



# La crisis económica global y su impacto en América Latina

José Guerra  
Víctor Olivo

Julio de 2009

[www.desafiandolascrisis.org](http://www.desafiandolascrisis.org)

# **La crisis económica global y su impacto en América Latina**

**José Guerra**

**Víctor Olivo**

**Julio de 2009**

Los análisis, reflexiones y juicios de valor contenidos en el presente documento son de la exclusiva responsabilidad de los autores y en nada comprometen al Instituto Latinoamericano de Investigaciones Sociales (ILDIS) como organización que coordinó su elaboración y promovió su debate público.

Instituto Latinoamericano de  
Investigaciones Sociales (ILDIS)  
Oficina en Venezuela de la  
Fundación Friedrich Ebert

Av. San Juan Bosco, cruce  
con 2da Transversal de  
Altamira, Edif. San Juan, Piso 4,  
Oficina 4-B.  
Caracas, Venezuela.  
Teléf.: (0212)2632044 / 2634080  
[www.ildis.org.ve](http://www.ildis.org.ve)

Director del ILDIS y  
Representante de la  
Fundación Friedrich Ebert en Venezuela:  
Heinrich Sassenfeld.

Coordinador institucional del documento:  
Flavio Carucci T.  
Jefe de Proyectos del ILDIS

Asistente:  
Marlys Aguilar H.  
Asistente del Director del ILDIS

Autores: José Ángel Guerra y Víctor Olivo

## INDICE

<b>Resumen Ejecutivo .....</b>	<b>4</b>
<b>Acerca del origen de la crisis global .....</b>	<b>4</b>
<b>Contexto macroeconómico latinoamericano previo a la crisis .....</b>	<b>6</b>
Evolución de la inflación.....	6
<b><i>Crecimiento del Producto Interno Bruto (PIB)</i>.....</b>	<b>6</b>
Política fiscal .....	7
Política monetaria .....	7
Sector externo .....	8
<b>Impacto inicial de la crisis en la región.....</b>	<b>8</b>
<b>Los países desarrollados frente a la crisis global.....</b>	<b>9</b>
Medidas monetarias .....	9
<i>Estados Unidos</i> .....	9
<i>Unión Europea</i> .....	11
<i>Japón</i> .....	11
Medidas fiscales .....	11
<b>América Latina frente a la crisis global .....</b>	<b>14</b>
<b>Posibilidades y limitaciones para una acción coordinada en la región.....</b>	<b>19</b>
<b>Referencias .....</b>	<b>21</b>

## **Resumen Ejecutivo**

Este documento examina el origen de la crisis global, la cual comenzó como una fuerte perturbación en los mercados financieros y luego se propagó al resto de la economía. Se valora que la situación de América Latina previa a la crisis era favorable desde el punto de vista de la reducción de la inflación, el crecimiento económico y el sector externo. Buena parte de los países de la región emprendieron reformas fiscales y monetarias que permitieron consolidar los resultados favorables. El impacto de la crisis es variado en intensidad aunque el elemento común de transmisión es a través de la cuenta corriente de la balanza de pagos. En la mayoría de las economías de la región la crisis se ha enfrentado con una combinación de política fiscal y monetaria contra cíclicas y en algunos casos se ha apelado a las restricciones comerciales. Los planes contra la crisis adoptados en las economías desarrolladas han consistido en una mezcla de significativa expansión fiscal y laxitud monetaria.

## **Acerca del origen de la crisis global**

Como todo fenómeno económico complejo, la actual crisis financiera global que comenzó a manifestarse en Estados Unidos en el segundo semestre de 2007, es el producto de la interacción de varios factores. La identificación de los factores más importantes en el origen de la crisis es un tema controversial que ha dividido a la profesión económica en dos bandos: los que opinan que el origen principal del problema es una falla del mercado financiero en un contexto de escasa regulación; y los que consideran que el factor fundamental se encuentra en fallas en la política monetaria y la intervención pública en el mercado financiero.

