del *shock* en el caso de las subregiones bajo análisis se observa un hecho similar: ambas subregiones experimentaron *crashes* de comercio real significativos y ambas los habían sufrido en los ochenta. Un punto interesante es que en el período de inestabilidad de los 90 el comercio internacional de la región LAS recibió un castigo mayor (Gráfico 8c). Probablemente este hecho explica en parte el mejor desempeño relativo del nivel de actividad en la subregión LAN en los 90.

¿Qué ocurrió con los términos del intercambio comercial? El Gráfico 9 aplica la técnica ya explicada para la detección del *crash* de comercio real al caso de los términos del intercambio. Nuevamente, para América Latina en su conjunto la situación actual, por su magnitud y su sincronía a lo largo de los países, remite a principios de los 80; luego no hubo *crashes* de términos del intercambio. En el caso de la subregión LAS, sin embargo, debemos agregar un episodio a fines de los 90. Es interesante notar, por otra parte, la marcada diferencia en la última década: mientras en los países del sur creció la volatilidad de los *shocks* externos de precios, en la subregión LAN pasó lo contrario. Además, la profunda diferencia en los perfiles de comercio exterior quedó reflejada en 2009, cuando al aparecer la crisis los términos del intercambio se mueven en direcciones opuestas.

Gráficos 9a, 9b, 9c y 9d. Crash de precios del comercio en América Latina

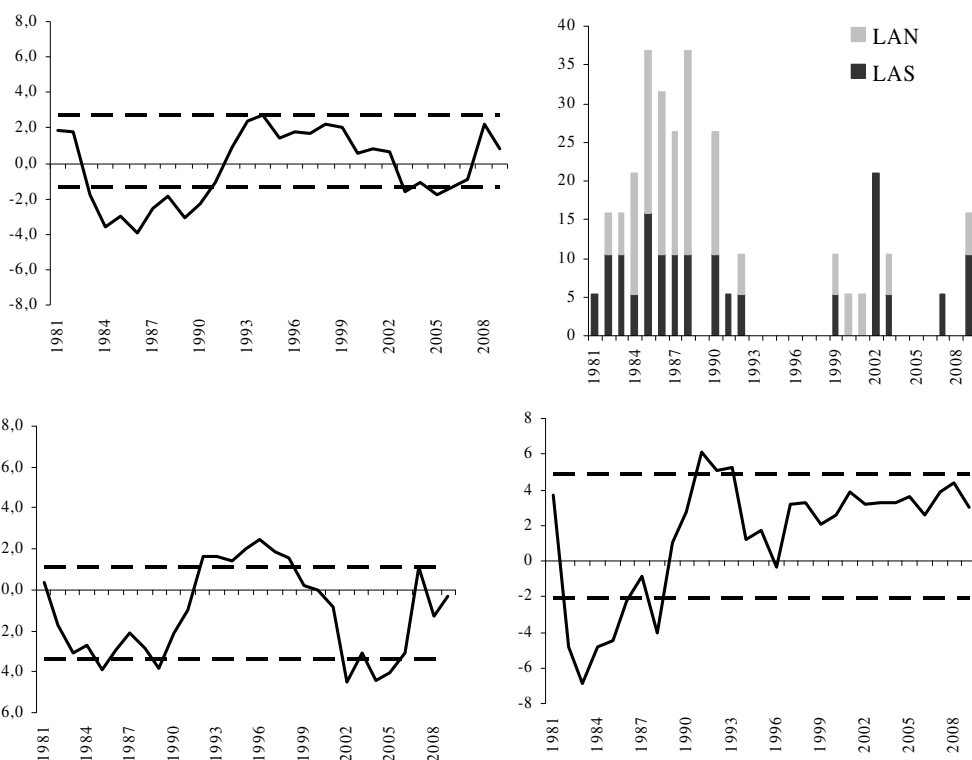


- (a) América Latina.
- (b) Proporción de países donde se registra el acontecimiento.
- (c) LAS.
- (d) LAN.

Notas: LAC = América Latina y el Caribe; LAN = Costa Rica, El Salvador, Guatemala, Honduras, México, Nicaragua, Panamá y República Dominicana; LAS = Argentina, Bolivia, Brasil, Chile, Colombia, Ecuador, Perú, Uruguay y Venezuela.
Fuente: elaboración propia en base a datos de CEPAL.

¿Cuán importantes fueron los *shocks* de origen financiero asociados a la crisis *subprime* cuando se los evalúa con una perspectiva de largo plazo? Una forma de echar luz sobre esta cuestión es analizar si existió o no una situación de salida brusca de capitales que pusiera a la región en el camino de un *sudden stop* en el sentido de Calvo *et al.* (2008). El Gráfico 10 presenta evidencia en este sentido. El indicador que se muestra computa la evolución de la entrada neta de capitales definida como la diferencia entre la variación de reservas y el saldo de la balanza comercial. Calvo identifica una situación como de *sudden stop* siempre que haya salida neta (entrada negativa) y los flujos hayan caído por debajo de un umbral mínimo; umbral mínimo que se define como el promedio del período 1980-2009 menos un desvío estándar. El Gráfico también muestra la proporción de países que experimentan un *sudden stop* como una forma de medir la amplitud regional del fenómeno.

Gráficos 10a, 10b, 10c y 10d. *Sudden stops* en América Latina



- (a) América Latina.
- (b) Proporción de países donde se registra el acontecimiento.
- (c) LAS.
- (d) LAN.

Notas: LAC = América Latina y el Caribe; LAN = Costa Rica, El Salvador, Guatemala, Honduras, México, Nicaragua, Panamá y República Dominicana; LAS = Argentina, Bolivia, Brasil, Chile, Colombia, Ecuador, Perú, Uruguay y Venezuela.
Fuente: elaboración propia en base a datos de CEPAL.

Surge claramente de los Gráficos que, para la región como un todo, los *shocks* financieros de los 80 y los 90 fueron más severos que en la actualidad: si bien en los tres acontecimientos se registra una reversión en los flujos de capital regionales, la significación es mucho menor en el caso de la crisis *subprime*. De hecho, si bien la reversión es significativa, el fenómeno no llega a constituir un *sudden stop* para la región en su conjunto en la medida que el monto de salida no se ubica por debajo del umbral mínimo. Esto se debe a que, como vimos más arriba, una vez pasado el primer impacto, los capitales tendieron a retornar a la región en el segundo semestre de 2009. Esto contrasta con lo ocurrido a principios de los 80 y a fines de los 90 en que las reversiones sí constituyen *sudden stops*. Este cuadro no cambia mucho cuando se toman observaciones trimestrales en vez de anuales. En Albrieu y Fanelli (2009) aplicamos una métrica similar para series de frecuencia trimestral y detectamos un *sudden stop* regional en el último trimestre de 2008 y el primero de 2009. Más allá de ello, dos economías América del sur (Bolivia y Perú) y una de Centroamérica (El Salvador) experimentaron un *sudden stop*, mientras que otras dos del Sur (Argentina y Venezuela) registraban salidas de capitales con anterioridad a la crisis internacional.

Si bien estos hechos se observan tanto en la región LAN como en la LAS, la reversión es más pronunciada en América del Sur (Gráficos 10c y 10d). Mientras en esta última región la reversión hace que los flujos netos de capital se tornen negativos, no ocurre lo mismo en el grupo LAN. Lo que sí es cierto, no obstante, es que la reversión es bastante generalizada. El alcance regional del fenómeno es similar a los acontecimientos de los noventa (aunque no comparable a los 80). La ocurrencia de *sudden stops* en varias economías se refleja en el Gráfico 10b, que muestra la proporción de economías sufriendo el fenómeno en cada subregión.

