

LA CRISIS FINANCIERA MUNDIAL Y SU IMPACTO SOBRE AMÉRICA LATINA

José Antonio Ocampo *

Resumen

Este ensayo argumenta que, aunque la iliquidez total que caracterizó la fase más severa de la crisis que se desató en septiembre de 2008 ha sido superada, el crédito y la actividad productiva de los países industrializados se están contrayendo rápidamente y el sistema financiero sigue descapitalizado. De los canales externos de transmisión de la crisis hacia América Latina, la disminución de las remesas es el menos importante. Los efectos más generalizados se producirán a través de la caída del volumen de comercio internacional y del fuerte deterioro de los términos de intercambio de los productos básicos. Queda, además, por delante una etapa de financiamiento externo privado muy restringido. Las economías de la región llegan a la crisis con mayores fortalezas que en el pasado, asociadas fundamentalmente al menor endeudamiento externo público y altos niveles de reservas internacionales, pero ellas sólo servirán para moderar modestamente la peor coyuntura económica mundial desde la gran depresión de los años treinta.

Introducción

Como se reconoce ampliamente, la economía mundial está experimentando la peor crisis financiera mundial desde la Gran Depresión de los años treinta del siglo XX. Aunque el mundo industrializado puede evitar una contracción de la actividad productiva tan profunda como la de entonces, también es evidente que está atravesando la peor recesión desde la Segunda Guerra Mundial (por lo demás, los límites entre una “recesión” y una “depresión” nunca han sido claros). La crisis está tocando todos los rincones del planeta. Dado su papel como bastión del dinamismo económico mundial en las últimas décadas, la contracción de las exportaciones chinas en noviembre y diciembre de 2008 y el virtual estancamiento de dicha economía durante el último trimestre de dicho año son las constataciones más claras de que la crisis mundial es muy profunda.

En el caso latinoamericano, el auge que se experimentó entre 2003 y 2007, basado en una combinación inusual de auge financiero, bonanza excepcional de precios de

* Profesor de la Universidad de Columbia. Ex-Secretario Ejecutivo de la CEPAL y ex-Ministro de Hacienda y Crédito Público de Colombia. Agradezco a María Paula Carvajal por su colaboración en la elaboración de este documento. Este ensayo ha sido elaborado para el proyecto del PNUD sobre “Estado, democracia y mercado: Informe regional sobre la democracia en América Latina”.

productos básicos y altos niveles de remesas de trabajadores, también ha llegado a su fin. Ya a lo largo de 2008 varias economías de la región experimentaron una desaceleración importante, entre ellas México, Colombia, Venezuela y casi todas las economías más pequeñas de Centroamérica y el Caribe. Como veremos, la abundancia de financiamiento se redujo desde el tercer trimestre de 2007, coincidiendo con la primera fase de la crisis financiera de Estados Unidos. A mediados de 2008 se inició la caída de precios de productos básicos. Pero fue el colapso financiero mundial de mediados de Septiembre de 2008 el que desencadenó los cambios más profundos, al paralizar el crédito, elevar drásticamente los márgenes de riesgo, transformar la caída en un desplome de los precios de productos básicos y desencadenar una recesión profunda en el mundo industrializado. Aún las economías latinoamericanas que habían mantenido un alto e incluso creciente dinamismo hasta el tercer trimestre de 2008, como Brasil y Perú, se estrellaron contra la pared.

Visto en retrospectiva, lo que es peculiar de mundo en desarrollo fue su capacidad de aislarse relativamente de la primera fase de la crisis, gracias al renovado auge de precios de productos básicos, la relativa seguridad para los capitales que representaban sus altísimos niveles de reservas internacionales y el dinamismo persistente de las grandes economías asiáticas. Esto dio lugar a la tesis, difundida por el Fondo Monetario Internacional y otros, de que el mundo en desarrollo se “desacoplaría” de las tendencias adversas del mundo industrializado. Pero, para utilizar la terminología de Calvo (2008), ese “veranillo” fue sucedido el “vendaval” que se desencadenó con la crisis financiera mundial de septiembre de 2008. Entonces se hizo evidente que la tesis del desacople no era más que una ficción.

Este ensayo analiza el impacto de la crisis internacional sobre América Latina. Está dividido en cuatro secciones. La primera incluye unas consideraciones sobre la crisis financiera de los Estados Unidos. La segunda considera los tres canales externos de transmisión de la crisis, asociados a la reversión de los tres mecanismos que generaron el auge precedente. La tercera contiene algunas consideraciones sobre la vulnerabilidad de los países de la región. El ensayo termina con una corta sección de conclusiones.

Como se hará evidente en la primera sección, en el momento de terminar la redacción de este ensayo (enero de 2009), la situación internacional seguía siendo muy fluida. El sector financiero mundial no había encontrado un punto estable, debido a su severa descapitalización, y el crédito seguía en fase de contracción, mientras la actividad económica mundial y el comercio internacional decrecían a un ritmo acelerado. Lo que esto indica es que todavía se desconocía la intensidad y duración de la crisis. Al mismo tiempo, se estaban poniendo en marcha nuevos paquetes macroeconómicos, entre ellos la segunda fase del plan de rescate financiero de Estados Unidos, el programa fiscal anunciado por la Administración Obama y el nuevo paquete de rescate financiero anunciado por el gobierno británico. En estas condiciones, muchas consideraciones contenidas en este ensayo están sujetas a fuertes contingencias.

I. La crisis financiera mundial

En enero de 2009 se había cumplido ya un año y medio desde la crisis que desencadenó la titularización de las hipotecas de baja calidad en Estados Unidos. Habían pasado, además, cuatro meses desde la fatídica semana que se inició el domingo 14 de septiembre de 2008 con la quiebra de Lehman Brothers, uno de los cinco grandes bancos de inversión norteamericanos y el rescate de otro (Merril Lynch, que pasó a ser una subsidiaria de Bank of America; Bear Stearns había sido rescatado en marzo y entró en proceso de fusión con J.P.Morgan Chase), y siguió a comienzos de la semana con el rescate de la principal empresa de seguros (American Insurance Group, AIG), la venta forzosa de los activos del principal banco de ahorro y crédito (Washington Mutual) y de uno de los bancos comerciales más grandes (Wachovia; muchos otros, más pequeños, había venido quebrándose y han seguido haciéndolo desde entonces), y la transformación de los bancos de inversión aún independientes en holdings bancarios (Goldman Sachs y Morgan Stanley; el grupo financiero japonés Mitsubishi UFJ tomaría en octubre una quinta parte de la propiedad del segundo ellos), pasando de esta manera a supervisión de la Reserva Federal. El miércoles 17 y el jueves 18 de septiembre el sistema financiero de Estados Unidos estuvo a punto de un colapso total y se inició un período que se vino a llamar de “congelamiento” del crédito, que en su punto más crítico implicó la paralización del crédito interbancario y de la emisión de papeles comerciales de corto

plazo. Durante esa semana se desencadenó también la secuencia de quiebras de bancos europeos, que no ha parado todavía (algunos británicos habían enfrentado dificultades desde antes).

La frecuencia de crisis financieras es un hecho recurrente en la historia del capitalismo, como lo ha ilustrado el gran historiador económico, Charles Kindleberger (Kindleberger y Aliber, 2005). La frecuencia de crisis financieras de distinto tipo se ha acentuado, además, desde los años setenta, coincidiendo con diversos procesos de liberalización económica mundial (Bordo y otros, 2001). En el caso de los Estados Unidos, ésta es la tercera crisis bancaria de las últimas décadas. La primera fue la crisis latinoamericana de la deuda, que fue hábilmente manejada para que América Latina pagara los costos e incluso no quedara registrada como lo que también fue, una quiebra de los principales bancos estadounidenses. La segunda fue la crisis del sistema de ahorro y crédito de dicho país de fines de en los años ochenta. La tercera es la actual. A ello podrían agregarse los grandes colapsos bursátiles, incluidos el “lunes negro” de octubre de 1987 y el estallido de la burbuja de títulos tecnológicos de comienzos de los 2000s, así como tres episodios de fuertes caídas del dólar, el último de los cuales se venía experimentando hasta que la crisis de septiembre revirtió este fenómeno de manera temporal.

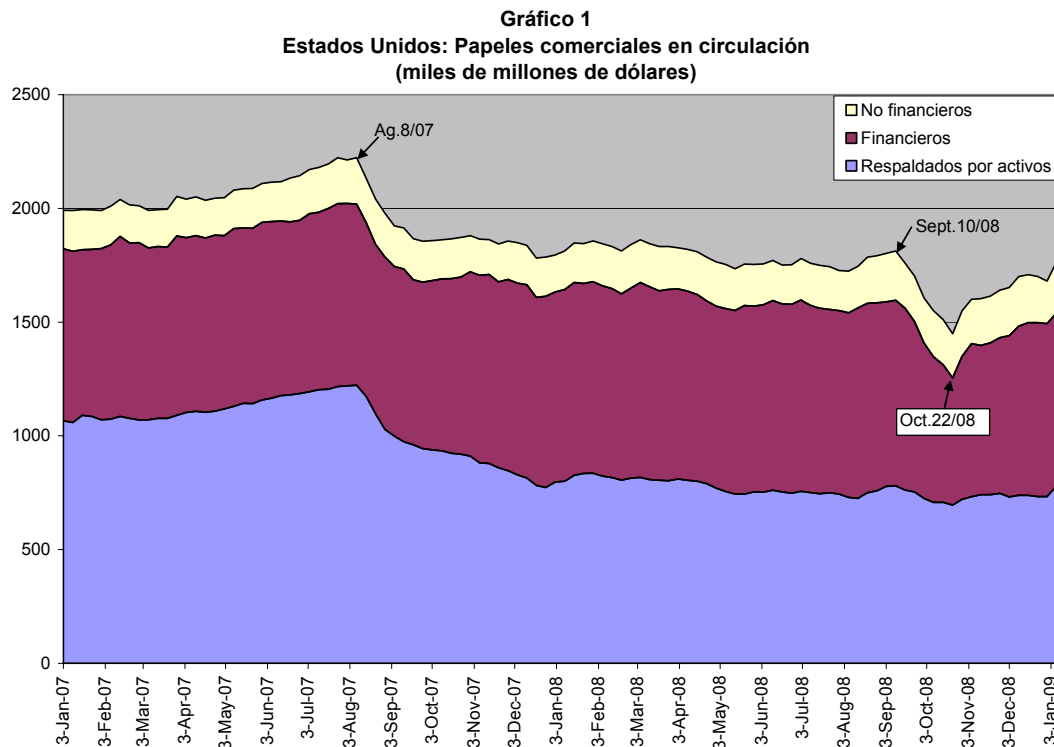
La razón básica de la frecuencia de las crisis es la incapacidad de los sistemas financieros de auto-regularse, uno de cuyos corolarios es que las medidas de liberalización financiera contienen el germen de crisis. El problema fundamental, como lo señalara Minsky (1982) hace un cuarto de siglo, es que a medida que avanzan los auge financieros tiende a aumentar la confianza y los agentes financieros toman, por ello, posiciones cada vez más riesgosas, en el sentido en que las obligaciones financieras crecen en relación con sus ingresos corrientes o, si se miran a través de las hojas de balance, que el endeudamiento aumenta en relación con el capital (mayor apalancamiento). La lógica de este modo de operar es contundente durante el auge, porque permite hacer ganancias con poco capital, gracias a la inflación de los precios de los activos que se auto-genera. El auge termina, por lo tanto, con niveles de endeudamiento excesivo de todos los agentes y escasa capitalización de las entidades

financieras, que siembran la semilla de las quiebras de los deudores y de los intermediarios financieros. Aunque esta lógica es recurrente, la crisis actual es, sin duda, la “prueba maestra” de la incapacidad de los mercados financieros, aún los más sofisticados, de auto-regularse.

Ante los colapsos que experimentaron muchos países en desarrollo a partir de la secuencia de crisis asiática, rusa y latinoamericana de fines del siglo pasado, la ortodoxia económica terminó por aceptar que las medidas de liberalización financiera deben estar acompañadas de mejor regulación y supervisión prudencial (en varios países de América Latina, esto había ocurrido antes, a partir de la crisis de la deuda de los años ochenta). Pero esta recomendación no se aplicó al centro del capitalismo financiero mundial, que continuó en un proceso de desregulación. Entre otras, este proceso se tradujo en la eliminación definitiva, en 1999, de las fronteras entre la banca de inversión y la banca comercial que se había establecido en los años treinta del siglo XX y en la liberalización, en 2004, de los requisitos de capital de la banca de inversión, lo cual la llevó a doblar los niveles de apalancamiento en los años siguientes. No hubo, además, ninguna regulación sobre las “innovaciones financieras”, como las hipotecas de baja calidad, su titularización o la proliferación de derivados financieros, entre los que sobresalen los nuevos seguros de crédito denominados “credit default swaps”. Tampoco hubo un intento de frenar, por medio de la supervisión, la multiplicación de activos financieros por fuera del balance de las entidades más reguladas (los bancos) y ninguna regulación sobre los nuevos intermediarios, como los fondos de inversión alternativa (*hedge funds*).