Los economistas que consideran que el origen de la crisis es una falla de mercado, señalan que la reducción en la calidad de la evaluación de los créditos y el crecimiento desmedido del mercado de activos financieros estructurados de gran complejidad, que jugaron un rol protagónico en la crisis, fue el producto del proceso de desregulación financiera que se inició a mediados de los ochenta. El mercado de este tipo de activos debe estar estrictamente regulado, pues está altamente expuesto al problema de información asimétrica, particularmente el de selección adversa.

Sin embargo, con respecto a este argumento es necesario señalar que el proceso de liberalización financiera no implicó estrictamente hablando una desregulación, sino más bien un cambio significativo en la forma de regular y supervisar al sistema financiero. El proceso de liberalización financiera no ha alterado el hecho de que, en las economías de mercado, no hay otro sector con más intervención gubernamental que el sector financiero. En Estados Unidos, un banco comercial nacional está sometido a la regulación y supervisión de varias agencias federales: el Departamento del Tesoro (a través del Contralor de la Moneda); la Reserva Federal; y la Corporación Federal de Seguro de Depósitos (Cecchetti, 2006). Hasta mediados de los ochenta, la regulación del sistema financiero se centraba en la imposición de límites a las tasas de interés, topes de crédito, y restricciones dirigidas a segmentar los mercados. La liberalización financiera ha estado dirigida a eliminar o reducir este tipo de restricciones, y a sustituirlas por un conjunto de

herramientas técnicas de seguimiento de las actividades del sistema financiero y alerta temprana de potenciales problemas: indicadores macro-prudenciales, pruebas de estrés (stress testing), y técnicas de valoración con riesgo (value at risk). Aún con estos cambios, en la mayoría de las economías de mercado, incluyendo la de Estados Unidos, las instituciones financieras siguen sometidas a requerimientos mínimos de capital, restricciones en el tipo de activos que pueden mantener en sus balances, y restricciones a la competencia a través de la aprobación previa de los organismos reguladores de compras y fusiones. Adicionalmente, con las frecuentes crisis financieras que se registraron durante los noventa, el tema de la estabilidad financiera ocupó un papel preponderante en las agendas de investigación de bancos centrales, agencias reguladoras nacionales, y organismos multilaterales. De hecho, existe literatura que analiza con profundidad el tema de la estabilidad financiera y de los beneficios y retos que se derivan del desarrollo de los mercados de instrumentos derivados transados en mercados “over the counter”, y del mercado de vehículos para la transferencia del riesgo crediticio (Schinasi 2006)

Por su parte, los economistas que consideran que la crisis global se originó por graves errores en la intervención gubernamental, presentan dos líneas de argumentación no excluyentes. Taylor (2009) sostiene con abundante evidencia empírica, que el problema se originó en la política monetaria fuertemente expansiva que comenzó a adoptar la Reserva Federal desde 2002 hasta 2005. Durante este periodo la tasa de interés de corto plazo se ubicó consistentemente y ampliamente por debajo del nivel que debió haber tenido, si la Reserva Federal hubiera seguido el tipo de política que funcionó bien durante el periodo de estabilidad económica que se inició a principios de los ochenta. Esta política monetaria fue la fuente inicial del “boom” en el sector inmobiliario y de presiones inflacionarias que condujeron a la crisis.

La otra línea de argumentación la presenta White (2008) quien sostiene que la expansión de los préstamos hipotecarios riesgosos fue estimulada por el Gobierno Federal por diferentes vías: el fortalecimiento por parte del Congreso de la Ley de Reinversión en la Comunidad (Community Reinvestment Act) , el relajamiento de los estándares de cuota inicial por parte de la Administración de Vivienda Federal, y las presiones del Departamento de Vivienda y Desarrollo Urbano sobre los prestamistas para que extendieran hipotecas a prestatarios que previamente no habían calificado. Adicionalmente, White señala que el Congreso se negó a moderar el problema de riesgo moral implícito en la hiper-expansión de Freddie Mac y Fannie Mae, que llegaron a poseer o garantizar cerca de la mitad del mercado de hipotecas de Estados Unidos cuyo monto total se ubicaba en US\$ 12 billones.