Vulnerabilidad macroeconómica

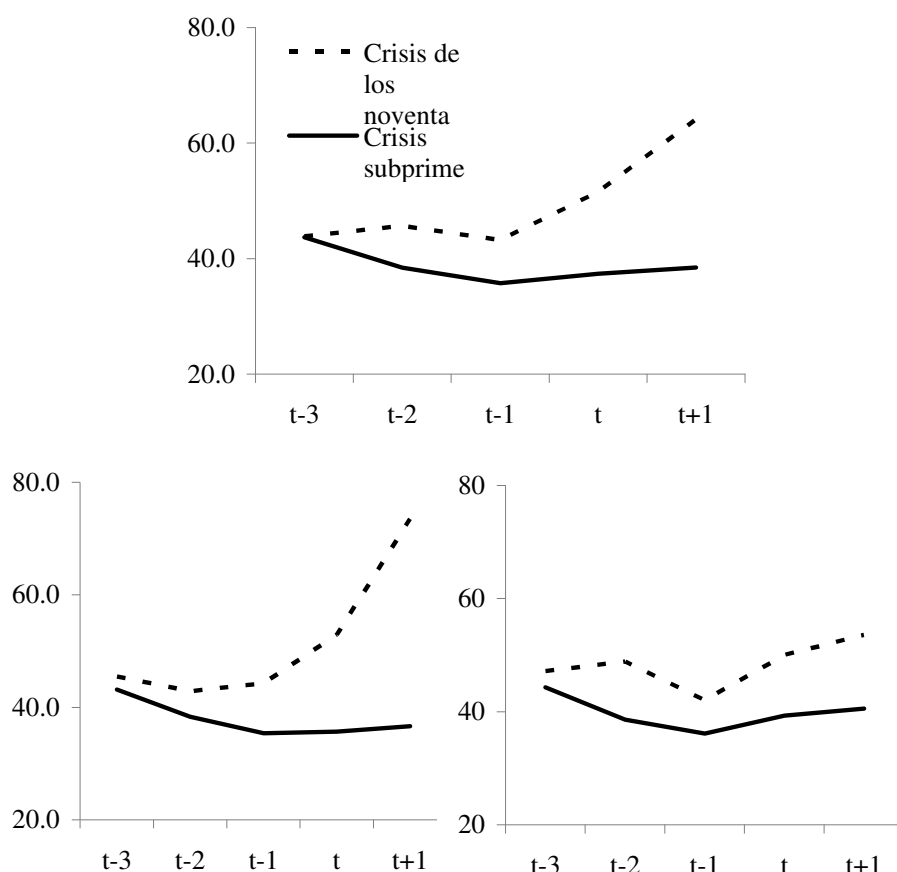
Un *shock* macroeconómico de magnitud y características dados puede tener una incidencia muy diferente dependiendo del grado de vulnerabilidad de la economía que lo recibe. Por lo tanto, tan importante como caracterizar los *shocks* es evaluar los factores de riesgo que actúan como determinantes del grado de vulnerabilidad (Edwards, 2007; CEPAL, 2008; Ocampo, 2009). En el caso específico de los *shocks* externos, las investigaciones indican que la vulnerabilidad se relaciona con un conjunto de indicadores relativos al frente fiscal, el externo y el financiero (CEPAL, 2008). En línea con esto, pasaremos revista de una serie de indicadores regionales que se asocian con la vulnerabilidad. Tomaremos, por supuesto, el período previo a la ocurrencia de los *shocks* externos ya que la vulnerabilidad debe ser evaluada en términos *ex ante*.

Comencemos por discutir la vulnerabilidad fiscal. La literatura sobre frenos bruscos identifica como dos factores de riesgo clave la relación deuda pública/producto y la proporción de la misma denominada en dólares. Como puede observarse en el Gráfico 11, los niveles de deuda pública siguieron una trayectoria descendente en los años previos a la crisis, de manera que al momento de la ocurrencia del episodio de inestabilidad global

las obligaciones del fisco promediaban 35% del PIB. En los 90, la deuda pública promedio era superior a 40% del PIB.

En la subregión LAS el proceso de desendeudamiento fue bastante marcado, en particular en Argentina, Bolivia, Chile, Perú y Uruguay. Sin embargo, como en general se partió de niveles relativamente altos (producto en parte de las crisis de fines de los noventa), ello no se tradujo en niveles de deuda pública particularmente bajos. En la subregión LAN se observa una dinámica similar. En particular, países como Honduras y Costa Rica entraron a la crisis actual con una fortaleza que no habían tenido en el pasado. Un hecho adicional muy positivo es que los niveles de endeudamiento no explotan como consecuencia de la inestabilidad inducida por el *shock* externo, lo que contrasta significativamente con lo ocurrido en episodios anteriores. Véase, sobre todo, el caso de LAS, donde explotan los niveles de endeudamiento como consecuencia de la inestabilidad de los 90.

Gráficos 11a, 11b y 11c. Vulnerabilidad fiscal en América Latina (I): *stocks*. Deuda pública del gobierno central (% PIB)



(a) América Latina.

(b) LAS.

(c) LAN.

Notas: LAC = América Latina y el Caribe; LAN = Costa Rica, El Salvador, Guatemala, Honduras, México, Nicaragua, Panamá y República Dominicana; LAS = Argentina, Bolivia, Brasil, Chile, Colombia, Ecuador, Perú, Uruguay y Venezuela.

Fuente: elaboración propia en base a datos de CEPAL.

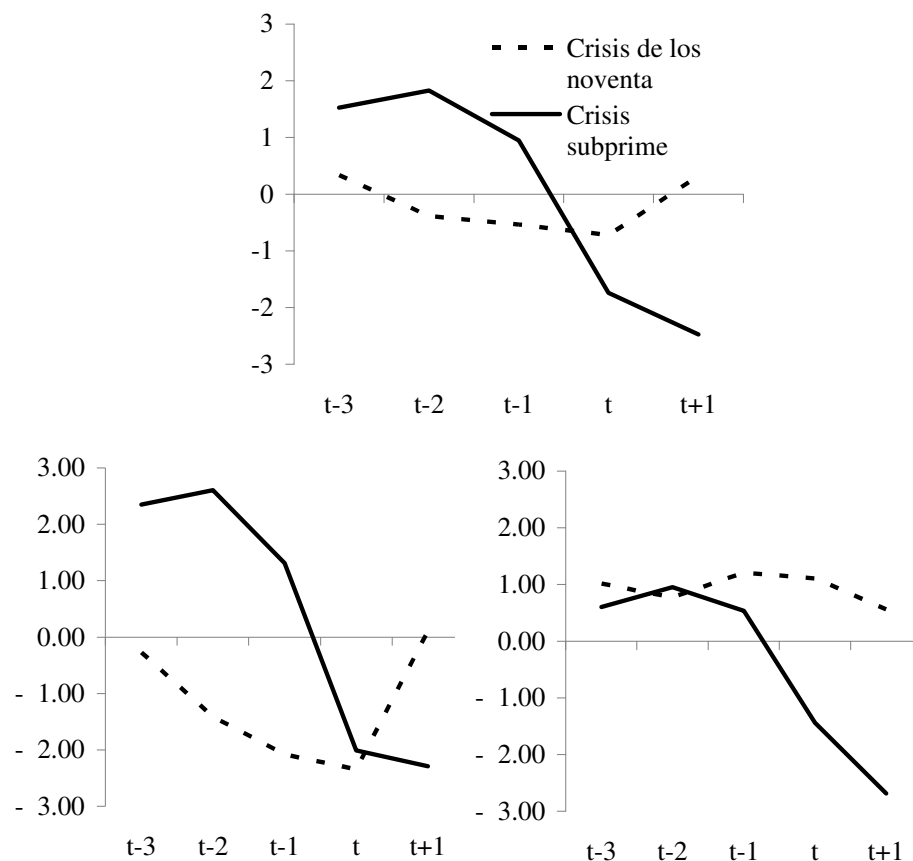
Un hecho que probablemente explica el mejor comportamiento post-*shock* de la deuda pública es el menor grado de dolarización. La dolarización de la deuda se redujo sensiblemente en la región. A principios de los 90 la proporción de deuda de los gobiernos latinoamericanos denominada en moneda extranjera se ubicaba en un 70%-75% de la deuda total; hacia 2008, en cambio, llegaba sólo al 50% (Cowan *et al.*, 2006).

Los indicadores de flujo también exhiben cambios positivos en lo que hace a vulnerabilidad (Gráfico 12). A principios de los 2000 las economías del bloque registraban déficit financieros que promediaban 3% del PIB. Tras el proceso de desendeudamiento ya comentado, hacia 2007 los balances se tornaron superavitarios. Así, la llegada de la crisis *subprime* encontró a los países de la región con mayor espacio fiscal que en ocasiones pasadas, cuando el resultado fiscal era levemente deficitario (Gráfico 12a).