A ello se agrega que muchos agentes no bancarios se fueron especializando en la transformación de plazos (captar recursos a corto plazo con emisiones de bonos para prestar o invertirlos a largo plazo), generando lo que vino a denominarse el “sistema bancario en la sombra”. Esta es una función que tradicionalmente ha sido asignada a los bancos comerciales y que se torna muy problemática durante las crisis. Una de sus manifestaciones más dramáticas es el retiro de depósitos de los bancos, un problema que, aunque no enteramente ausente durante la crisis actual, ha tendido a desaparecer con la difusión de seguros de depósitos. Sin embargo, como los agentes no bancarios no tienen acceso a estos seguros –y, en cualquier caso, estos esquemas solo aseguran cuantías

limitadas—, el problema se ha reflejado ahora en retiros masivos de los fondos mutuos, de inversión alternativa y otros.



Fuente: Reserva Federal, serie FRB_CP-1

Las respuestas iniciales de las autoridades económicas giraron en torno al mejoramiento de las líneas de provisión de liquidez y la reducción de las tasas de intervención de los bancos centrales, es decir, al desempeño eficaz de su función de prestamistas de última instancia. Las primeras medidas de acceso a las líneas de redescuento de la Reserva Federal se anunciaron a mediados de agosto de 2007, poco después del inicio del colapso del mercado de títulos financieros respaldados por hipotecas (véase en el Gráfico 1 una de las dimensiones de ese colapso, el que tuvo lugar en el mercado de papeles comerciales titularizados). Fueron sucedidas por la primera reducción de las tasas de intervención, en septiembre de 2007. Entre los principales bancos centrales del mundo, la Reserva Federal ha sido agresiva en ambos campos, seguida por el Banco de Inglaterra, en tanto que el Banco Central Europeo ha tenido una actitud mucho más conservadora. Las líneas de crédito se multiplicaron con el tiempo y permitieron el acceso a intermediarios que jamás habían tenido acceso a ellas. El primer

paso en esta dirección se tomó en Estados Unidos en marzo de 2008, a raíz de la quiebra de Bear Stearns, al permitir el acceso de los bancos de inversión a líneas específicas de crédito de la Reserva Federal.

Cuadro 1						
Cartera de la Reserva Federal						
(Miles de millones de dolares)						
Semana terminada	Ag. 8 2007	En. 2 2008	Mar. 12 2008	Sept. 10 2008	Nov. 12 2008	En. 28 2009
Total crédito	850.6	891.7	869.2	888.3	2198.2	1989.9
Títulos federales en su poder, sin prestar	787.3	724.1	697.5	361.7	271.2	376.2
Crédito y portafolio adquirido al sector privado	22.3	102.0	130.5	428.1	1313.4	1105.4
Líneas tradicionales 1/	22.3	62.0	70.5	132.9	193.8	89.5
Subasta de crédito		40.0	60.0	150.0	415.3	415.9
Préstamo de títulos federales				115.9	200.0	125.1
Facilidad para bancos de inversión					64.9	32.1
Papeles comerciales respaldados con activos					80.2	14.6
Crédito a AIG						38.3
Otros					82.3	0.0
Portafolio neto de papeles comerciales en compañía de responsabilidad limitada					249.9	316.2
Portafolio neto de Maiden Lane I 2/				29.3	26.9	27.0
Portafolio neto de Maiden Lane II y III 3/						46.7
Activos denominados en moneda extranjera y otros	41.8	66.6	42.4	99.6	615.0	510.3
(Canjes con bancos centrales)						465.9
Flotante	-0.9	-1.0	-1.2	-1.0	-1.5	-2.0

1/ REPOs, líneas primaria, secundaria y estacional, y préstamos de bonos del Tesoro a un día.

2/ Compañía de responsabilidad limitada creada para administrar cartera de Bear Stearns

3/ Compañía de responsabilidad limitada creada para administrar cartera de AIG

Fuente: Reserva Federal, Serie H.4.1

Durante la primera fase de la crisis, que cubre entre mediados de agosto de 2007 y la quiebra de Bear Stearns en marzo de 2008, se experimentó un fuerte colapso del mercado de papeles respaldados por hipotecas. El hecho de que muchos de estos títulos se encontraban en poder de intermediarios financieros, incluso por fuera de las hojas de balance, contribuyó a generar la desconfianza mutua en la calidad de sus carteras, que se tornaría con el tiempo en el elemento más dramático de la crisis. El uso de las líneas de crédito creadas por la Reserva Federal fue inicialmente moderado, pero se aceleró desde marzo de 2008 –que puede considerarse, por lo tanto, como el comienzo de una segunda fase de la crisis. El monto de bonos públicos en poder de la Reserva Federal y que no había puesto a disposición de agentes privados como préstamo, se redujo simultáneamente, permitiendo mantener, por lo tanto, el tamaño total de su cartera (Cuadro 1). La reducción de las tasas de intervención, que fue muy fuerte hasta marzo de

2008 (entre tres y cuatro puntos porcentuales), se transmitió hacia los bonos de corto plazo del Tesoro, el mercado interbancario y las tasas de depósito y crédito del sistema bancario, pero las tasas del mercado de capitales (bonos empresariales y de los gobiernos estatales y locales) y la de las hipotecas se mantuvieron virtualmente inalteradas (Cuadro 2).

Semana terminada	Ag. 10 2007	Mar. 28 2008	Sept. 12 2008	Oct. 31 2008	En. 16 2009	En. 23 2009
Tasas de intervención						
Fondos Federales	5.25	2.18	1.99	0.82	0.10	0.20
Redescuento	6.25	2.50	2.25	1.68	0.50	0.50
Interbancaria (Libor)	5.43	2.67	2.82	4.70 *	1.11	1.14
Bonos del Tesoro						
1 mes	4.82	1.22	1.53	0.28	0.04	0.03
10 años	4.79	3.52	3.66	3.92	2.30	2.56
Certificado de depósito, 3 m. (mercado secundario)						
Préstamos preferenciales	5.43	2.74	2.79	3.45	0.85	1.05
Bonos empresariales						
Aaa	5.78	5.51	5.46	6.42	4.89	5.10
Baa	6.66	6.93	7.05	9.49	7.97	8.15
Bonos gobiernos estatales y locales						
Hipotecas convencionales	4.59	4.96	4.54	5.35	4.80	5.13
	6.59	5.85	5.93	6.46	4.96	5.12

* Semana terminada el 15 de Septiembre de 2008.

Fuente: Reserva Federal, Serie H.15

La magnitud del colapso de mediados de septiembre 2008 –que inicia la tercera fase de la crisis— tomó por sorpresa a las autoridades y al propio mercado. La paralización del crédito llevó al banco central a tomar medidas totalmente inesperadas, incluida la decisión de comprar papeles comerciales a través de una compañía de responsabilidad limitada (en realidad un fondo administrado por el Banco de la Reserva Federal de Nueva York) cuyos activos están respaldados por el gobierno federal; éste es el mecanismo que se había diseñado desde marzo para manejar la cartera de Bear Stearns y la que se utilizaría para manejar la cartera de AIG. Estas acciones representaron un cambio de foco en la política: de respaldar la liquidez del sistema a reactivar el crédito.

Esto último incluyó gradualmente como objetivo reducir las tasas de interés de los créditos comerciales (para compra de vehículos, de crédito educativo y de tarjetas de crédito) e hipotecarios.

El resultado de ello ha sido la masiva creación de nuevas líneas de crédito, dirigidas crecientemente a todos los agentes del mercado: a los bancos comerciales y de inversión se agregaron ahora los intermediarios hipotecarios, los fondos mutuos e incluso los fondos de inversión alternativa. En total, la reserva federal concedió al sector privado créditos o adquirió cartera privada por casi \$900.000 millones entre la semana terminada el 10 de septiembre y la de noviembre 12, cuando dicha cartera alcanzó su nivel más alto. A ello se agregaron las líneas de crédito concedidas a otros bancos centrales del mundo. En total, la cartera de la Reserva Federal aumento en \$1.3 billones en este período de poco más de dos meses (poco más del 9% del PIB). Estos activos fueron financiados con depósitos del gobierno en la Reserva Federal y con las reservas excedentes de los bancos depositadas en dicha entidad (una de las manifestaciones del atesoramiento de liquidez que está teniendo lugar a lo largo y ancho del mundo) y que comenzaron a ser remuneradas. Como las reservas de los bancos hacen parte de la base monetaria, esta última se expandió entre agosto y noviembre en un 70%. Un proceso similar (aunque de menor magnitud) tuvo lugar en los otros bancos centrales de países industrializados.

A estas acciones de los bancos centrales se unieron los programas de rescates bancarios liderados por los gobiernos. El espectáculo inicial reflejó una descoordinación sin precedentes de las autoridades. En Estados Unidos, el partido de gobierno se opuso al rescate de \$700.000 millones presentado por la Administración Bush, que fue finalmente aprobado por el Congreso a comienzos de octubre gracias al apoyo de la oposición. En Europa los gobiernos anunciaron una serie de iniciativas que competían entre sí, especialmente en materia de seguros de depósito. Las iniciativas lanzadas por Gran Bretaña el 7 de octubre ordenaron en gran medida los planes de rescate. Las medidas más importantes se concentraron en capitalizar las entidades financieras con fondos públicos, que en algunos casos ha involucrado la nacionalización total de algunas de ellas (incluidos en Estados Unidos las dos gigantes hipotecarios, Fannie Mae y Freddie Mac y el grupo AIG). La segunda es la ampliación del seguro de depósitos y la garantía del

Estado a algunas líneas de crédito, especialmente interbancarias. La tercera es la creación de fondos para la adquisición de “activos tóxicos”. Sin embargo, aunque este fue el foco de atención del paquete aprobado inicialmente en Estados Unidos, fue posteriormente abandonado como instrumento, debido a las dificultades para operacionalizar la compra de activos complejos y heterogéneos. En el rescate del Citibank anunciado a fines de noviembre de 2008 y en el nuevo paquete británico de enero de 2009, hay una modalidad intermedia entre el segundo y tercer tipo de acciones, ya que los gobiernos asumen una garantía pública sobre el exceso de pérdidas asociadas a los activos tóxicos que continúan en poder de las instituciones (una parte de ellos en el caso de Citibank). Curiosamente, hasta enero de 2009, los programas de rescate no habían incluido medidas de alivio a los deudores (en particular, de deudores hipotecarios pobres) y, pese la presión en Estados Unidos de algunos miembros del Partido Demócrata, tampoco cambios en la ley de quiebras, que permitieran una renegociación de las hipotecas, al menos de las de menor cuantía.

Las medidas han servido para corregir algunas de las distorsiones más evidentes generadas por el colapso financiero de mediados de septiembre. La tasa de interés interbancaria, que se había elevado en casi dos puntos porcentuales durante el mes siguiente a la crisis, se tendió a normalizar desde mediados de octubre (Cuadro 2). La emisión de papeles comerciales se reactivó después del mínimo alcanzado el 22 de octubre (Gráfico 1). La presión sobre las líneas de crédito de la Reserva Federal se redujo desde mediados de noviembre (Cuadro 1). El ritmo de creación de base monetaria se redujo, pero no se interrumpió, generando una emisión acumulada entre agosto de 2008 y enero de 2009 de 855.000 millones de dólares, equivalente a poco menos del 6% del PIB de Estados Unidos.¹

Por otra parte, en contra del objetivo de la política, la huida hacia la calidad se reflejó inicialmente en una reducción de las tasas de los bonos del Tesoro de muy corto plazo, que se transformaron en un sustituto cercano del dinero, pero este proceso coincidió con un aumento de las tasas de mercado –o, lo que es equivalente, un aumento

¹ De acuerdo con la serie H.3 de la Reserva Federal, en las dos últimas semanas de enero de 2009 la base monetaria alcanzó 1.698 miles de millones de dólares, poco más del doble de la de agosto de 2008 (843 miles de millones de dólares).

significativo de todos los márgenes de riesgo. Desde noviembre, sin embargo, todas las tasas de interés comenzaron a reducirse, aunque mucho más las de los títulos del Tesoro a largo plazo. En su conjunto, y pese a la reducción de entre 5 y 6 puntos porcentuales de las tasas de la Reserva Federal que ha tenido lugar desde mediados de agosto de 2007, algunas tasas de interés continúan por encima de los niveles de entonces (bonos de las empresas con menores niveles de calificación y de los gobiernos estatales y locales) y otras muestran reducciones modestas (bonos de las empresas altamente calificadas).