De manera que según Taylor y White las causas principales de la crisis financiera en Estados Unidos, que a su vez dio origen a la crisis global, se debieron a la combinación de una política monetaria fuertemente expansiva de la Reserva Federal, y a la adopción de nuevas formas de intervención regulatoria del Gobierno Federal en el mercado hipotecario.

## **Contexto macroeconómico latinoamericano previo a la crisis**

### **Evolución de la inflación**

Las economías más importantes de América Latina que aquí se analizan (Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela), han logrado una reducción asombrosa de la tasa de inflación, particularmente si se toma en cuenta, que para todas ellas el control de la inflación ha sido, históricamente, uno de los problemas macroeconómicos más difíciles de manejar. Las excepciones son Argentina y Venezuela que continúan exhibiendo tasas de inflación de dos dígitos en medio de políticas de controles generalizados de precios.

Sin embargo, la reducción de la inflación es un fenómeno reciente, más evidente a partir del presente siglo, por lo que todavía está por verse si las reformas institucionales que se han emprendido han sido suficientes para erradicar este problema.

Aunque los regímenes de metas de inflación han significado una notable mejora con respecto a la situación de anomia en que se encontraba la política monetaria en la región, es necesario estar especialmente atentos a la posibilidad de que la apreciación nominal y real generalizada de las monedas de las principales economías de la región, haya jugado un rol importante en la reducción observada de la inflación. En este sentido, la actual crisis es quizás la primera prueba de fuego para los regímenes monetarios basados en metas de inflación que se han puesto en práctica en la mayoría de las economías aquí analizadas.

### **Crecimiento del Producto Interno Bruto (PIB)**

Durante todo el periodo que se analiza en estas notas (1991 – 2007), la economía mundial experimentó una situación bastante favorable en términos de crecimiento económico, especialmente en los años del presente siglo. Sin embargo, las principales economías de Latinoamérica han exhibido una fuerte volatilidad de la tasa de crecimiento del PIB. Durante los 90s varias de las economías más grandes de la región (México y Brasil) se vieron afectadas por fuertes shocks. Es a partir del siglo en curso, que el crecimiento de la actividad económica ha tendido a mostrar más estabilidad.

Para el periodo 1991 – 2007, la economía chilena, que es la que cuenta con el historial más largo de reformas estructurales en la región, exhibe una tasa de crecimiento del PIB que es 2,3 veces más volátil que la de Estados Unidos. Pero la volatilidad más elevada de la tasa de crecimiento del PIB la presentan Argentina y Venezuela (5 y 5,5 veces la volatilidad de la tasa de crecimiento del PIB de EEUU, respectivamente).

Llama la atención que en los últimos años (2004 – 2007) Argentina y Venezuela muestran las tasas de crecimiento más elevadas del grupo de países aquí considerados. Aunque en principio, es posible explicar este hecho a partir de las políticas fuertemente expansivas que han venido ejecutando los gobiernos de estos países, y que se manifiesta en tasas de inflación más altas, también es cierto que Friedman (1977) y Lucas (1973) han señalado que a tasas de inflación elevadas y persistentes del trade-off entre inflación y producto tiende a desaparecer.

## **Política fiscal**

Las tasas de crecimiento del gasto fiscal operativo nominal (excluyendo gastos de capital) en la mayoría de las economías más importantes de la región, muestra una tendencia decreciente y a la estabilización. Las excepciones son Venezuela y en menor medida Argentina.

El balance fiscal financiero (base caja) como porcentaje del PIB presenta resultados variados. En países como Chile, Perú, Argentina y Venezuela se observa una tendencia a mejorar con elevados superávits en los años recientes; Brasil presenta un superávit sostenido desde finales de los 90s; México registra un déficit persistente, pero relativamente bajo; mientras que Colombia exhibe un déficit sostenido y significativo con una leve tendencia a la reducción en los últimos años.

Si bien se evidencia en términos generales una tendencia a la mejora en los resultados fiscales, es importante tener en cuenta que en algunos países esta situación no es atribuible enteramente a un fortalecimiento de las instituciones fiscales y un manejo más adecuado de la política fiscal, sino al favorable desempeño de la economía mundial y su impacto sobre el precio de las materias primas que constituyen un componente importante de sus exportaciones y de los ingresos del gobierno.