Al hacer la desagregación subregional vemos que la diferencia principal se dio en los países de sur. En efecto, estos iniciaron las crisis previas con fuertes déficit fiscales, del orden del 2% del PIB. No es el caso, no obstante, de la economía más grande de la subregión (Brasil), que si bien redujo sensiblemente su déficit fiscal, inició la crisis *subprime* con los números en rojo. En la subregión LAN, en tanto, los números fiscales con la llegada de la crisis fueron similares a los de las crisis pasadas. Cabe destacar, sin embargo, que México –la mayor economía de la subregión– ha estado mostrando una situación de vulnerabilidad fiscal mucho menor en los últimos años.

En suma, puede afirmarse que la incidencia de la vulnerabilidad de origen fiscal ha sido mucho menor en relación al pasado. Aunque la situación dista de ser homogénea a través de los países, lo cierto es que la región parece haber aprovechado los años de bonanza de los 2000 para reforzar la posición fiscal, tanto en términos de flujos como de *stocks*.

Gráficos 12a, 12b y 12c. Vulnerabilidad fiscal en América Latina (I): flujos. Resultado financiero del gobierno central (% PIB)



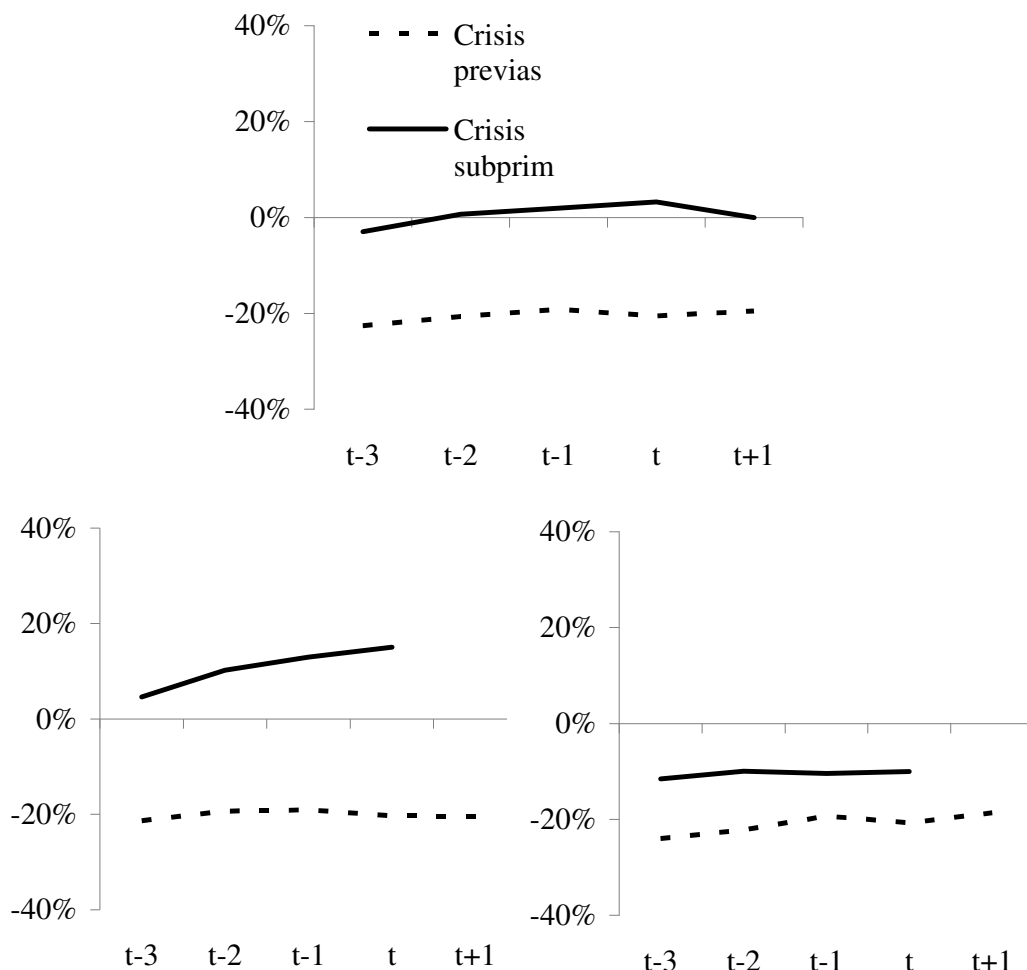
(a) América Latina.

Notas: LAC = América Latina y el Caribe; LAN = Costa Rica, El Salvador, Guatemala, Honduras, México, Nicaragua, Panamá y República Dominicana; LAS = Argentina, Bolivia, Brasil, Chile, Colombia, Ecuador, Perú, Uruguay y Venezuela.

Fuente: elaboración propia en base a datos de CEPAL.

Pasemos ahora a los indicadores de vulnerabilidad externa. El Gráfico siguiente presenta la evolución de la vulnerabilidad externa utilizando como indicador la posición internacional neta de inversión financiera. Este indicador se define como la diferencia entre los activos financieros y los pasivos financieros externos de la economía en su conjunto. En el pasado, las crisis estuvieron acompañadas con una alta fragilidad externa reflejada en obligaciones financieras netas que se ubicaban en alrededor del 20% del PIB. Esta vez, en cambio, la región, en promedio, entra a la crisis *subprime* con una posición acreedora neta en relación con el resto del mundo, por un par de puntos del PIB.

Gráfico 13. Vulnerabilidad externa en América Latina (I): *stocks*. Posición neta de inversión financiera (% PIB)



(a) América Latina.

(b) LAS.

(c) LAN.

Notas: LAC = América Latina y el Caribe; LAN = Costa Rica, El Salvador, Guatemala, Honduras, México, Nicaragua, Panamá y República Dominicana; LAS = Argentina, Bolivia, Brasil, Chile, Colombia, Ecuador, Perú, Uruguay y Venezuela.

Fuente: elaboración propia en base a datos de Lane y Milesi-Ferretti (2007).

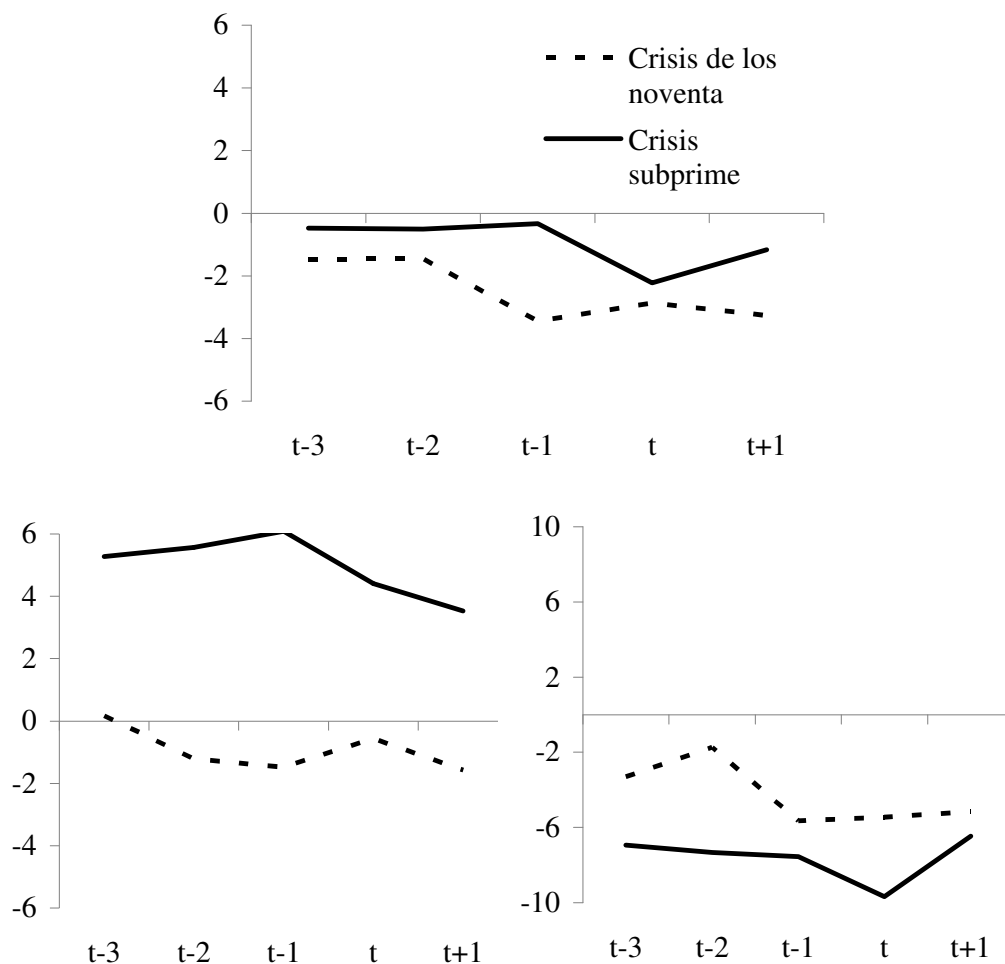
Detrás de esta mejora operaron dos factores. Por un lado los niveles de endeudamiento externo se redujeron sensiblemente en la región en la etapa 2003-2008, pasando del 38% del PIB a 21% del PIB. Por otro, los gobiernos latinoamericanos implementaron medidas de "blindaje" contra shocks financieros. Las estrategias de auto-aseguramiento de este tipo fueron motivadas por el deseo de evitar la exposición a episodios de *sudden stop* y contagio como los que se dieron, entre 1997 y 2002, en varios países de Asia, Rusia y América Latina. Instrumentos privilegiados de las estrategias de auto-seguro fueron la generación de fuertes superávits de cuenta corriente y acumulación de reservas (Ocampo, 2009). En este marco, entre 2002 y 2008, las reservas internacionales de la región pasaron del 13% al 17% del PIB, a pesar del fenomenal crecimiento registrado en el PIB regional.