Esto significa que, aunque la política norteamericana había logrado superar la iliquidez total que caracterizó la tercera fase de la crisis, no había logrado hasta enero de 2009 reactivar el crédito, que más bien entró en un proceso de contracción generalizada en los últimos meses del 2008, cuando se extendió al crédito bancario. La inyección de capital público en los bancos ha sido un canal fundamental para darle alguna estabilidad al sistema, pero a comienzos de 2009 era evidente que este proceso no había culminado y que podría terminar en la nacionalización total de un conjunto más amplio de instituciones, especialmente en Gran Bretaña, pero también en Estados Unidos y en algunos países de Europa continental. Por otra parte, no es evidente que, en ausencia de una reactivación productiva, dicha capitalización sea suficiente para garantizar una reactivación significativa del crédito.

La actividad económica ha venido experimentando, por su parte, una caída vertical, estimada para los países industrializados en ritmos anuales equivalentes a entre 5 y 6% en el último trimestre de 2008 y el primer trimestre de 2009.² El consenso de los analistas es que la efectividad de la política monetaria es ya muy reducida en los Estados Unidos, que se encuentra de hecho en una “trampa de liquidez”, que se expresa en particular en un atesoramiento de liquidez (que incluye la ya mencionada acumulación de excesos de reservas de los bancos comerciales en la Reserva Federal) y de su sustituto más cercano, los bonos de Tesoro de corto plazo. Por ese motivo, la atención se ha desplazado hacia las medidas monetarias no convencionales ya mencionadas, orientadas directamente a reactivar y reducir el costo del crédito, y a los paquetes fiscales, donde

² Los anuncios del 30 de enero indican que el PIB de Estados Unidos cayó a un ritmo del 3.8% en el último trimestre, pero los analistas esperan que esa cifra sea revisada en un sentido aún más negativo.

Estados Unidos ha anunciado el más grande (\$825.000 millones, poco menos del 6% del PIB). Fuera de Estados Unidos, los bancos centrales han continuado la tarea, aún incompleta en Europa, de bajar las tasas de interés.

Una forma de resumir estos desarrollos recientes es señalar que la tercera fase de la crisis, caracterizada por la iliquidez total del sistema financiero, fue sucedida desde noviembre por una cuarta, en que ha desaparecido dicho problema pero subsisten la severa descapitalización de las entidades financieras y la contracción del crédito, y cuyo elemento dominante es el colapso de la actividad productiva en los países industrializados, que ha arrastrado a todo el mundo.

En torno a estos temas se desarrollarán los eventos de 2009. La mayoría de las proyecciones existentes a fines de 2008 preveían que las economías de los países industrializados, lideradas por Estados Unidos, girarán en un sentido positivo durante el segundo semestre del año. Es un escenario optimista. La experiencia del pasado en el mundo en desarrollo, al igual que la Gran Depresión en los Estados Unidos y Japón en su “década perdida” de fines del siglo XX, indican que las crisis que, como la actual, involucran des-apalancamiento y cambios radicales en las hojas de balance, el efecto recesivo tiende a ser fuerte y prolongado. La única previsión que resultó acertada en 2008 fue el escenario pesimista previsto por las Naciones Unidas. Para 2009, dicho escenario implica una recesión que continuaría a lo largo del año, generando una caída del 1.5% del PIB de los países industrializados y del 0.4% en el PIB mundial (Naciones Unidas, 2009, Cuadro 1.1). A la luz de la información reciente sobre evolución de la actividad económica —incluida la información sobre la fuerte desaceleración de la economía china en el último trimestre de 2008—, aún este escenario luce ahora optimista. El propio FMI (2009), que generalmente se cuenta dentro de los organismos optimistas en materia de proyecciones económicas, hizo público a fines de enero una proyección que implica una caída del PIB mundial a precios de mercado del 0.6%, casi dos puntos porcentuales menos que las que había dado a conocer apenas dos meses antes. Hay, además, proyecciones privadas más pesimistas.

Conviene resaltar que uno de los problemas principales que ha sido evidente a lo largo de la crisis ha sido la falta de coordinación internacional de las autoridades, con la notoria excepción de las acciones de los bancos centrales orientadas a mejorar la provisión de liquidez. Uno de los capítulos más recientes de esta descoordinación es la falta de consenso europeo sobre la necesidad de poner en marcha una política fiscal más expansiva. En todo caso, conviene recordar que Europa tiene estabilizadores automáticos más desarrollados que Estados Unidos (en particular, seguros de desempleo más generosos) y que, por ello, sobre Estados Unidos recae la responsabilidad particular de adoptar medidas fiscales discrecionales ambiciosas. Mucho se ha discutido, además, si los paquetes fiscales deben centrar su atención en la expansión del gasto, para garantizar un efecto cierto sobre la demanda agregada, o deben incluir medidas tributarias, cuyos efectos sobre la demanda agregada son más inciertos.

Por otra parte, nunca había sido más evidente que es preciso mejorar la institucionalidad para coordinar las políticas macroeconómicas mundiales y manejar la globalización financiera. De hecho, la crisis también ha mostrado la necesidad de una nueva institucionalidad europea y, en materia regulatoria, incluso norteamericana, debido a la complejidad institucional del sistema de regulación y supervisión prudencial en Estados Unidos, que involucra una multiplicidad de agencias, tanto federales como estatales.

II. Los canales externos de transmisión de la crisis

Como se señaló en la introducción a este ensayo, el auge que experimentó América Latina entre 2003 y 2007 estuvo basado en una combinación inusual de auge financiero, bonanza de productos básicos y altos niveles de remesas de trabajadores. La reversión de estos choques positivos puede considerarse, por lo tanto, como los tres canales externos de transmisión de la crisis hacia la región.

1. Las remesas

De los tres canales, la información más fragmentaria es aquella que existe sobre la evolución de las remesas de los trabajadores migrantes. En todo caso, basados en las

estadísticas de balanza de pagos, es claro que, en el caso latinoamericano, el período de rápido crecimiento de las remesas culminó en 2006. Los dos últimos años han sido de crecimiento lento de las remesas hacia América Latina (3% en promedio), con una contracción moderada en 2008 en México. La caída de la actividad constructora en Estados Unidos ha sido el canal más importante de transmisión de la crisis hacia los migrantes mexicanos, en la medida en que una proporción alta de los trabajadores en el sector de construcción de vivienda son migrantes mexicanos (13.8% de los trabajadores de la construcción en Estados Unidos, una cuantía casi tres veces superior a su participación en la fuerza de trabajo mexicana, de 5.1%) (J.P.Morgan, 2008). Es posible que la caída en la construcción en España, un destino muy importante de migrantes colombianos y ecuatorianos, haya tenido un efecto similar.

Sin embargo, como un todo, es difícil prever una caída fuerte de las remesas. Esto es consistente con las previsiones del Banco Mundial sobre la materia, que más bien prevén un estancamiento en 2009 (Ratha y otros, 2008). Más aún, el poder de compra de las remesas para sus receptores tenderá a aumentar en la medida en que estén acompañados de una depreciación de las monedas en los países receptores. Por eso, curiosamente, la estabilidad de de las remesas podría tender un efecto estabilizador del consumo de los hogares.

2. El comercio internacional

Durante el auge reciente, en 2003-2006, el crecimiento del volumen del comercio mundial fue del 9.3% anual, más de dos veces el de la producción mundial a precios de mercado (3.8%) (Naciones Unidas, 2009, Cuadro I.1). Sin embargo, dichos ritmos de crecimiento han sido muy sensibles al ciclo económico y, por ende, más volátiles que el PIB mundial. Como resultado de ello, el comercio mundial se ha transformado en un mecanismo amplificador, tanto de los auges como de las depresiones de la actividad productiva. Los volúmenes de comercio mundial se redujeron fuertemente durante 2007 y 2008, alcanzando un ritmo de apenas 2% en septiembre (Naciones Unidas, 2009, Gráfico I.9). La información parcial disponible indica que hubo una contracción del crecimiento mundial en el último trimestre de 2008. El Banco Mundial (2009, Cuadro 1.1) prevé una

caída del comercio mundial del 2.1% en 2009 y el escenario pesimista de Naciones Unidas (2009, Cuadro I.1) una del 3.1%.

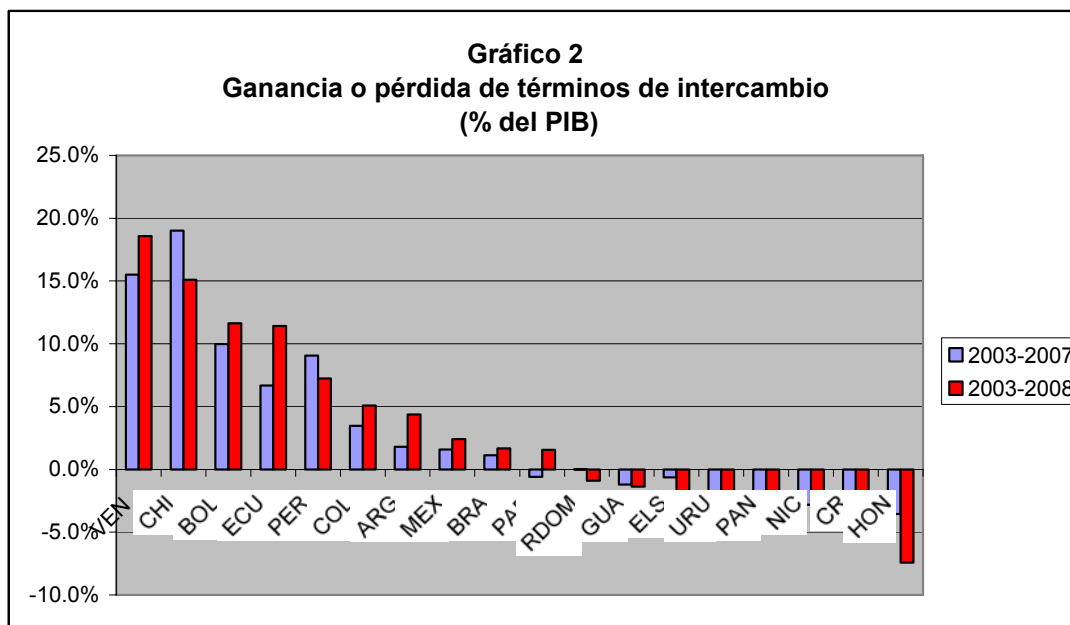
La contracción de los volúmenes de comercio será el mecanismo fundamental de transmisión de la crisis por la vía comercial hacia todos los países latinoamericanos y caribeños, pero especialmente aquéllos cuya estructura exportadora está dominada por manufacturas y servicios, es decir en México, Centroamérica y el Caribe. La evolución de los precios de productos básicos será, por su parte, el determinante más importante de la evolución de las exportaciones sudamericanas.

En años recientes, la economía mundial experimentó el auge de precios de productos básicos más impresionante en más de un siglo, tanto en términos de duración (cinco años) como de intensidad y cobertura (Banco Mundial, 2009, capítulo 2). Como lo indica el Cuadro 3, sin embargo, el auge fue mucho más intenso para los productos mineros, incluidos los energéticos, que para los agrícolas. Esto se refleja en el hecho de que, en su punto más alto, generalmente en el segundo trimestre de 2008, los precios reales de los minerales excedían con creces los de los años setenta (más los de los productos energéticos más que los metales). Por el contrario, los productos agrícolas a duras penas alcanzaron fugazmente los niveles de entonces.

Cuadro 3						
Precios reales de productos básicos, 1945-80=100						
(deflactados por índice de precios de manufacturas)						
	Total no petroleros	Total agropecuarios	Agropecuarios de clima tropical	Otros agropecuarios	Metales	Petróleo
1945-70	98.4	98.9	100.1	97.5	96.4	64.6
1971-80	104.1	103.0	99.6	106.4	109.4	192.1
1981-90	81.1	75.5	63.1	88.2	106.6	246.3
1991-97	75.3	73.7	57.9	89.9	82.4	139.5
1998-03	69.4	67.0	50.7	83.6	80.4	193.7
2004	75.1	69.1	52.8	85.7	102.8	290.7
2005	80.3	72.1	59.5	84.9	118.3	410.7
2006	96.0	76.1	63.8	88.5	187.8	487.0
2007	102.4	80.7	69.7	91.9	202.3	518.7
2008-I	121.0	100.8	94.2	107.5	214.0	687.3
2008-II	123.3	102.1	99.1	105.0	221.5	860.7
2008-III	112.7	94.2	88.5	100.0	198.1	810.0
2008-Oct	87.9	77.3	66.6	88.2	137.0	503.4
2008-Nov	80.3	72.6	58.3	87.0	116.3	374.2

FUENTE: Ocampo y Parra (2003) y actualización del autor usando las mismas fuentes.