## **Política monetaria**

Tal como se mencionó, la mayoría de las economías de la región que se analizan han adoptado esquemas de metas de inflación (excepto Argentina y Venezuela) que utilizan alguna tasa de interés de corto plazo como el instrumento operativo principal de la política monetaria. No obstante, no es fácil evaluar la orientación de la política en estos países mediante una comparación de las tasas de interés nominal o real. Por lo tanto, es interesante evaluar como el manejo de la política monetario bajo este esquema se ha reflejado en el comportamiento de la oferta monetaria nominal.

Para casi todos los países analizados se observa una notable reducción de la tasa de crecimiento del concepto de dinero dinero+cuasi-dinero (calculado por el Fondo Monetario Internacional-FMI-) durante los años del presente siglo, en comparación con los valores observados a principios de los 90s. Este comportamiento de la tasa de crecimiento de la oferta monetaria es consistente con la reducción observada en la tasa de inflación, aunque como hemos señalado es muy probable que otros factores de naturaleza no monetaria estén involucrados en la desaceleración reciente de la inflación en la región.

La disminución de la tasa de crecimiento de la oferta monetaria en los años del presente siglo con respecto a los primeros años de los 90s ha sido particularmente pronunciada en países como Brasil, Perú y Argentina. Venezuela es el único país de la región de los aquí analizados, cuya tasa de crecimiento de la oferta monetaria no muestra una tendencia decreciente.

Sin embargo, la mayoría de los países todavía presentan tasas de crecimiento de la oferta monetaria que lucen elevadas con respecto a las metas de inflación de mediano - largo plazo, que generalmente se ubican por debajo de 5% anual.



## **Sector externo**

Impulsados por el auge económico mundial, los precios de las materias primas, principalmente en las categorías de energía y metales, experimentaron un notable incremento a partir del 2003. Este incremento en los precios (en términos reales) le ha dado un fuerte impulso a la actividad económica de las principales economías de la región.

Si bien las condiciones favorables de la economía mundial generaron un notable crecimiento del stock de reservas internacionales en términos absolutos, en varias de las economías de la región se ha producido también un marcado incremento de las importaciones. La razón reservas internacionales (excluyendo oro) a importaciones de bienes presenta en general bastante fluctuación, y no exhibe una tendencia creciente en ninguno de los países analizados.

En el periodo 2000 – 2007 se observa una tendencia general a la apreciación del tipo de cambio real (bilateral con respecto a EEUU). Por un lado esto refleja algunas de las mejoras en la política económica de la región que ha inducido importantes entradas de capital, pero también es en buena medida el resultado del efecto de la mejora de los precios de las principales materias primas de exportación.

Si se parte del año 2000 como referencia, se evidencia una mejora sustancial y generalizada de la situación de la deuda externa total como porcentaje del PIB. Este es un factor muy importante para que la región pueda aplicar políticas contracíclicas durante la crisis sin abandonar sus objetivos de estabilidad macroeconómica a mediano y largo plazo.

## **Impacto inicial de la crisis en la región**

A partir del tercer trimestre de 2008 el efecto negativo de la crisis en las economías de los Estados Unidos y otros países industrializados se intensificó. Así mismo, debido a que los precios de las materias primas no comenzaron a bajar sino a partir del segundo semestre del año, el impacto sobre el ritmo de la actividad económica de los principales países de la región fue limitado. El World Economic Outlook del FMI (Abril 2009) estimó para 2008 desaceleraciones relativamente leves de las tasas de crecimiento del PIB de las principales economías de la región, y para el Hemisferio Occidental en general.

Dada la reducción en los precios de los bienes primarios, que continúan teniendo un rol clave en las exportaciones de la región, el impacto más directo de la crisis en 2008 se manifestó en la caída del valor de las exportaciones y el deterioro en el saldo de la cuenta corriente, salvo el caso de Venezuela donde se registró una mejora de la cuenta corriente como resultado del alza significativa de los precios del petróleo.