La parte inferior del panel (Gráficos 13b y 13c) muestra que existen diferencias entre las sub-regiones bajo análisis. Una de las principales es que la mejora en la posición financiera neta fue mucho más marcada en LAS. La subregión LAN muestra indicadores de vulnerabilidad que la dejan más expuesta. Hay que tomar en cuenta, no obstante, que los promedios regionales tienden a ocultar las asimetrías. De aquí que hay que tener en cuenta que las dos economías más grandes de la región tienen niveles de exposición externa algo más altos que el promedio. México, por ejemplo, ostentaba una posición de deuda neta por 25% del PIB al inicio de la crisis y Brasil también era deudor neto a pesar de la fuerte acumulación de reservas. En ambos casos, buena parte del endeudamiento neto proviene no del sector público como en las crisis de los noventa, sino de las hojas de balance del sector privado.

En lo que respecta a los indicadores de vulnerabilidad basados en flujos, la evidencia sobre la trayectoria de la balanza comercial muestra un cuadro similar al *stock* de deuda neta: las mejoras son sensibles en América del Sur, pero no así en la región LAN (Gráfico 14). Para los países centroamericanos, ello no es otra cosa que la contracara de la anemia exportadora y la excesiva dependencia de las remesas provenientes de EEUU. Pero también es el caso de una economía grande como México, cuyo volumen de exportaciones creció un magro 3% al año en el período de bonanza 2003-2007.

En suma, juzgados de manera global, los indicadores de fragilidad revelan que, al igual que en el caso de los indicadores fiscales, la vulnerabilidad externa de la región evolucionó positivamente en el período inmediato anterior a la crisis, aunque las heterogeneidades existen y deben ser tenidas en cuenta; mientras la región LAN no logró reducciones sensibles en el frente externo, las mayores potencias regionales presentan una situación algo más vulnerable.

Gráficos 14a, 14b y 14c. Vulnerabilidad externa en América Latina II: flujos. Balanza comercial (% PIB)



(a) América Latina.

(b) LAS.

(c) LAN.

Notas: LAC = América Latina y el Caribe; LAN = Costa Rica, El Salvador, Guatemala, Honduras, México, Nicaragua, Panamá y República Dominicana; LAS = Argentina, Bolivia, Brasil, Chile, Colombia, Ecuador, Perú, Uruguay y Venezuela.

Fuente: elaboración propia en base a datos del FMI.

Pasemos, por último, a analizar los cambios en la vulnerabilidad asociados con la intermediación financiera doméstica. Al evaluar este punto hay que tomar en cuenta que la región presenta sistemas financieros poco profundos, que tienen un nivel de desarrollo menor que el que cabría esperar en función del PIB *per cápita* (Torre *et al.*, 2007). Más allá de lo que muestran indicadores cuantitativos como M2/PIB o crédito privado/PIB, hay características cualitativas que señalan falta de profundidad. Una importante es la debilidad de la oferta de crédito a largo plazo y la presencia de tasas variables, indexación y dolarización en los mercados de deuda de mayor duración. Otra característica negativa es que los mercados están muy segmentados. Sólo las grandes empresas tienen acceso a

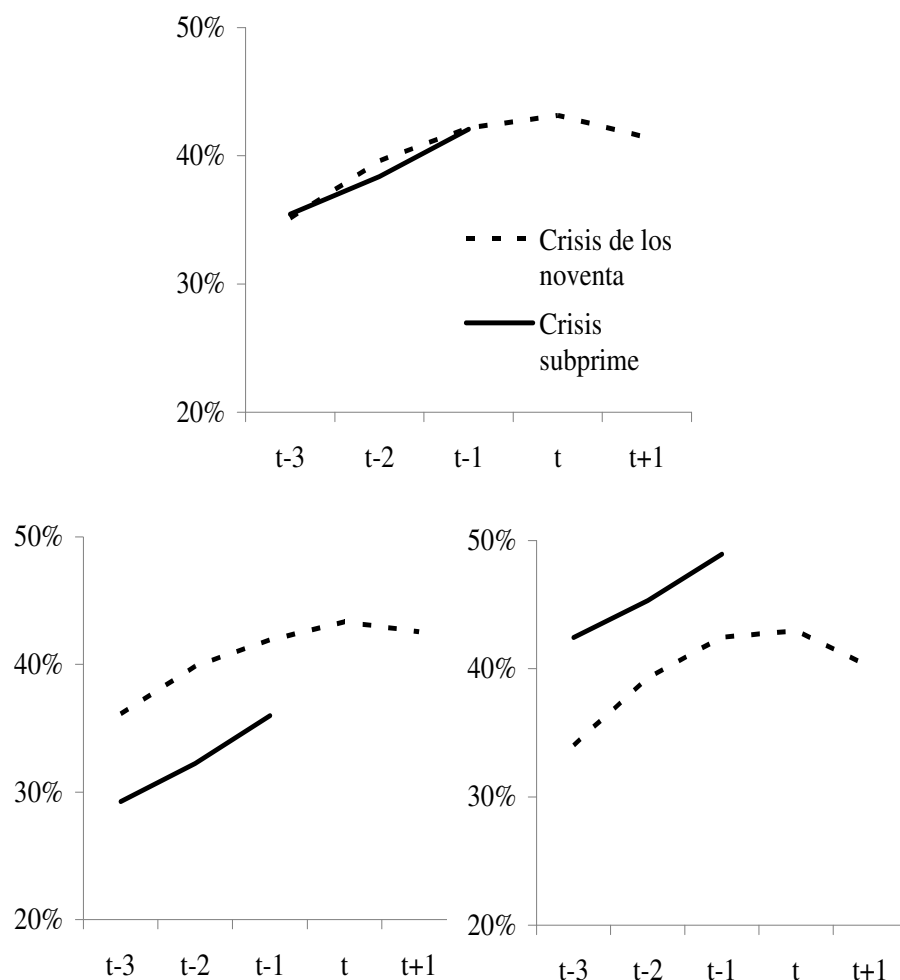
los mercados de bonos corporativos o a los mercados externos, al tiempo que las pequeñas firmas y las familias enfrentan un nivel significativo de racionamiento.

Dentro de este contexto de bajo desarrollo financiero, hay un número de factores de riesgo que la literatura sobre subdesarrollo financiero pone en primer plano: el crecimiento desmedido en los préstamos –y la fragilidad en las hojas de balance que ello implica– y el nivel de dolarización de los depósitos –que se puede traducir en un descalce entre activos no transables y pasivos en dólares–.