Una de las implicaciones de ello es que los términos de intercambio mejoraron mucho más para los exportadores de productos mineros. Para el conjunto del mundo en desarrollo, los términos de intercambio de los exportadores mineros aumentaron significativamente, los de exportadores agrícolas permanecieron más o menos constantes y los exportadores de bienes manufacturados se deterioraron (Naciones Unidas, 2009, Gráfico II.6). En América Latina, las mejorías más notorias fueron aquéllas que experimentaron los países andinos, de Venezuela a Chile, todos exportadores importantes de productos mineros,³ en tanto que Argentina, Brasil y Paraguay, exportadores de productos agrícolas, tuvieron apenas ligeras mejorías, aún en 2008. Por su parte, todos los países centroamericanos y Uruguay, importantes importadores de petróleo, experimentaron un deterioro, en tanto que México, que combina una exportación dominante de manufacturas con ventas externas de petróleo, tuvo una ligera mejoría (Gráfico 2).



Fuente: Estimativos del autor con base en datos de la CEPAL.

La diferencia entre productos mineros y agrícolas refleja determinantes muy diferentes de los precios de ambos grupos de productos. Para los productos energéticos y

³ Algunos no asocian a Colombia con este patrón, pero en realidad dos quintas partes de la canasta exportadora de este país son productos energéticos (petróleo y carbón) y metales (níquel y oro).

mineros, el tema central ha sido la baja tasa de inversión, como resultado de los bajos precios que caracterizaron los mercados de estos productos entre mediados de los años ochenta y comienzos de la década actual. Dada la alta demanda generada por el crecimiento rápido de los países en desarrollo durante el último lustro, incluida la alta demanda china de metales, los precios experimentaron un fuerte auge. La inversión respondió, pero existe un rezago significativo en todos los proyectos mineros entre las decisiones de inversión y el aumento en la producción. En el caso de la agricultura, y pese a las alarmas que se prendieron con la crisis alimentaria durante el primer semestre de 2008, los desbalances entre oferta y demanda fueron mucho más moderados. Un canal importante fue, en este caso, la transmisión de los altos precios de energéticos en altos precios de los productos agrícolas que se utilizan o son sustitutos de aquellos que se emplean en la producción de biocombustibles (von Braun, 2007).

Durante el período de fuerte alza de precios de productos básicos, durante el segundo semestre de 2007 y el primero de 2008, la depreciación del dólar y la especulación financiera alimentaron el alza. En todo caso, el quiebre de la tendencia de los precios tuvo lugar hacia mediados de 2008 y, por lo tanto, precedió al colapso financiero de septiembre del mismo año. A partir del colapso del sistema crediticio, los precios de productos básicos, especialmente los energéticos y mineros, entraron en caída libre. Aún así, en noviembre los precios de estos productos continuaban por encima de los niveles reales de los años setenta. Por el contrario, los productos agrícolas de clima tropical habían vuelto a los bajos niveles de los años noventa. Los de clima templado experimentaron la caída más moderada.

Las perspectivas de los productos básicos son negativas. Estos se encontraban ya en noviembre por debajo de las proyecciones más recientes del Banco Mundial (2009, Cuadro 1.4), que preveían una caída del 25% de los precios de productos energéticos y 23% de los diferentes a energéticos en 2009. A la caída acumulada hasta noviembre, habría que agregar, además, la que experimentaron los productos básicos durante diciembre.

La caída del comercio mundial será quizá el canal más importante de transmisión de la crisis mundial sobre América Latina. No podría ser de otra manera, dados los mayores coeficientes de apertura que caracterizan a las economías latinoamericanas de hoy. La mayor ganancia en este campo será la reversión del deterioro de los términos de intercambio de los países importadores de petróleo. La experiencia histórica indica que también existen oportunidades durante las crisis, asociadas a los efectos positivos de un tipo de cambio más competitivo sobre la diversificación de la estructura productiva, pero para aprovecharlas habría que poner en marcha políticas de desarrollo productivo más activas, tal como lo ha propuesto la CEPAL (más recientemente en CEPAL, 2008a).

3. Flujos de capital

Una característica sobresaliente de las corrientes financieras hacia el mundo en desarrollo durante las cuatro últimas décadas ha sido el cambio en los factores que alimentan los auge: si en los años setenta fueron los créditos bancarios sindicados destinados al sector público, en los noventa ese papel lo desempeñaron las emisiones internacionales de bonos y durante la coyuntura reciente los capitales de portafolio.

La naturaleza de las corrientes financieras durante el auge reciente se aprecia mejor analizando las hojas de balance externo de las principales economías latinoamericanas (Cuadro 4).⁴ Estas hojas de balance muestran dos cambios notorios. El primero es el aumento de los activos, particularmente reservas internacionales, pero también las inversiones directas y de portafolio en el exterior, que han aumentado en todos los casos por encima del rápido crecimiento del PIB en dólares corrientes de los siete países analizados (que poco menos que se duplicó entre 2003 y 2007). El segundo es el fuerte cambio en la composición de los pasivos, caracterizada esencialmente por la reducción del endeudamiento y el auge de los pasivos de portafolio de carácter accionario. Estos últimos incluyen las inversiones en los países de la región de los fondos internacionales de inversión, que también invierten en los mercados de bonos locales. Por lo tanto, la contrapartida de este proceso ha sido el auge de los mercados internos, tanto de bonos como de los mercados accionarios, que se expandieron en 15 puntos

⁴ Para un análisis más extenso de las corrientes de financiamiento externo hacia América Latina en los últimos años, véanse Jara y Tovar (2008) y Ocampo (2007).

porcentuales del PIB entre 2001 y 2007.⁵ La valoración de los mercados accionarios será objeto de atención más adelante.

Cuadro 4							
Hoja de balance internacional de las siete economías latinoamericanas de mayor tamaño							
(% del PIB a precios corrientes)							
	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Activos							
Totales 1/	26.5	29.7	31.9	31.5	31.4	32.4	37.5
Inversión directa en el exterior	5.8	6.9	7.0	7.2	7.0	7.5	7.9
Activos de portafolio	2.1	2.4	3.2	3.2	3.5	3.9	4.8
Derivados	0.0	0.0	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0
Otras inversiones	12.1	13.3	13.4	12.6	11.4	10.8	12.5
Reservas internacionales 1/	6.6	7.1	8.3	8.5	9.5	10.0	12.3
Pasivos							
Totales 1/	62.4	65.4	70.4	66.4	61.5	60.3	65.6
Inversiones extranjera directa	24.5	25.5	28.6	28.1	26.7	25.6	27.2
Pasivos de portafolio	19.8	20.1	23.1	22.9	22.8	23.8	28.0
Acciones	5.5	4.9	7.2	8.4	10.4	13.0	16.9
Deuda	14.3	15.2	15.9	14.5	12.3	10.9	11.1
Derivados	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1	0.2	0.3
Otras inversiones 1/	18.0	19.8	18.6	15.4	11.9	10.7	10.2
Activos - pasivos							
Inversión directa	-18.8	-18.6	-21.6	-20.9	-19.7	-18.0	-19.2
Financieros	-17.1	-17.1	-16.8	-14.0	-10.4	-9.9	-8.9
Reservas como % de la deuda	20.3	20.4	24.0	28.3	39.1	46.5	57.9
Reservas como % de pasivos de portafolio	33.1	35.5	35.9	37.0	41.6	42.1	44.0
Mercado interno de capitales como % del PIB	34.2	32.1	38.7	39.8	43.8	44.5	49.1
Activos - Pasivos financieros							
Argentina	-0.3	19.8	20.1	22.0	29.5	26.2	29.0
Brasil	-34.9	-36.4	-35.2	-31.0	-24.1	-23.8	-28.9
Chile	-3.2	-1.5	3.9	13.5	17.3	27.6	42.7
Colombia	-13.8	-13.6	-14.5	-10.2	-5.2	-3.1	-0.9
México	-17.6	-16.7	-18.6	-18.4	-19.3	-21.1	-16.7
Perú	-29.4	-27.9	-26.4	-21.3	-14.4	-7.6	-6.8
Venezuela	23.9	35.9	48.7	44.6	49.3	50.8	51.3
Reservas como % de pasivos de portafolio							
Argentina	2.2	-14.2	1.7	19.6	67.6	72.8	93.4
Brasil	18.1	13.1	13.6	15.7	23.1	28.6	35.4
Chile	142.4	145.8	108.3	98.9	93.3	98.3	83.6
Colombia	78.8	88.1	84.2	91.8	102.7	96.8	114.6
México	30.8	41.6	42.7	39.0	35.8	30.0	29.0
Perú	131.1	125.4	105.2	114.4	91.7	98.2	97.5
Venezuela	131.1	125.4	105.2	114.4	91.7	98.2	97.5

1/ A estas cuentas se resta el valor de los pasivos con el FMI

Fuente: Estimaciones del autor con base en FMI, Estadísticas financieras internacionales. PIB en dólares corrientes según CEPAL. Mercado interno de capitales según Banco de Pagos Internacionales. Los datos se refieren a las siete economías de mayor tamaño (Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela)

⁵ Ocampo y Tovar (2008) analizan con mayor detalle el desarrollo de los mercados de bonos en los países latinoamericanos durante la década actual.

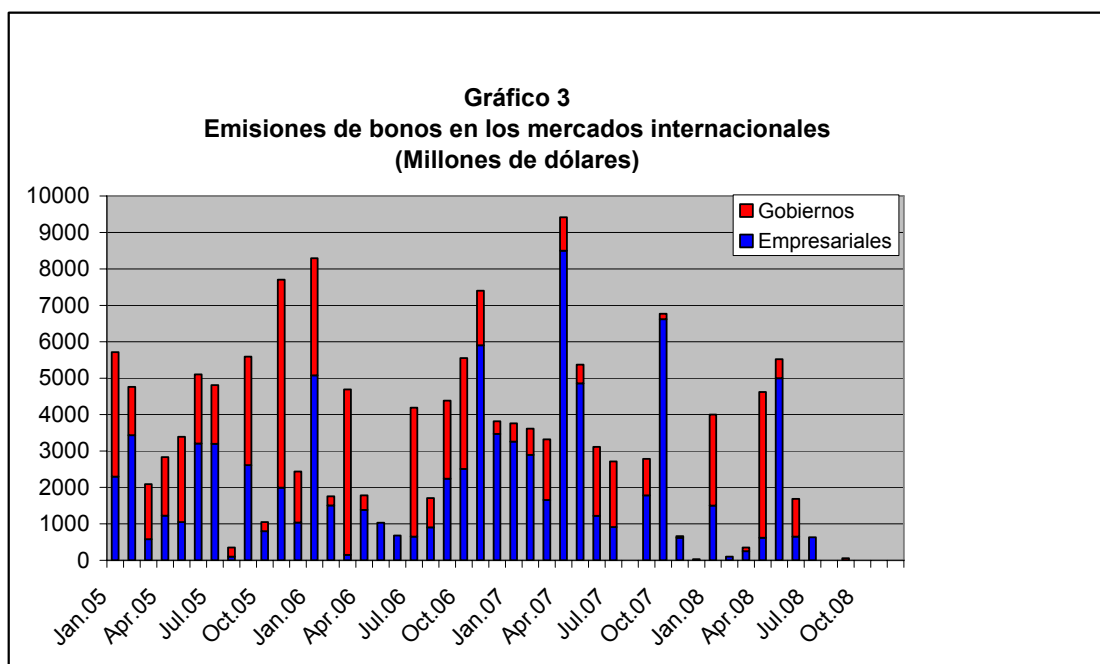
Hay dos elementos adicionales de estas hojas de balance que vale la pena destacar. Por una parte, como resultado tanto el aumento de los activos como de la reducción de los pasivos, los pasivos netos con el exterior han disminuido notablemente: diez puntos del PIB entre 2003 y 2007, concentrados en su mayoría en la posición financiera neta. Esta es, además, una característica de las siete economías más grandes de la región. Tres de ellas (Argentina, Chile y Venezuela) tenían a fines de 2007 una posición financiera neta positiva y dos más (Colombia y Perú) una situación no muy distante del equilibrio. Por otra, la acumulación de reservas luce extremadamente sólida cuando se compara con los pasivos de deuda, pero mucho menos si el punto de referencia es la totalidad de los pasivos de portafolio. Esto indica que la acumulación de reservas puede verse como la contrapartida del aumento de los pasivos de portafolio. De hecho, en los dos países más grandes de la región, las reservas sólo cubrían a fines de 2007 una proporción relativamente baja de los pasivos de portafolio y en cuatro (México, pero también, aunque sobre una posición mucho más sólida, Chile, Perú y Venezuela), las reservas aumentaron en los últimos años a un ritmo inferior a dichos pasivos.

Esta mejoría en las “hojas de balance externo” es, sin duda, el principal activo con que cuenta la región para enfrentar unas condiciones externas menos favorables. Significa, en particular que el espectro del alto endeudamiento externo público pesará menos hacia el futuro –o, para ser más preciso, pesará en un menor número de países. Sin embargo, conviene resaltar que el elemento más dinámico del financiamiento externo en los últimos años, los flujos de portafolio, probaron de nuevo ser extremadamente volátiles. Además, el endeudamiento de algunas empresas privadas se ha transformado, como veremos, en un nuevo elemento de vulnerabilidad.

La importancia relativa del financiamiento externo como fuente de los excedentes de divisas de la región tendió a aumentar a lo largo del auge. Los saldos de la cuenta de capitales, que habían sido virtualmente nulos entre mediados de 2002 y mediados de 2004, se recuperaron desde entonces y comenzaron a superar a los de la cuenta corriente como fuente de los superávits de la balanza de pagos. Entre mediados de 2006 y mediados del 2007, la entrada de capitales se tornó en una verdadera avalancha. En efecto, para seis de los siete países más grandes de la región (exceptuando Venezuela), el excedente de la

balanza de pagos durante el último trimestre de 2006 y el primer semestre de 2007 fue de cerca de US\$113.000 millones, de los cuales cerca de US\$100.000 millones provinieron de la cuenta de capitales (aproximadamente dos terceras partes se dirigieron a Brasil y el resto a las otras cinco economías) (Ocampo, 2007).

El Gráfico 3, que reproduce la historia de emisión mensuales de bonos latinoamericanos en los mercados internacionales, confirma que el mayor nivel de financiamiento se obtuvo entre mediados de 2006 y mediados de 2007, que sucedió de hecho un período en el cual las emisiones fueron crecientes pero inestables. Dichas emisiones estuvieron crecientemente dominadas por empresas privadas (cerca del 70% durante el período mencionado). En general, las emisiones de las empresas tienen un mayor costo y un plazo promedio inferior al de los bonos gubernamentales y por ello exigen una mayor rotación del endeudamiento. Por estos motivos, son más vulnerables a las variaciones de la disponibilidad de financiamiento.

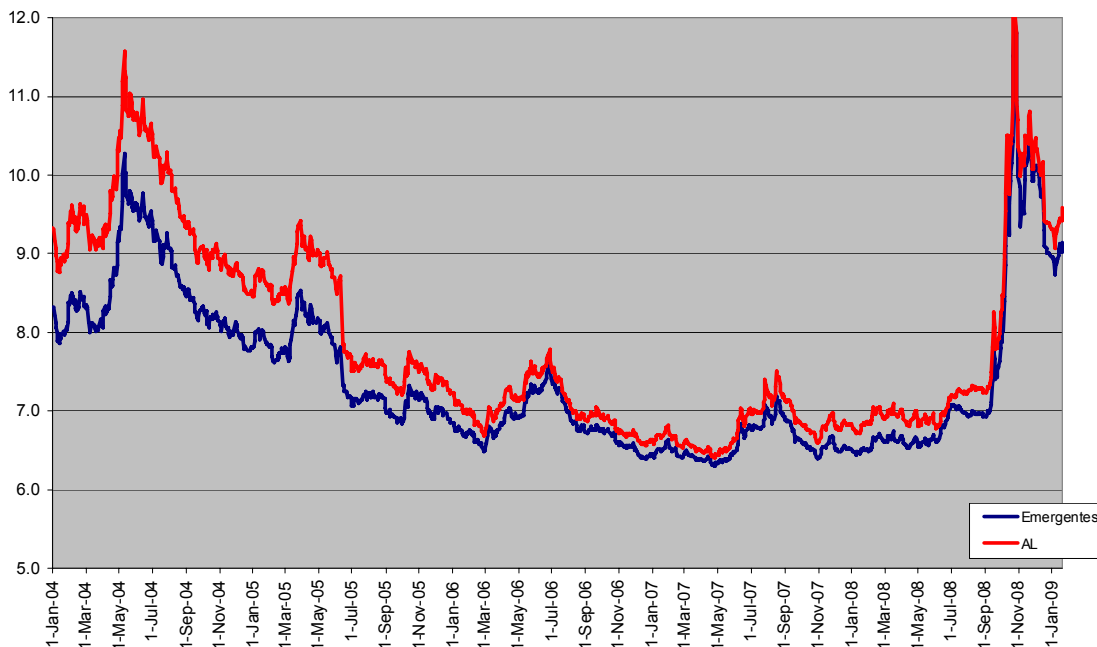


Fuente: CEPAL con base en datos de J.P.Morgan.

El Gráfico 4 muestra otro elemento destacado del auge: la fuerte reducción en los costos de financiamiento externo. Desde mediados de 2004, los márgenes de riesgo (spreads) de títulos latinoamericanos (como los del conjunto de mercados emergentes) se

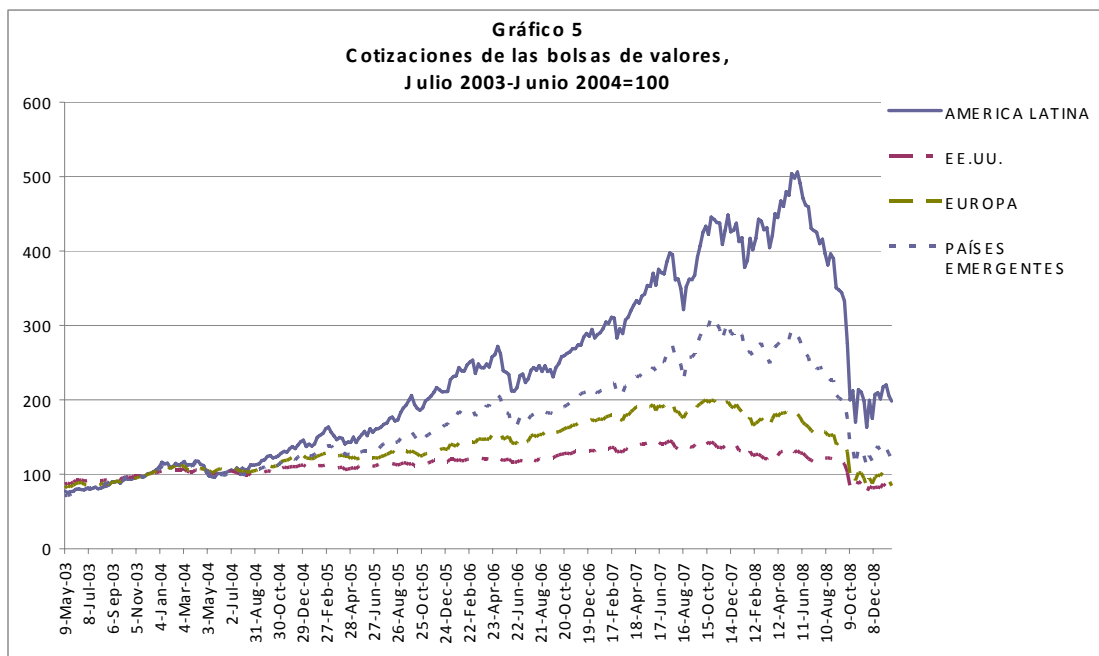
colocaron en niveles sistemáticamente inferiores a los que prevalecieron antes de la crisis asiática. Dichos márgenes, que eran inicialmente más altos que los del promedio de los mercados emergentes tendieron, además, a aproximarse a dicho promedio. Por otra parte, pese a que este período también se caracterizó por un aumento de las tasas de interés de la Reserva Federal (que comenzaron a aumentar en septiembre de 2004), las tasas de los títulos del Tesoro a largo plazo, que sirven como referencia para la formación de precios en los mercados internacionales de bonos, se vieron muy poco afectadas. Por este motivo, la baja en los márgenes de riesgo se tradujo en caída fuerte en los costos de financiamiento externo: de un 10% en el primer semestre de 2004 a poco menos del 7% en su punto más bajo, en abril/mayo de 2007. Esta tendencia se vio perturbada en dos ocasiones: en marzo de 2005, por un alza generalizada en las tasas de interés en todos los mercados, y en el segundo trimestre de 2006, como reflejo de una perturbación más específica de los mercados emergentes que tuvo como epicentro a Shangai. Cabe agregar, además, que la reducción en el costo del financiamiento fue generalizada en la región, aunque moderada en los dos países que ya eran considerados de bajo riesgo antes del auge (Chile y México).

Gráfico 4
Rendimientos de los bonos soberanos: Países emergentes y América Latina



Fuente: J.P.Morgan

Esta “exuberancia” en los mercados financieros se transmitió a las economías latinoamericanas por tres vías diferentes. La primera fue la presión a la baja de las tasas de interés internas generada por la reducción en los costos de financiamiento externo. En segundo término, y en forma a veces complementaria, la presión se reflejó sobre las tasas de cambio. En tercer lugar, el gran apetito por riesgo se reflejó en una inflación en los mercados accionarios. El gran auge de las bolsas de valores latinoamericanas se inició a mediados de 2004, es decir en el momento en el cual comenzaron a disminuir rápidamente los márgenes de riesgo-país de los países de la región. En promedio, las cotizaciones de las bolsas de valores de las siete economías más grandes de la región, medidas en dólares, se cuadruplicaron entre mediados de 2004 y mediados del 2007 (Gráfico 5).



Fuente: Morgan Stanley

La crisis financiera internacional se difundió de manera compleja a lo largo del tiempo, con impactos diferenciales sobre los distintos países de la región. El impacto inicial, durante el tercer trimestre de 2007, fue una fuerte caída de los flujos de capital y en las emisiones de bonos (Gráfico 3), un aumento moderado de los costos del financiamiento (Gráfico 4) y una caída también moderada de las bolsas, que se revirtió rápidamente (Gráfico 5). Por otra parte, si se compara con la perturbación anterior del

mercado, en mayo/julio de 2006, los spreads fueron más volátiles en julio/septiembre de 2007, pero su impacto fue diverso. Mostrando un patrón que se acentuaría con posterioridad, y que refleja un elemento del llamado “riesgo político”, Argentina y Venezuela mostraron los mayores aumentos y volatilidad de los spreads. Por su parte, al igual que en mayo/julio de 2006, Brasil y Colombia experimentaron la mayor sensibilidad del tipo de cambio a los movimientos de corto plazo de los spreads; México también mostró una fuerte correlación entre ambas variables, pero con niveles mucho más bajos de volatilidad. Chile y Perú fueron las economías menos afectadas (Cuadro 5).

Cuadro 5 Volatilidad de los spreads y las tasas de cambio durante períodos de turbulencia								
	Argentina	Brasil	Chile	Colombia	Mexico	Perú	Venezuela	EMBI +
Volatilidad de los spreads 1/								
Mayo 06-Jul 06	26.2	19.6	3.6	27.7	14.7	10.1	20.9	16.4
Jul 07-Sept 07	60.6	21.9	14.5	31.6	15.0	23.5	64.6	25.0
Jun 08-Sept 12/08	58.5	24.2	7.0	24.3	22.1	24.0	48.0	24.5
Sept 15/08 - Ener 09	352.4	79.4	61.4	104.7	82.4	92.6	306.6	126.5
Spreads Promedio								
Mayo 06-Jul 06	362.8	249.3	81.0	215.4	134.3	167.5	207.6	
Jul 07-Sept 07	414.2	187.3	105.6	167.3	111.9	151.3	389.2	
Jun 08-Sept 12/08	632.5	226.5	173.0	211.5	168.5	190.1	623.4	
Sept 15/08 - Ener 09	1572.6	450.7	323.5	502.6	384.0	470.1	1492.2	
Volatilidad de la tasa de cambio 2/								
Mayo 06-Jul 06	0.56%	3.24%	2.11%	3.12%	1.81%	0.57%	2.24%	
Jul 07-Sept 07	0.78%	2.95%	0.91%	4.51%	1.21%	0.57%	0.00%	
Jun 08-Sept 12/08	0.59%	3.16%	2.74%	5.99%	1.55%	2.17%	0.00%	
Sept 15/08 - Ener 09	3.63%	8.20%	6.28%	3.64%	7.70%	1.86%	0.00%	
Tasa de Cambio Promedio								
Mayo 06-Jul 06	3.07	2.20	535	2494	11.16	3.26	2.59	
Jul 07-Sept 07	3.14	1.92	520	2041	10.96	3.15	2.15	
Jun 08-Sept 12/08	3.03	1.62	507	1818	10.26	2.89	2.15	
Sept 15/08 - Ener 09	3.32	2.23	628	2260	12.87	3.09	2.15	
Correlación tasa de cambio-EMBI +								
Mayo 06-Jul 06	0.789	0.832	0.796	0.885	0.755	-0.388	0.477	
Jul 07-Sept 07	0.818	0.658	0.364	0.789	0.930	0.059	0.000	
Jun 08-Sept 12/08	-0.145	0.440	0.752	0.788	0.177	0.375	0.000	
Sept 15/08 - Ener 09	0.751	0.876	0.901	0.678	0.901	0.808	0.000	

1/ Desviación estándar

2/ Coeficiente de variación

Fuente: Estimado con base en información de JPMorgan Chase

Esta turbulencia fue sucedida, sin embargo, por el “veranillo”, que se caracterizó por una nueva reducción de los costos de financiamiento y una renovación de los flujos de financiamiento. Estos últimos permanecieron, sin embargo, por debajo de los niveles anteriores y se tornaron más irregulares, como se refleja en las emisiones mensuales de bonos. A diferencia de los patrones mundiales (recuperación breve en octubre de 2007

seguida de una tendencia descendente), las cotizaciones de las bolsas latinoamericanas, medidas en dólares, renovaron su tendencia ascendente y, de hecho, alcanzaron su mayor valoración en mayo de 2008, aunque como reflejo, en gran medida, de la fuerte apreciación del real brasileño.