La vulnerabilidad que implica un exagerado aumento del crédito parece relevante en la región. El crédito como porcentaje del PIB ha estado subiendo marcadamente entre 2005 y 2008, y se encuentra por encima de los registros de las crisis anteriores. Esto es relevante porque, como se observa en el Gráfico 13a, las crisis sistemáticamente terminan en reversiones financieras masivas y contracciones del crédito.

La desagregación por subregiones permite localizar geográficamente una mayor vulnerabilidad: en la subregión LAN. Allí el crédito se ha expandido rápidamente en los últimos años, de la mano de una mayor extranjerización del sistema financiero, y a la llegada de la crisis *subprime* se encontraba claramente por encima de los registros en crisis anteriores. En América del Sur, en tanto, el crédito se expandió en estos años, principalmente en Brasil y Venezuela, pero se encuentra en mejores condiciones que en las crisis del pasado.

Gráficos 15a, 15b y 15c. Vulnerabilidad financiera en América Latina I: *stocks*. Crédito al sector privado (% PIB)



(a) América Latina.

(b) LAS.

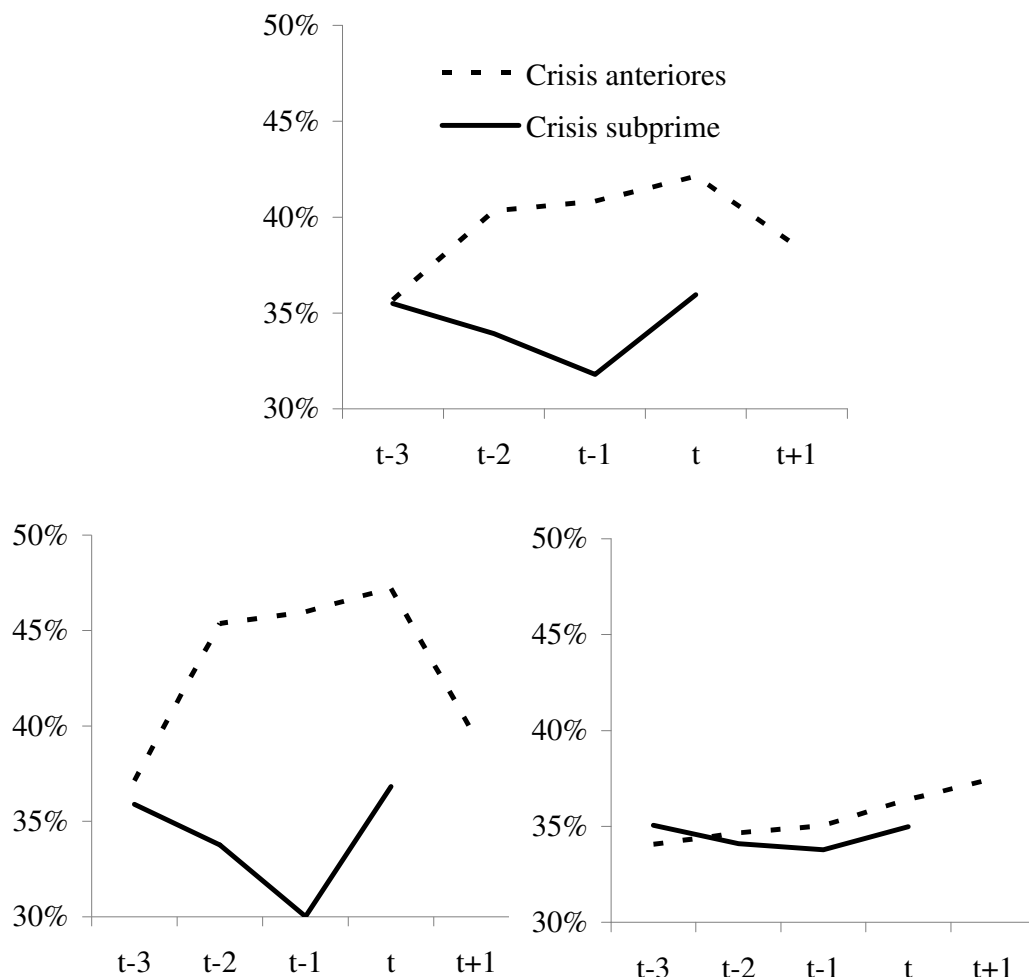
(c) LAN.

Notas: LAC = América Latina y el Caribe; LAN = Costa Rica, El Salvador, Guatemala, Honduras, México, Nicaragua, Panamá y República Dominicana; LAS = Argentina, Bolivia, Brasil, Chile, Colombia, Ecuador, Perú, Uruguay y Venezuela.

Fuente: elaboración propia en base a datos de Beck *et al.* (2007) e IADB.

Por supuesto, siendo una región subdesarrollada financieramente, la expansión del crédito debería ser, en principio, bienvenida. El toque de atención respecto de la vulnerabilidad aparece porque muchas veces las expansiones rápidas del crédito son difíciles de compatibilizar con mejoras en la regulación y la supervisión que eviten la formación de burbujas y la mala asignación del crédito.

Gráficos 16a, 16b y 16c. Vulnerabilidad financiera en América Latina II: créditos en dólares (% crédito total)



(a) América Latina.

(b) LAS.

(c) LAN.

Notas: LAC = América Latina y el Caribe; LAN = Costa Rica, El Salvador, Guatemala, Honduras, México, Nicaragua, Panamá y República Dominicana; LAS = Argentina, Bolivia, Brasil, Chile, Colombia, Ecuador, Perú, Uruguay y Venezuela.

Por último, en lo que hace a la dolarización y, por ende, al riesgo de descalce, la evidencia muestra una reducción modesta pero bastante generalizada en la vulnerabilidad. La dolarización del crédito siguió una trayectoria descendente en la etapa de bonanza, pasando del 35% al 30% en los momentos previos a la crisis. En los períodos de inestabilidad de los 90 la situación fue la opuesta: la dolarización creció marcadamente antes del colapso.

Al analizar este fenómeno en términos subregionales, vemos que si bien es generalizado, es más marcado en las economías de América del Sur. En particular, en Argentina y Bolivia la reducción de la vulnerabilidad financiera ha sido muy marcada. En otros países de la subregión, como Uruguay y Perú, en cambio, la dolarización persiste.

En síntesis, en conjunto, los indicadores de fragilidad financiera nos muestran que ha habido mejoras en los últimos años y ello seguramente ha coadyuvado a que no se produjeran en la región fenómenos de corrida bancaria o, peor, crisis gemelas como fue el caso en algunos países en los 90.

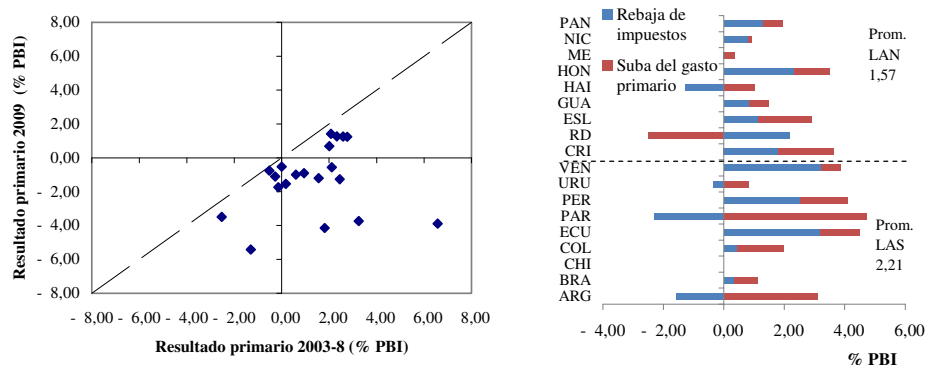
El espacio para respuestas de política anticrisis

Como hicimos notar más arriba, además del tamaño del *shock* y el nivel de vulnerabilidad, un tercer determinante importante de la dinámica *post-shock* es la disponibilidad de espacio de política para dar respuesta a los desequilibrios. Por supuesto, un análisis detallado de la disponibilidad de espacios de política superaría ampliamente los límites de este trabajo. Por ello nos concentraremos en la dos políticas que tienen un papel determinante en lo que hace a respuesta anti-cíclica: la fiscal y la monetaria.