El nuevo quiebre del mercado se produjo en junio de 2008 y, en ese sentido, antecedió claramente al colapso de septiembre. De hecho, este quiebre coincidió con el de los precios de los productos básicos. El hecho de que muchas de las multinacionales emergentes de América Latina son productoras de productos básicos o commodities industriales (como acero y cemento) explica esta asociación. Las emisiones de bonos colapsaron en junio y julio y desaparecieron desde agosto. Los costos de financiamiento se elevaron en medio punto porcentual ya antes del colapso de septiembre de 2008. La volatilidad de los spreads no fue muy diferente a la de la perturbación generada que tuvo lugar en el tercer trimestre de 2007. La separación de Argentina y Venezuela de los otros países de mayor tamaño se acentuó y nuevamente Brasil y Colombia mostraron la mayor volatilidad del tipo de cambio. Las bolsas cayeron fuertemente pero se encontraban todavía antes del colapso de septiembre, en un nivel promedio que era tres veces y medio el de mediados del 2004.

El colapso de mediados de septiembre de 2008 acentuó dramáticamente estas tendencias.⁶ Los créditos de todo tipo se paralizaron y se generó una salida de capitales a través de canales un tanto inesperados: la venta de títulos a lo largo y ancho del mundo para poder satisfacer el retiro de depósitos de los fondos mutuos y de inversión alternativa en Estados Unidos, y el desmantelamiento del “carry trade” que se había venido haciendo desde Japón, uno de cuyos beneficiarios había sido Brasil. Esto generó una fuerte depreciación de todas las monedas latinoamericanas, conjuntamente con una apreciación del dólar y el yen en los mercados internacionales. Los movimientos en los tipos de cambio generaron, además, pérdidas cuantiosas en los mercados de futuros, especialmente de Brasil y México. El monto de las salidas netas de capitales que tuvo lugar en América Latina durante el último trimestre de 2008 no se conocen, pero la

⁶ El ensayo reciente de Bustillo y Velloso (2009) proporciona un análisis detallado de los efectos de la crisis financiera internacional sobre las economías latinoamericanas.

pérdida de reservas en la mayor parte de los países es una manifestación de ello. Los otros efectos sí se conocen con precisión: los costos de financiamiento se elevaron fuertemente (Gráfico 4) y colapsaron las bolsas de valores, mucho más que en los países industrializados (Gráfico 5); los spreads se tornaron muy volátiles y aumentó su correlación con la evolución del tipo de cambio en todos los países (Cuadro 5); Brasil, Chile y México fueron ahora los países con mayor volatilidad cambiaria, en tanto que Colombia mostró mayor estabilidad que en los episodios precedentes, quizás porque el uso activo de encajes a las entradas de capitales había reducido los capitales más volátiles; y el margen entre los spreads de Argentina y Venezuela y los de las otras economías de mayor tamaño de América Latina se amplió fuertemente, hasta alcanzar diez puntos porcentuales o más.

Acorde con la evolución de las tasas de interés de los Estados Unidos (Cuadro 2), los costos de financiamiento alcanzaron su nivel más alto a fines de octubre (12.35% el 23 de octubre), pero se redujeron con posterioridad y tendieron a estabilizarse entre 9 y 10% desde mediados de diciembre, niveles no muy diferentes a los de antes del auge que se inició en 2004 y entre dos y tres puntos porcentuales por encima de los que habían sido característicos antes de la crisis financiera de Estados Unidos. La mayor presión sobre los mercados cambiarios también tuvo lugar entre mediados de septiembre y fines de octubre; aunque la depreciación de las monedas ha sido menor desde entonces, estos mercados permanecieron muy volátiles. Las bolsas tendieron igualmente a estabilizarse y, de hecho, lo hicieron en América Latina en niveles superiores a los de mediados de 2004, a diferencia de lo que aconteció en los otros mercados (Gráfico 5).

Aunque los peores síntomas del colapso financiero, asociados a la iliquidez total que caracterizó la tercera fase de la crisis financiera de los Estados Unidos, parecen haber sido superados, los efectos más permanentes subsisten. Todas las proyecciones existentes indican que los flujos de capitales privados se mantendrán en niveles deprimidos en el futuro inmediato. Las proyecciones del IIF (2009), por ejemplo, indican que los flujos privados de crédito hacia el conjunto de economías emergentes serán negativos en 2009, lo que se comparan con flujos netos de más de 600.000 millones de dólares en 2007, pero que se frenará la fuerte salida de capitales de portafolio que tuvo lugar en 2008. El

problema más crítico, de acuerdo con todos los análisis existente, estarán asociados a la rotación del endeudamiento de grandes empresas de la región (véase, por ejemplo, J.P.Morgan, 2009). Por lo tanto, la fuerte dependencia de dichas empresas de productos básicos o commodities industriales, así como los plazos de financiamiento mucho más cortos, representarán la debilidad fundamental de la cuenta de capitales.

Estos problemas, así como las grandes incertidumbres asociadas a la solución todavía incompleta de la crisis financiera en el mundo industrializado, permiten prever que la debilidad del financiamiento externo privado se prolongará por algún tiempo. Sin embargo, la crisis de la cuenta de capitales puede sea menos aguda en América Latina que en episodios previos. Esto es, ante todo el reflejo de las mejores condiciones iniciales en materia de endeudamiento externo y nivel de reservas. Además, un efecto secundario favorable del nuevo contexto ha sido ya el freno de las fuertes presiones a la revaluación que experimentaron varios países de la región durante el auge. Sobre estos temas centro mi atención a continuación.

III. La vulnerabilidad de los países latinoamericanos

La historia de América Latina desde los años setenta ha estado marcada no sólo por grandes choques externos, tanto positivos como negativos, sino también por políticas macroeconómicas que tienden a reforzar en vez de atenuar los efectos sobre la actividad económica interna de estos choques –es decir, por políticas macroeconómicas procíclicas. El problema fundamental de este comportamiento es que se acumulan vulnerabilidades durante las fases favorables del ciclo económico, fundamentalmente déficit públicos o privados que generan altos niveles de endeudamiento y que tienen como contrapartida déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos, alimentados igualmente por una sobrevaluación de las monedas nacionales. Estas vulnerabilidades se hacen evidentes una vez terminan las condiciones externas excepcionales y obligan a procesos de ajuste macroeconómico severos: ajustes fiscales (que mezclan en grados variables recortes de gasto y aumentos de impuestos), políticas monetarias y crediticias restrictivas, y fuertes ajustes de los tipos de cambio.

Frente a este patrón del pasado, se ha venido señalando que el auge reciente representó un cambio importante en la política macroeconómica, que refleja la mayor prioridad otorgada a los equilibrios macroeconómicos (véase, entre otros, CEPAL, 2008c). De acuerdo con este argumento, la prueba son las cuentas públicas más sanas y los superávits en cuenta corriente que caracterizaron a la región durante el auge reciente.

Esta interpretación de la historia económica reciente de América Latina debe matizarse, sin embargo, en varios sentidos. Una interpretación mucho más adecuada es la que presenta el BID (2008), en gran medida con base en el trabajo de Izquierdo y otros (2008), que coincide con la que he sostenido en un ensayo previo (Ocampo, 2007). En esta visión, la causa del buen desempeño reciente fue la fuerza de los factores externos que facilitaron el auge y la política económica siguió siendo, en general, pro-cíclica. Los elementos más comunes de ruptura con el pasado fueron el menor endeudamiento externo del sector público y la acumulación de reservas internacionales.

El Cuadro 6 presenta un resumen de la evolución de los indicadores fiscales. Como se puede apreciar, sólo tres países tuvieron en 2008 déficit de los gobiernos centrales superiores al 2%: Brasil, Colombia y República Dominicana. Además, en casi todos los países la deuda de los gobiernos centrales, expresada como proporción del PIB, era significativamente inferior en 2008 a la que existía al inicio de la crisis precedente. Las excepciones en este caso son nuevamente Brasil y Colombia, al igual que Argentina y Uruguay. Sin embargo, estos resultados fiscales generalmente positivos son, ante todo, el reflejo de ingresos públicos excepcionales y no de las políticas fiscales, que siguieron siendo en general pro-cíclicas, con algunas excepciones.⁷ La más notable es, por supuesto, Chile, donde se ha seguido desde hace casi una década reglas que establecen metas estructurales en materia fiscal, que se reforzaron durante el auge con el diseño de dos fondos de estabilización para ahorrar los excelentes fiscales generados por los altos precios del cobre: un Fondo de Estabilización Económica y Social y un Fondo de Reserva de Pensiones.

⁷ Véase, en particular BID (2008, capítulo 3). CEPAL (2008b, capítulo IV) contiene también algunas importantes consideraciones sobre el tema.

Como lo señala el Cuadro 6, uno de los reflejos de ello es que la elasticidad del gasto primario al PIB fue superior a la unidad en casi todas las economías de la región. Una regla anti-cíclica exige que el gasto crezca significativamente menos que el PIB durante los períodos de auge, es decir muestre una elasticidad Gasto-PIB significativamente inferior a la unidad. Las excepciones, fuera de Chile, fueron El Salvador y Guatemala. Algunos otros países muestran una elasticidad inferior a la unidad, pero el ritmo de crecimiento del gasto primario real durante el auge fue superior a los ritmos de crecimiento de largo plazo de dichas economías.

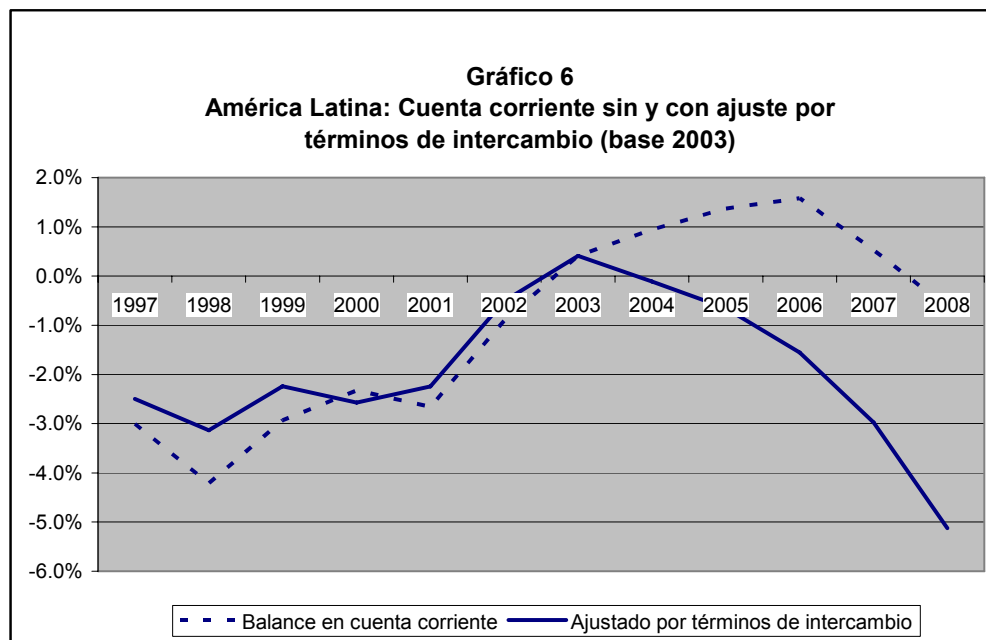
	Superávit o déficit del gobierno central (% del PIB)		Deuda del gobierno central (% del PIB)			Crecimiento real del gasto primario 2003-2007	Elasticidad Gasto Primario-PIB 2003-2007
	2007	2008	2007	2008	Cambio		
					1998-2008		
Argentina	0.6	1.0	55.7	48.0	10.4	11.9	1.34
Bolivia	2.3	3.0	37.1	30.7	-24.4	5.0	1.10
Brasil	-2.0	-2.6	32.7	30.1	5.9	9.0	2.03
Chile	8.8	6.9	4.1	3.5	-8.6	2.5	0.48
Colombia	-3.0	-2.7	35.2	33.2	11.1	7.9	1.24
Costa Rica	0.6	-0.5	27.7	23.5	-19.4	5.1	0.77
Ecuador	-0.1	-0.1	27.5	22.6	-34.4	10.3	2.01
El Salvador	-0.2	-0.6	34.5	31.2	-2.1	0.4	0.13
Guatemala	-1.5	-1.2	21.7	19.3	2.9	2.9	0.66
Honduras	-2.9	-1.9	17.4	17.4	-57.6	7.4	1.19
México	0.0	0.0	21.1	20.4	-7.4	5.9	1.56
Nicaragua	0.6	0.8	42.2	34.6	-89.6	6.4	1.47
Panamá	1.2	-1.0	53.2	46.6	-15.4	8.2	0.95
Paraguay	1.0	0.5	17.3	12.1	-8.4	4.4	0.96
Perú	1.8	2.3	27.2	22.8	-14.4	7.4	1.05
R. Dominicana	0.6	-3.2	19.0	16.7	-1.5	10.2	1.38
Uruguay	-1.7	-1.0	50.7	39.9	15.9	6.4	0.79
Venezuela	3.0	-1.8	19.3	14.0	-15.4	13.4	1.14

Fuente: Estimativos del autor con base en datos de la CEPAL.

Este comportamiento pro-cíclico de la política fiscal contrasta con el complejo aparato institucional introducido desde fines de los años noventa, que se expresó en el diseño de múltiples leyes de responsabilidad fiscal y en la constitución de fondos de estabilización. Las preasignaciones de recursos y los cambios en las reglas de juego correspondientes indican que estas instituciones fiscales han tenido, hasta ahora, un impacto limitado (Jiménez y Tromben, 2006).

La historia de la evolución de las cuentas externas muestra también un patrón que dista de la visión de una política orientada a generar superávit en la cuenta corriente de la

balanza de pagos. Nuevamente, los factores externos fueron los determinantes básicos, en este caso la fuerte mejoría en los términos de intercambio. El Gráfico 6 muestra, para el conjunto de la región, una estimación del balance en cuenta corriente sin y con ajuste por términos de intercambio (tomando como base, en este último caso, el año anterior al auge, 2003). Como se puede apreciar, el superávit en cuenta corriente estuvo asociado exclusivamente a la mejoría en los términos de intercambio. Ajustada por dicha variable, el déficit fue creciente durante todo el auge y alcanzó niveles muy altos en 2008, del 5% del PIB, muy superiores de hecho a los que tenía la economía latinoamericana antes de la crisis de fin del siglo XX.



Fuente: Estimativos del autor con base en datos de la CEPAL.

El Cuadro 7 muestra una fotografía más detallada. Como se puede apreciar, las únicas economías que mostraron hasta 2008 superávit en cuenta corriente fueron tres economías exportadoras de hidrocarburos (Bolivia, Ecuador y Venezuela) y Argentina. Dos más, de base exportadora minera, Chile y Perú, mostraron superávit hasta 2007, pero experimentaron un deterioro notable en 2008. Como lo indica el cuadro, ajustados por la evolución de los términos de intercambio, los déficit en cuenta corriente de estas dos economías eran ya notorios en 2007. Brasil siguió una trayectoria similar, aunque sobre un superávit que ya era modesto en 2007. Ajustados por términos de intercambio, las

únicas dos economías que mostraron un ligero superávit en cuenta corriente en 2008 fueron Bolivia y Uruguay (en este último país, el déficit corriente tuvo, por lo tanto, como origen los altos precios de los hidrocarburos importados). Esto indica, por lo demás que, ante el colapso experimentado por los precios de productos mineros y energéticos, los países con dicha base exportadora deberán enfrentar un importante proceso de ajuste en los próximos años.

	Balance en cuenta corriente (% del PIB)		Cuenta corriente ajustada por términos de intercambio 1/ (% del PIB)		Deuda externa (% del PIB)		Deuda externa neta de reservas internacionales (% del PIB)		Variación términos de intercambio 2003-2008	Variación tasa de cambio 3/ 2003-2008
	2007	2008	2007	2008	2007	2008	2007	2008		
Argentina	2.7%	3.5%	0.9%	-0.9%	47.2%	42.8%	29.6%	27.5%	21.9%	13.3%
Bolivia	13.4%	12.0%	3.5%	0.3%	41.3%	13.5%	0.7%	-30.9%	49.6%	5.3%
Brasil	0.1%	-1.9%	-1.0%	-3.6%	14.9%	14.2%	1.0%	-0.1%	13.7%	-42.3%
Chile	4.4%	-3.0%	-14.6%	-18.1%	34.1%	33.4%	14.3%	13.0%	72.2%	-14.2%
Colombia	-2.8%	-2.7%	-6.3%	-7.8%	21.7%	19.0%	11.5%	9.4%	47.8%	-32.8%
Costa Rica	-5.7%	-7.0%	-1.3%	-1.6%	32.0%	29.4%	16.3%	16.9%	-14.5%	-3.3%
Ecuador	3.6%	3.0%	-3.1%	-8.5%	38.1%	31.8%	30.4%	21.1%	45.4%	15.8%
El Salvador	-5.5%	-5.9%	-4.8%	-4.2%	44.5%	40.8%	33.7%	30.1%	-7.7%	4.5%
Guatemala	-5.1%	-4.6%	-3.8%	-3.2%	12.6%	12.0%	-0.3%	0.0%	-6.3%	-16.6%
Honduras	-9.9%	-14.9%	-6.4%	-7.4%	24.6%	22.5%	2.4%	4.9%	-9.8%	-4.9%
México	-0.6%	-1.4%	-2.1%	-3.8%	12.2%	11.8%	3.7%	3.7%	9.2%	0.4%
Nicaragua	-18.3%	-25.8%	-15.5%	-21.4%	59.1%	51.2%	39.9%	34.7%	-9.9%	-2.0%
Panamá	-7.3%	-7.3%	-3.5%	-3.2%	42.5%	36.4%	32.5%	28.9%	-8.4%	9.9%
Paraguay	0.4%	-2.1%	1.0%	-3.7%	25.8%	19.5%	5.2%	0.6%	3.3%	-26.1%
Perú	1.4%	-3.8%	-7.7%	-11.1%	30.4%	27.1%	4.5%	3.9%	42.6%	1.9%
R. Dominicana	-5.4%	-12.7%	-5.5%	-11.8%	18.4%	17.3%	11.3%	11.9%	-5.4%	-25.1%
Uruguay	-1.0%	-3.5%	2.1%	0.5%	52.9%	40.7%	35.1%	21.6%	-16.5%	-23.6%
Venezuela	8.8%	12.6%	-6.7%	-6.0%	23.2%	17.9%	8.5%	5.9%	163.8%	-30.3%

1/ Tomando 2003 como referencia.

2/ En el caso de los cálculos de deuda externa neta, incluye activos acumulados en fondos soberanos.

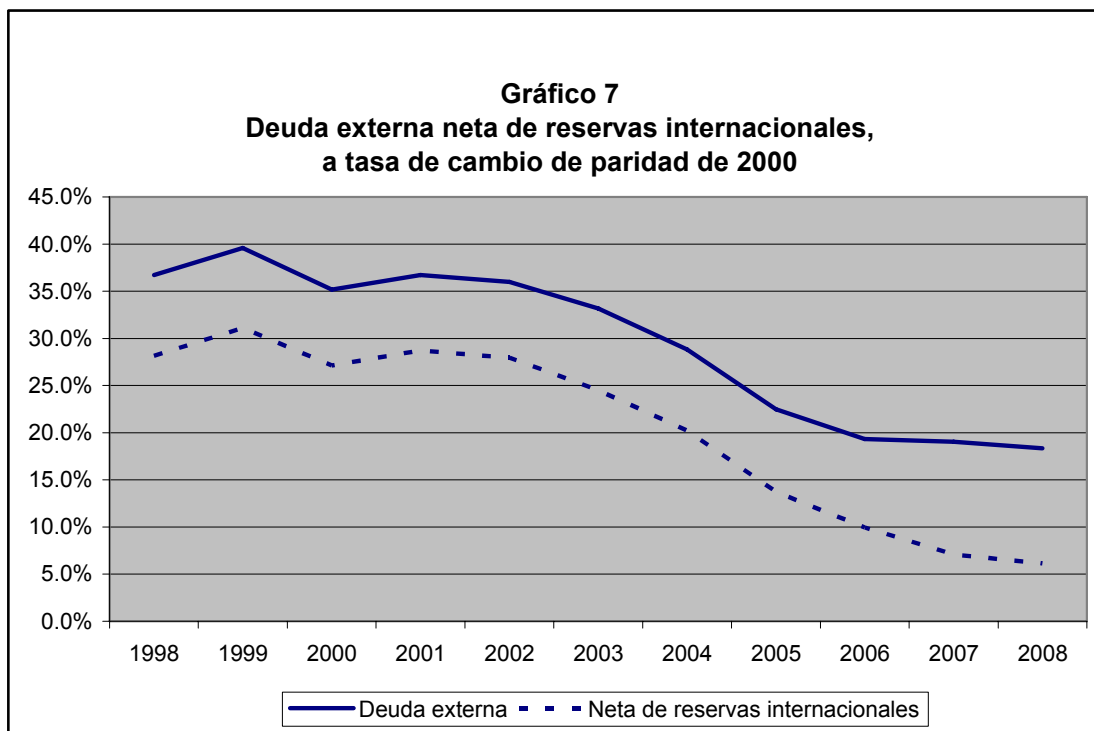
3/ Signo positivo indica depreciación.

Fuente: Estimativos del autor con base en datos de la CEPAL.

Una de las explicaciones básicas del deterioro de la cuenta corriente a lo largo del auge fue, como en el pasado, la tendencia a la apreciación real de las monedas. Como lo señala el Cuadro 7, esta tendencia fue particularmente intensa en Brasil, Colombia y Venezuela, pero también en varias economías de menor tamaño (Guatemala, República Dominicana y Uruguay). Chile también experimentó una apreciación real del peso, aunque más moderada. Las excepciones más notables a esta tendencia fueron Bolivia y Perú; Argentina también lo fue hasta 2006 pero la devaluación real que muestra el cuadro es más el fruto de la subestimación oficial de los ritmos de inflación en los últimos años. Las tres economías dolarizadas (Ecuador, El Salvador y Panamá) se beneficiaron de la devaluación real que experimentó la moneda norteamericana durante el auge.

Las únicas dimensiones en las cuales las economías latinoamericanas muestran una mejoría sistemática y consistente en relación con el pasado son en materia de

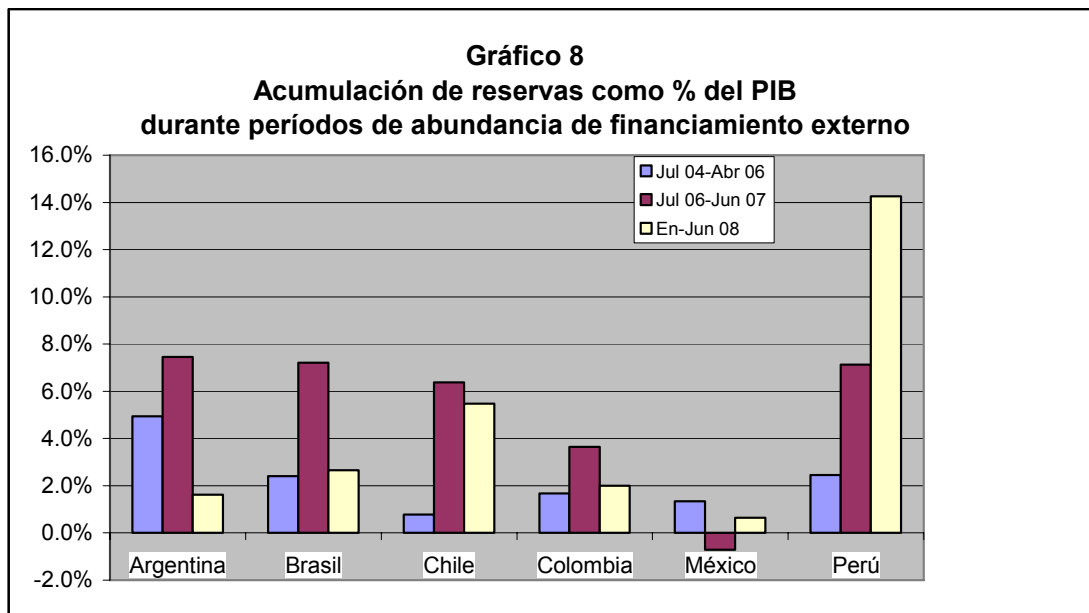
endeudamiento externo público y acumulación de reservas internacionales. El Gráfico 7 muestra este hecho. Para corregir por los efectos sobre el PIB en dólares corrientes de las variaciones de la tasa de cambio real, las estimaciones se realizan a tipos de cambio de paridad de 2000. Como se puede apreciar, la mejoría en el endeudamiento externo neto fue notoria, como resultado de la baja en los niveles de endeudamiento hasta el 2006 y de la acumulación de reservas internacionales desde entonces. La baja en el endeudamiento público obedeció tanto a decisiones explícitas de política fiscal (menor endeudamiento externo y mayor uso de los crecientes mercados internos de capitales) como a los programas que favorecieron a los países pobres altamente endeudados y a la renegociación de la deuda argentina.