Las respuestas fueron particularmente activas. Al sostén directo de la demanda agregada de corto plazo a través de paquetes de gasto público se adicionaron rebajas impositivas y acciones de política monetaria orientadas a reducir el costo del dinero, a dejar que el tipo de cambio absorba parte del ajuste y a asegurar una provisión adecuada de liquidez al sistema financiero. Como veremos, el análisis de estas políticas nos llevará a concluir que en esta ocasión las autoridades regionales estuvieron en condiciones de dar una respuesta de mayor calidad, lo cual coadyuvó con alta probabilidad a que se observaran mejores resultados en lo que hace a nivel de actividad.

En el plano fiscal los paquetes de estímulo implementados fueron de magnitud. Como se observa en el Gráfico 17a, las cuentas fiscales de todos los países de la región se movieron hacia el déficit frente al episodio recesivo. Si en el período 2003-2008 la región promediaba un resultado primario superavitario de 1,2% del PIB, 2009 cerró con un rojo del 0,8% del PIB. Este cambio en la orientación de la política fiscal se dio tanto por rebaja de impuestos como por subida de gastos. En la desagregación subregional vemos que hay una diferencia: en las economías de América del Sur el movimiento hacia el déficit fue algo más pronunciado.

Gráficos 17a y 17b. La crisis *subprime* y la política fiscal en América Latina



(a) Resultado primario.

(b) Descomposición de la subida en el déficit primario.

Fuente: elaboración propia en base a CEPAL e IADB.

Parte del impulso anti-cíclico se debe a los estabilizadores automáticos. Como es sabido, estos estabilizadores actúan en la región principalmente por la vía de la recolección de impuestos debido al tamaño reducido de los sistemas de transferencias –como el seguro de desempleo– existentes.

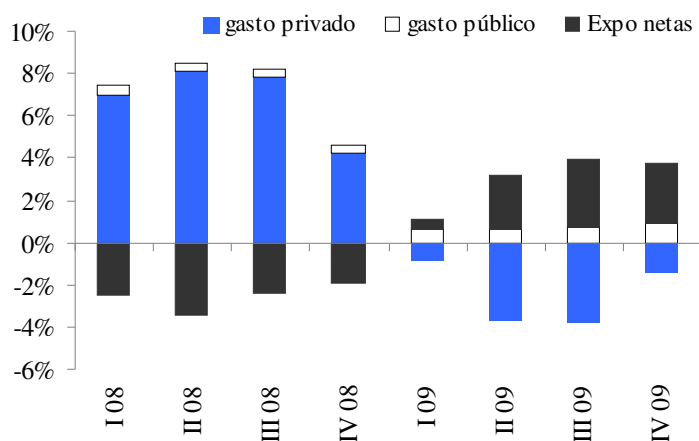
Los ingresos fiscales se desaceleraron sensiblemente durante el último trimestre de 2008 y el primer trimestre de 2009, pasando de crecer un 15% en términos reales en el primer semestre a contraerse un 4% durante la crisis. En términos subregionales el efecto fue particularmente fuerte en los países de la subregión LAN, donde los ingresos reales se contrajeron más de un 10% en términos interanuales a lo largo del período recesivo. Las heterogeneidades más marcadas aparecen por el grado de dependencia de la economía internacional que muestran ciertas economías en lo que hace a ingresos del sector público. Así, Bolivia, México, Ecuador y Venezuela se vieron particularmente afectados por el desplome en los mercados internacionales de materias primas, mientras que en los países centroamericanos el efecto principal corrió por cuenta de las tendencias recesivas asociadas a caídas en remesas con la consiguiente repercusión en la actividad y la recaudación (Gómez Sabaini y Jiménez, 2009). Con respecto a las economías grandes, la actuación de los estabilizadores automáticos ha sido particularmente fuerte en Brasil, Chile y Colombia, llegando a representar más de la mitad del cambio en el déficit primario entre 2007 y 2009 (*Fiscal Monitor*, 2010).

Sin embargo, la diferencia que introduce el contraste más fuerte con las experiencias del pasado es la implementación de políticas fiscales anti-crisis de carácter discrecional. Del lado de las erogaciones, los planes de estímulo aplicados por la región se focalizaron en la inversión en infraestructura y obras públicas, lo cual fue particularmente cierto para las economías grandes. De acuerdo con CEPAL (2010), en Argentina los nuevos gastos en viviendas, hospitales, alcantarillado y carreteras ascendieron en 2009 a 15.900 millones de dólares, representando una duplicación con respecto a lo gastado en 2008. En Brasil se amplió en 62.000 millones de dólares el financiamiento al Programa de Aceleración del Crecimiento (PAC), el gobierno incrementó en 4.500 millones la inversión pública y aseguró un monto algo mayor del Fondo Soberano para contener la demanda agregada. En México el Programa para Impulsar el Crecimiento y el Empleo (PICE) incrementó en un 0,7% los gastos en infraestructura, aunque su efecto fue parcialmente compensado por la reducción de otros gastos. En Chile el presupuesto de 2009 incorporó una fuerte suba en los gastos públicos, en particular los asociados a infraestructura, que se expandieron en términos reales un 9% en el año.

Los fuertes paquetes de estímulo implementados fueron un paliativo de importancia para la contracción tanto de la demanda privada como de la demanda externa y contribuyeron a suavizar la contracción del nivel de actividad. Como se observa en el Gráfico 18, en las economías grandes (LAC7) la contribución al crecimiento del PIB correspondiente al gasto público fue positiva e importante en los trimestres de crisis. En algunos países –como

Uruguay– la contribución fue menor, pero ello se debió principalmente a que los efectos de la inestabilidad global sobre la demanda privada fueron más benévolos.

Gráfico 18. El papel de la política fiscal en América Latina en la crisis: contribución de los ítems de la demanda agregada al crecimiento del PIB

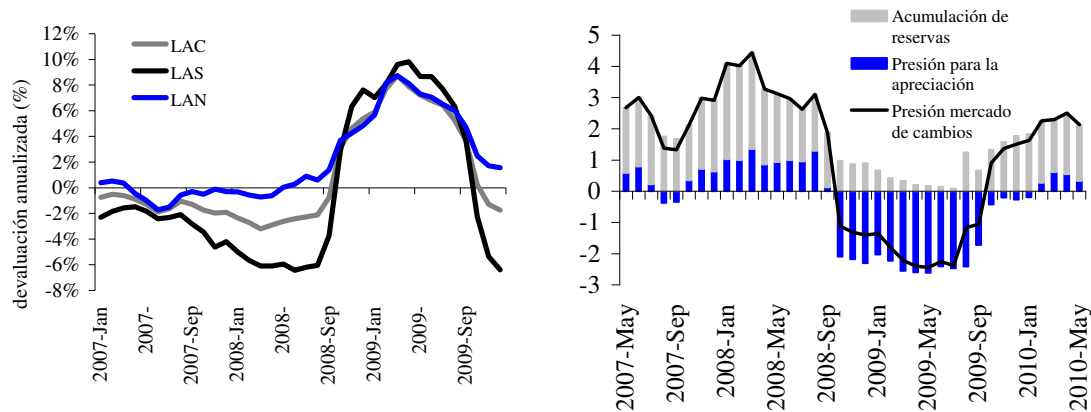


Nota: América Latina se refiere a Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela.
Fuente: elaboración propia en base a datos de CEPAL.

Una hipótesis razonable es que los gobiernos estuvieron en condiciones de implementar políticas anti-cíclicas debido a que operaron en un contexto en que la vulnerabilidad fiscal era menor, como ya se analizó. Menor vulnerabilidad implica mayor espacio fiscal en la medida que los servicios de la deuda pública y una mejor evolución de las tasas de interés no obligan al gobierno a intentar generar resultados fiscales superavitarios en el marco de una recesión, como ocurrió en acontecimientos de inestabilidad anteriores.

En el terreno de la política monetaria también hubo modificaciones de importancia. La primera es que, a diferencia de situaciones del pasado, los esquemas cambiarios mostraron mayor flexibilidad, dejando que las monedas absorbieran parte del *shock* externo y se depreciaran como respuesta a la escasez de divisas, sin que ello desencadene una crisis cambiaria (Gráfico 19).

Gráficos 19a y 19b. Estrategias de política cambiaria durante la crisis



(a) Devaluación del tipo de cambio.

(b) Presiones sobre el mercado de cambios.

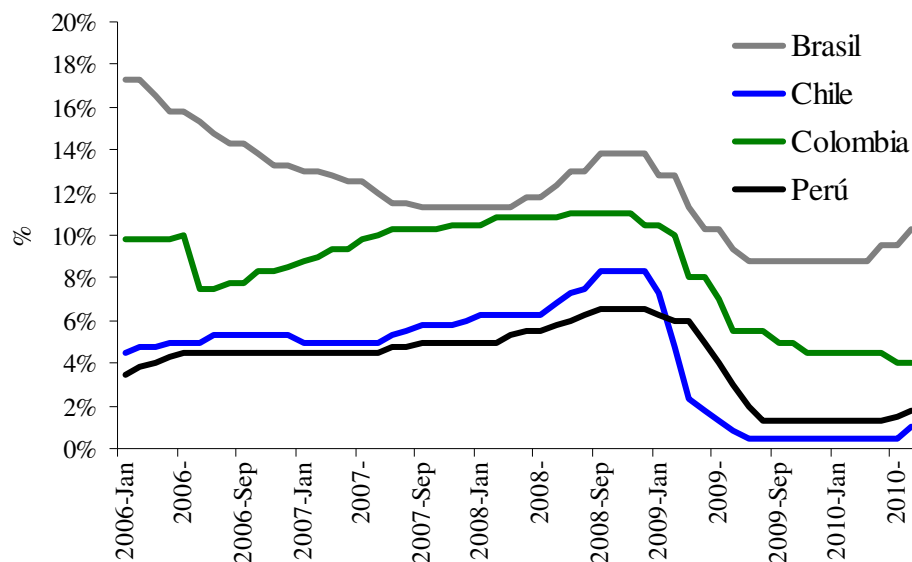
Nota: el índice de presión cambiaria resulta de suma ponderada del crecimiento en las reservas y en el tipo de cambio nominal con EEUU (donde un crecimiento positivo implica una apreciación de la moneda doméstica). La ponderación viene dada por el desvío estándar de las reservas y la inversa del desvío estándar del tipo de cambio.

Fuente: elaboración propia en base a IADB.

Para incentivar la demanda los bancos centrales redujeron las tasas de interés de referencia para la política monetaria (Gráfico 20). El efecto fue particularmente cierto en las economías que, a través de mejoras en los esquemas de política monetaria, se esforzaron por reubicar a la tasa de interés como un mecanismo de señalamiento eficiente para la política monetaria en el contexto de regímenes de metas de inflación, como es el caso de Brasil, Chile, México, Colombia y Perú.

Para paliar los efectos de la reversión en los flujos, la política monetaria intentó proveer liquidez en moneda doméstica al mercado. En general los bancos centrales de la región incrementaron las líneas de asistencia financiera a los bancos, al tiempo que en las economías grandes como Brasil se autorizó a los bancos centrales a comprar carteras de bancos pequeños y medianos con problemas de solvencia. Por todo ello, el crédito bancario al sector privado, que en otras situaciones de estrés había colapsado junto con el nivel de actividad, se mantuvo relativamente estable durante la crisis actual. No obstante, el crédito total creció durante la crisis, y ello se debió principalmente a la actuación de los bancos públicos. En Brasil, Chile y Colombia, por ejemplo, el crédito proveniente de los bancos públicos creció entre 15% y 20% en 2009, mientras que el crédito de los bancos privados se contrajo entre 3% y 5%.

Gráfico 20 Estrategias de política monetaria durante la crisis



Fuente: elaboración propia en base a IADB.

Esta evidencia indica que los países también contaron con mayor espacio de política en el plano monetario. Asimismo, es posible extender la hipótesis de que, al igual que en el caso fiscal, el mayor espacio de política monetaria en relación al pasado aparece de la mano de la reducción en la vulnerabilidad. Obviamente, la reducción de la exposición externa obtenida a través de las estrategias de auto-seguro jugó un papel crítico en el plano monetario; la región tenía margen para perder reservas y, además, no tenía una dependencia significativa del financiamiento externo para sustentar el crecimiento.

En algunos países también tuvieron un papel destacado las mejoras en el plano institucional que se dieron en el marco de la implementación de regímenes de responsabilidad fiscal combinados con metas de inflación. Estas mejoras pueden explicar la rápida reversión de la salida de capitales. De hecho, en la actualidad el problema es el contrario. En particular, en las economías grandes la presión en los mercados de cambios es fuerte y ha sido absorbida básicamente por la acumulación de reservas.

(4) Reflexiones finales y perspectivas

Hay tres puntos que nos gustaría resaltar a modo de conclusión de los análisis que hemos realizado en el trabajo:

- (1) Los *shocks* y episodios de inestabilidad asociados con la crisis *sub-prime* indican que América Latina sigue siendo muy dependiente de la evolución de la economía global. Si bien los *shocks* y el contagio afectaron a la región en menor medida que en los 80 y los 90, los efectos no dejaron de ser muy significativos.

- (2) La irrupción de China y las economías asiáticas está cambiando sensiblemente el conjunto de restricciones y oportunidades para la región. Esto es particularmente cierto para América del Sur que se ha beneficiado con la mayor demanda por sus recursos naturales. En este nuevo contexto, América Latina tiene la oportunidad de participar del grupo de economías emergentes cuyas perspectivas de crecimiento son superiores a las que se avizoran para el mundo desarrollado. Hay que tomar en cuenta, no obstante, las asimetrías y heterogeneidades que existen en la región y que fueron señaladas en este trabajo. Hay indicios, incluso, de que las heterogeneidades en las oportunidades de crecimiento podrían profundizarse como reflejo de los ajustes post-crisis, como lo sugiere la mayor dispersión en las distribuciones de probabilidad de las tasas de crecimiento.
- (3) Hay avances significativos en la reducción de la vulnerabilidad macroeconómica. Este es un rasgo generalizado en la región y abarca las dimensiones fiscal, financiera y externa. Como consecuencia, se han ampliado los espacios de política y las autoridades estuvieron en condiciones de implementar políticas de corte anti-cíclico a los efectos de paliar las consecuencias de la crisis. Resaltan en este sentido la reducción de los niveles de endeudamiento público, de exposición financiera externa y de dolarización. Asimismo, fueron de gran ayuda las estrategias de auto-aseguramiento que se implementaron como reacción a la inestabilidad de los años noventa. El frente financiero también aportó fortalezas, con crecimientos moderados en los niveles de crédito y una disminución en la dolarización del sistema financiero.

En este contexto, es muy auspicioso que la región haya recuperado hacia finales de 2009 el nivel de actividad previo a la crisis aún cuando los países del G7 cerraron el segundo trimestre de 2010 un 2,5% por debajo de dicho nivel. Pero esto no debería llevar a sobrevalorar los avances realizados en el plano de las políticas macroeconómicas ni a menospreciar la entidad de la incertidumbre reinante en la economía global.

Los desafíos no son menores. El primer punto a remarcar, que ya se vislumbraba antes de la crisis, es que América Latina no es Asia. La capacidad de las economías grandes de la región de seguir una estrategia de crecimiento guiado por exportaciones se ve seriamente limitada por los riesgos de apreciación cambiaria (como en Brasil y Chile) y/o inflación doméstica (como en Venezuela y Argentina) y en última instancia la potencial reaparición de la enfermedad holandesa. Los países centroamericanos y México, en tanto, han visto desacelerar el crecimiento de sus exportaciones. Estos países dependen cada vez más de la evolución de la maltrecha economía norteamericana para despegar y deben, adicionalmente, enfrentar una competencia de China y otros países asiáticos que se caracteriza por ser muy agresiva.