Fuente: Cálculos del autor con base en estadísticas de la CEPAL.
En el caso de Chile incluye recursos de los fondos soberanos.

La acumulación de reservas obedeció, por su parte, a la decisión explícita de acumular tanto los excedentes de cuenta corriente –generados en su mayoría, como vimos, por los precios excepcionales de productos básicos—como la avalancha de financiamiento externo. Esto último se refleja en el Gráfico 8, donde se estima la

acumulación de reservas como proporción del PIB en seis de las siete economías más grandes durante las tres fases de abundancia de financiamiento externo. Como se puede apreciar, Argentina tuvo la política de acumulación de reservas más temprana (provenientes en este caso del superávit en cuenta corriente más que de la cuenta de capitales). Todos los países incluidos en el gráfico, con la excepción de México, intervinieron masivamente para acumular reservas durante la avalancha de financiamiento externo que tuvo lugar entre mediados de 2006 y 2007.⁸ Chile, Perú y, en menor medida otros países, lo hicieron igualmente durante el primer semestre de 2008. Este “miedo a flotar” frente a la avalancha de financiamiento externo fue, por lo tanto, una de las grandes virtudes del manejo macroeconómico latinoamericano durante el auge reciente (como lo fue, de hecho, en el conjunto del mundo en desarrollo), aunque no sirvió en todos los casos para evitar la apreciación real de las monedas.



Fuente: Estimativos del autor con base en las Estadísticas Financieras Internacionales del FMI.
En el caso de Chile incluye recursos trasladados a los fondos soberanos.

Como resultado tanto de la reducción del endeudamiento externo del sector público como de la acumulación de reservas, la posición de endeudamiento externo neto

⁸ En el caso de Chile se incluyen en los cálculos los traslados de recursos a los fondos de estabilización. Así mismo, los saldos de dichos fondos son adicionados a los montos de las reservas internacionales para el cálculo de los coeficientes de endeudamiento externo de dicho país.

es positiva en casi todos los países (Cuadro 7). Las principales excepciones son algunos países centroamericanos (El Salvador, Nicaragua y Panamá) y, en menor medida, los países sudamericanos que heredaron una pesada carga de endeudamiento externo de la crisis precedente (Argentina, Ecuador y Uruguay). Bolivia tiene una posición fuertemente superavitaria y Brasil se encontraba en 2008 en una situación de virtual equilibrio.

La buena situación de endeudamiento público y externo son los mayores activos que tiene la región frente a la crisis actual. En el primer caso, con algunas excepciones importantes (Brasil y Colombia son las más evidentes), existe mayor margen que en el pasado para adoptar políticas fiscales anti-cíclicas. Obviamente, Chile tiene el mayor margen en este frente, gracias al ahorro de importantes ingresos fiscales durante el auge. En varias economías, la fuerte posición de reservas internacionales se ha utilizado para suavizar los efectos de la crisis sobre los sectores exportadores y las empresas privadas sin acceso a financiamiento. Durante los meses más críticos de la crisis, permitió también adoptar algunas políticas de provisión de liquidez. Con posterioridad, los bancos centrales comenzaron a reducir sus tasas de intervención, una tendencia que ha tendido a generalizarse a comienzos de 2009. La presión sobre los tipos de cambio se dio en forma más rápida que en el pasado y permitió corregir rápidamente la sobrevaluación que tenían varias economías (Brasil, Chile, Colombia y México son los casos más destacados). A estas medidas se agrega un amplio abanico de medidas fiscales, sectoriales y sociales (CEPAL, 2009). Sin embargo, con excepción de la rápida depreciación de algunas monedas, el impacto macroeconómico de todas estas medidas luce, hasta ahora, moderado.

IV. Conclusiones

La crisis internacional ha tenido los impactos esperados sobre América Latina. El auge, que tuvo como sustento una mezcla excepcional de condiciones externas favorables, se detuvo, y todos los factores que lo alimentaron están operando ahora en un sentido inverso. De ellos, la posible disminución de las remesas es el menos importante y será compensado en varios países por la devaluación real de sus monedas, que tendrá un

efecto positivo sobre la capacidad de consumo interno de los hogares receptores de dichos recursos.

Los efectos más importantes y generalizados se producirán a través de los canales comerciales. Todos los países, pero especialmente México, Centroamérica y el Caribe, están siendo afectados por la contracción de los volúmenes reales de comercio, en tanto que las economías sudamericanas, especialmente las exportadoras de productos mineros y energéticos, han experimentado un fuerte deterioro en los términos de intercambio. La caída de precios de productos energéticos compensará parte de los efectos adversos del comercio internacional en varias economías pequeñas.

Desde el punto de vista del financiamiento externo, es posible que los problemas más agudos, asociados a la iliquidez total que caracterizó la fase más severa de crisis (entre mediados de septiembre y fines de octubre de 2008), hayan sido superados. Sin embargo, queda por delante una fase de financiamiento externo privado muy restringido, cuya duración e intensidad desconocemos. El financiamiento multilateral sólo podrá compensar en parte el menor financiamiento privado, salvo que esté acompañado de medidas excepcionales, como una emisión excepcional y en gran escala de derechos especiales de giro del FMI. Las ventajas de este financiamiento dependerán también de la condicionalidad asociada al uso de los recursos del Fondo, un tema sobre el cual ha habido algún avance, pero incompleto. La escasez de financiamiento privado afectará especialmente a algunas empresas privadas grandes, cuyas necesidades de rotación de deudas son evidentes.

Las economías latinoamericanas llegan a la crisis con mayores fortalezas que en el pasado, pero dichas fortalezas son más modestas de lo que se ha resaltado en algunas visiones optimistas sobre el manejo del auge reciente. Con excepciones notorias, entre las que se destaca Chile, las políticas fiscales siguieron siendo pro-cíclicas. Hubo, además, una tendencia al deterioro de la cuenta corriente en la mayoría de los países, alimentada en muchos de ellos por la revaluación de las monedas. La reducción del endeudamiento externo del sector público y la decisión de absorber la avalancha de financiamiento externo a través de la acumulación de reservas son los dos elementos fundamentales de

fortaleza, así como de ruptura con el manejo de los auges económicos del pasado. No sabemos todavía cuál es el margen real que proporcionan para adoptar políticas macroeconómicas anti-cíclicas durante la crisis que se inicia. Hasta ahora, el único elemento destacado ha sido la rápida corrección de la fuerte sobrevaluación de algunas monedas de la región.

Las crisis de pasado indican que la depreciación real de las monedas representa una oportunidad para diversificar la estructura productiva. Esta oportunidad es tal vez la más importante que ofrece la coyuntura actual y debería apoyarse, por lo tanto, con políticas de desarrollo productivo más activas.

Los mercados regionales ofrecen también una oportunidad de diversificación, en cierto sentido de “sustitución de importaciones” en el conjunto de la región y no en países individuales. Sin embargo, las oportunidades de este tipo están restringidas por otros factores. De hecho, el comercio intra-regional ha mostrado ser fuertemente pro-cíclico en las últimas décadas y los procesos de integración mismos se encuentran en un momento de debilidad o incluso de crisis. Más aún, las grandes diferencias en los ajustes del tipo de cambio al interior de los actuales marcos de integración y las medidas de protección individuales pueden más bien ahondar la crisis de dichos procesos.

A diferencia del pasado, existen mayores márgenes para políticas anti-cíclicas fiscales y monetarias, que ya han comenzado a utilizarse en forma modesta. Pero dichos márgenes son limitados. Ciertamente servirán para evitar que haya que tomar políticas fuertemente restrictivas, como en el pasado, aunque algunos países no podrán evitar estas últimas porque su manejo fue pronunciadamente pro-cíclico durante el auge. En síntesis, América Latina está mejor preparada que en las coyunturas anteriores, pero esto sólo servirá para moderar modestamente la peor coyuntura de la economía mundial desde la Gran Depresión.

Referencias

Banco Mundial (2009), *Global Economic Prospect 2009: Commodities at the Crossroads*, Washington D.C.

- BID (Banco Interamericano de Desarrollo), Departamento de Investigaciones (2008), *All that glitters may not be gold: Assessing Latin America's recent macroeconomic performance*, Washington, abril.
- Bordo, Michael, Barry Eichengreen, Daniela Klingebiel y María Soledad Martínez-Peria (2001), "Is the Crisis Problem Growing More Severe?", *Economic Policy* 32, abril, pp. 51-82.
- Bustillo, Inés y Helvia Velloso (2009), "The global financial crisis: What happened and what's next", Washington D.C., Oficina de la CEPAL, enero 23.
- Calvo, Guillermo (2008), "La super-crisis subprime: Claves para entenderla y navegarla", Presentación en el taller de la Corporación Andina de Fomento sobre "La crisis financiera global y su impacto en América Latina", Caracas, diciembre 1.
- CEPAL (2008a), *La transformación productiva 20 años después: viejos problemas, nuevas oportunidades*, Santiago.
- _____ (2008b), *Estudio económico de América Latina y el Caribe, 2007-2008*, Santiago.
- _____ (2008c), *Balance preliminar de las economías de América Latina y el Caribe 2008*, Santiago.
- _____ (2009), *La reacción de los gobiernos de América Latina y el Caribe frente a la crisis internacional: Una presentación sintética de las medidas de política anunciadas hasta el 30 de enero de 2009*, Santiago, enero 30.
- Fondo Monetario Internacional (2009), *World Economic Outlook Update*, www.imf.org, enero 28.
- IIF (Institute of International Finance) (2009), *Capital flows to emerging market economies*, www.iif.com, enero 27.
- Izquierdo, Alejandro, Randall Romero y Ernesto Talvi (2008), "Business Cycles in Latin America: The Role of External Factors", BID y CERES, febrero.
- Jara, Alejandro y Camilo E. Tovar (2008), "Monetary and financial stability implications of capital flows in Latin America and the Caribbean", *BIS Papers No. 43*, noviembre.
- Jiménez, Juan Pablo y Varinia Tromben (2006), "Política fiscal y bonanza: Impacto del aumento de los precios de los productos no renovables en América Latina y el Caribe", *Revista de la CEPAL*, No. 90, septiembre.
- J.P.Morgan (2008), "Determinants of Mexico's remittances from the U.S.", *Global Data Watch*, octubre 17
- _____ (2009), *Emerging Markets Outlook and Strategy*, enero 12.
- Kindleberger, Charles P. y Robert Aliber (2005), *Manias, Panics, and Crashes: A History of Financial Crises* (5a. edición), Nueva York: John Wiley and Sons.
- Minsky, Hyman P. (1982), "The Financial Instability Hypothesis: A Restatement", en *Can "It" Happen Again? Essays on Instability and Finance*, Armonk, Nueva York: M.E. Sharpe, capítulo 5.

- Naciones Unidas (2009), *World Economic Situation and Prospects 2009*, Nueva York, Enero.
- Ocampo, José Antonio (2007), “La macroeconomía de la bonanza económica latinoamericana”, *Revista de la CEPAL*, No. 93, diciembre.
- _____ y Maria Ángela Parra. 2003. “Los términos de intercambio de los productos básicos en el siglo XX”, *Revista de la CEPAL*, No. 79, abril.
- _____ y Camilo E. Tovar (2008), “External and domestic financing in Latin America: developments, sustainability and financial stability implications”, Documento presentado en el taller realizado en las Naciones Unidas sobre “Debt finance and emerging issues in financial integration”, Nueva York, abril 8-9.
- Ratha, Dilip, Sanket Mohapatra y Zhimei Xu (2008), “Outlook for Remittance Flows 2008-2010: Growth expected to moderate significantly, but flows to remain resilient”, *Migration and Development Brief No. 8*, Banco Mundial, November 11.
- von Braun, Joachim (2007), “The World Food Situation: New Driving Forces and Required Actions”, *Food Policy Report*, Washington, D.C., International Food Policy Research Institute, Diciembre.