Ni los países ricos en recursos naturales del grupo LAS ni el resto han demostrado en los años recientes contar con un conjunto consistente de políticas para el desarrollo. Los casos más exitosos de desarrollo de la posguerra se basaron en estrategias de *export-led growth* y resulta difícil pensar que será posible repetir esas experiencias en una economía global que enfrenta la amenaza de guerras cambiarias y del proteccionismo como forma de generar empleo.

Un segundo desafío se relaciona con el espacio para las políticas macroeconómicas. Si bien es cierto que en esta ocasión las políticas anticrisis tuvieron un papel central y que el peso de la deuda disminuyó considerablemente, pensar que las mejoras en la gestión de las políticas están consolidadas puede llevar a mayores complicaciones en el futuro. De hecho, las cuentas fiscales en varios países de la región se habían movido hacia terrenos deficitarios aún antes de la crisis y la necesidad de buscar fuentes de financiamiento se habían incrementado. Es el caso de las dos economías mayores, Brasil y México, pero también de economías más pequeñas, como República Dominicana y Ecuador.

Por último, está la cuestión de la evolución de la economía internacional. Es importante tener en cuenta que los ajustes post-crisis no sólo no han terminado sino que en muchos casos acaban de comenzar y no está claro cuál es el sendero de ajuste que seguirán los grandes jugadores globales en el plano monetario, cambiario y fiscal. Los distintos escenarios sobre las soluciones posibles a los desbalances globales y a los nudos que hoy existen implican ubicar a la región en “mundos” muy distintos. Una amenaza muy concreta que enfrenta América Latina en este escenario son los efectos de derrame (o externalidades) que provocan los excesos de liquidez internacional asociados con el *quantitative easing* y otras operaciones orientadas a reactivar el crédito en los países desarrollados. Las externalidades están tomando la forma de aumento en la probabilidad de formación de burbujas en la región así como de exacerbación de las presiones de apreciación de la moneda con el consiguiente peligro de contraer la enfermedad holandesa. Los países de la región no tienen espacio de política suficiente como para resistir por mucho tiempo excesos de liquidez de la magnitud que se están observando. Por otra parte, si esta situación llevara a una profundización de las estrategias de auto-seguro, ello no sería funcional ni para el crecimiento latinoamericano ni para la solución de los problemas de desequilibrio global.

Por supuesto, hablar de externalidades implica hacer referencia a problemas de coordinación y de acción colectiva que involucran a todos los actores globales. De ahí que los países de la región no deberían perder ninguna oportunidad para plantear sus problemas en los foros internacionales empezando, por supuesto, por el G-20 donde se cuenta con la participación de las tres economías más grandes de la región.

Ramiro Albrieu y José María Fanelli

Investigadores del Centro de Estudios de Estado y Sociedad (CEDES), Buenos Aires

Referencias bibliográficas

- Acharya, V.V., y P. Schnabl (2010), "Do Global Banks Spread Global Imbalances? Asset-Backed Commercial Paper During the Financial Crisis of 2007–09", *IMF Economic Review*, vol. 58, nr 1, pp. 37-73.
- Albrieu, R., y J.M. Fanelli (2009), "América Latina frente a la crisis internacional: el desafío de la recuperación", *Boletín Informativo Techint*, agosto.
- BID (2009), "Dilemas de política para tiempos sin precedentes: cómo enfrentar la crisis global en América Latina y el Caribe", mimeografiado, BID.
- Bordo, M., y J. Lane (2010), "The Global Financial Crisis: Is it Unprecedented?", presentado en EWC/KDI Conference, Honolulu, Hawaii, 19-20/VIII/2010.
- Caballero, R., E. Farhi y P.O. Gourinchas (2008), "Financial Crash, Commodity Prices and Global Imbalances", *CEPR Discussion Papers*, nº 7064.
- Calvo, G., A. Izquierdo y L.F. Mejía (2008), "Systemic Sudden Stops: The Relevance of Balance-Sheet Effects and Financial Integration", *RES Working Papers*, nº 4581, Inter-American Development Bank, Research Department.
- Canuto, O. (2010), "Recoupling or Switchover? Developing Countries in the Global Economy", mimeografiado, Banco Mundial.
- Cárdenas, O., y E. Levy Yeyati (2010), "Brookings Latin America Economic Perspectives", mimeografiado, septiembre.
- CEPAL (2008), *Estudio económico de América Latina y el Caribe, 2007-2008 (LC/G.2386-P)*, publicación de las Naciones Unidas, nº de venta S.08.II.G.2, Santiago de Chile.
- CEPAL (2010a), "Panorama de la inserción internacional de las economías de América Latina y el Caribe", mimeografiado.
- CEPAL (2010b), "La reacción de los gobiernos de las Américas frente a la crisis internacional: una presentación sintética de las medidas de política anunciadas hasta el 31 de diciembre de 2009", mimeografiado.
- CEPAL y OIT (2010), "Crisis, estabilización y reactivación: el desempeño del mercado laboral en 2009", *Boletín Coyuntura laboral en América Latina y el Caribe*, junio.
- Cerra, V., y S. Saxena (2007), "Growth Dynamics: The Myth of Economic Recovery", *BIS Working Papers*, nº 226.
- Cowan, K., E. Levy Yeyati, U. Panizza y F. Sturzenegger (2006), "Sovereign Debt in the Americas: New Data and Stylized Facts", *RES Working Papers*, nº 4480, Inter-American Development Bank, Research Department.
- Díaz Alejandro, C. (1985), "América Latina en la depresión 1929-1939", en Gerzovitz *et al.* (eds.), *Teoría y Experiencia del Desarrollo Económico*, FCE.
- Edwards, S. (2007), "Crises and Growth: A Latin American Perspective", *Working Papers in Economic History*, nº 07-07, Universidad Carlos III, Departamento de Historia Económica e Instituciones.
- Fahri, M., y R. Zanchetta (2009), "Derivatives Operations of Corporations from Emerging Economies in the Recent Cycle", mimeografiado, UNICAMP.
- FMI (2009), "Global Financial Stability Report", mimeografiado, abril.
- FMI (2010a), "World Economic Outlook", mimeografiado, octubre.

- FMI (2010b), "Regional Economic Outlook: Western Hemisphere", octubre.
- FMI (2010c), "Fiscal Monitor", mayo.
- Gómez Sabatini, C., y J.P. Jiménez (2009), "El papel de la política tributaria frente a la crisis: límites y posibilidades", mimeografiado, CEPAL.
- Izquierdo, A., R. Romero y E. Talvi (2008), "Booms and Busts in Latin America: The Role of External Factors", *IADB RES working paper*, p. 4569.
- Jara, A., R. Moreno y C. Tovar (2009), "The Global Crisis and Latin America: Financial Impact and Policy Responses", *BIS Quarterly Review*, junio.
- Kacef, O. (2010), "América Latina frente a la crisis internacional: ¿por qué esta vez fue diferente?", *Pensamiento Iberoamericano*, nº 6.
- Lane, P., y G.M. Milesi-Ferretti (2007), "The External Wealth of Nations Mark II: Revised and Extended Estimates of Foreign Assets and Liabilities, 1970–2004", *Journal of International Economics*, nº 73, noviembre, pp. 223-250.
- Levy Yeyati, E. (2010), "Emerging Economies in the 2000s: Real Decoupling and Financial Recoupling", mimeografiado, UTDT.
- Ocampo, José (2007), "La macroeconomía de la bonanza económica latinoamericana", *Revista CEPAL*, nº 93, diciembre, pp. 7-29.
- Ratha, D., y W. Shaw (2007), "South-South Migration and Remittances", *World Bank Working Paper*, nº 102, World Bank, Washington DC.
- Reinhart, C., y V. Reinhart (2010), "After the Fall", presentado en el Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Policy Symposium, *Macroeconomic Policy: Post-Crisis and Risks Ahead*, Jackson Hole, Wyoming.
- Rosales, O. (2010), "El dinamismo de China y Asia emergente: oportunidades y desafíos para América Latina y el Caribe", *Pensamiento Iberoamericano*, nº 6.
- Swiston, A.J. (2010), "Spillovers to Central America in Light of the Crisis: What a Difference a Year Makes", *IMF Working Paper*, nº 10/35.
- Torre, A. de la, J. Gozzi y S. Schmukler (2007), "Capital Market Development: Whither Latin America?", *World Bank Policy Research Working Paper Series*, nº 4156.