Aparte del efecto directo sobre el valor de las exportaciones debido a la reducción de los precios de las materias primas, como era de esperarse, el efecto más inmediato de la crisis sobre la región se manifestó en los precios de los activos financieros. A partir de septiembre, se produjeron sensibles reducciones en los precios de las acciones, depreciaciones marcadas de los tipos de cambio nominales, e incremento en los spreads soberanos. Es importante señalar, sin

embargo, que los incrementos en los spreads soberanos no fueron uniformes. Consistente con el análisis de la situación en las principales economías de la región hasta 2007, aquellas que venían exhibiendo políticas macroeconómicas más prudentes (Brasil, Chile, Colombia, México y Perú), presentaron un menor incremento de este indicador.

Lo anterior sugiere, que el canal principal de transmisión de la crisis financiera hacia las economías más grandes de la región es a través de la reducción de los precios de las materias primas, y no por la conexión de los sistemas financieros domésticos con los activos financieros que dieron origen a la crisis en Estados Unidos (préstamos sub-prime y sus derivados).

La crisis financiera en 2008 también generó una marcada aceleración de la tasa de inflación, principalmente por la vía de la depreciación del tipo de cambio nominal. En general, el efecto potencial, en intensidad y duración, de la actual crisis financiera sobre los países más importantes de América Latina va a depender fundamentalmente de:

- su desempeño macroeconómico reciente y el espacio que éste les otorgue para poner en práctica políticas contra-cíclicas sin arriesgar su estabilidad económica de largo plazo.
- la solidez de las reformas institucionales que hayan desarrollado para darle credibilidad y un soporte inter-temporal a las políticas macroeconómicas, por ejemplo: un banco central independiente (de facto) con una estrategia coherente y transparente de política monetaria; institucionalidad fiscal transparente y consistente con la restricción inter-temporal presupuestaria; flexibilidad del esquema cambiario; supervisión oportuna y técnica de la situación (liquidez y solvencia) del sistema financiero.
- La capacidad de las autoridades en los países industrializados, principalmente Estados Unidos, de recuperar sobre bases sólidas sus respectivas economías.

## **Los países desarrollados frente a la crisis global**

### ***Medidas monetarias***

#### ***Estados Unidos***

Ha sido en Estados Unidos donde el impacto de la crisis sobre la actividad económica ha cobrado mayor intensidad pero también ha sido ese el país que lanzó el plan más agresivo para enfrentarla, especialmente desde finales de 2008 en lo relativo a la política monetaria y fiscal. Tomando como referencia septiembre de 2007 cuando todavía la perturbación en los mercados no se había asomado con fuerza, la Reserva Federal propició recortes de la tasa de interés de referencia desde 5,25% en aquel mes hasta el rango comprendido entre 0% y 0,25% en diciembre de 2008. Algo parecido ha ocurrido con la tasa de redescuento la cual se estableció en niveles similares a la tasa que guía la ejecución de la política monetaria. Sin embargo, las autoridades económicas valoraron que ello no era suficiente para reanimar un aparato productivo que enfrenta una restricción de crédito considerable y un sistema financiero con graves problemas de liquidez y solvencia.

Por esa razón se empezaron a adoptar un conjunto de medidas monetarias no convencionales encaminadas a propiciar una expansión monetaria de envergadura con el objeto de recomponer y ampliar la oferta de dinero en la economía. Así, la Reserva Federal en coordinación con el Departamento del Tesoro adoptó acciones que redundaron en la ampliación de la hoja de balance de la Reserva Federal desde US\$ 874 millardos antes de la crisis hasta alrededor de US\$ 2,2 billones al cierre de 2008. En la medida en que la crisis se agravaba a finales de 2008, la Reserva empleó con nuevas herramientas para proveer liquidez al sistema y tuvo que dedicar fondos al rescate de grandes instituciones financieras. A finales de 2008, ocurre una significativa expansión monetaria a propósito del rescate de AIG. Posteriormente, en septiembre de 2008, con la quiebra de Lehman Brothers y la difusión del riesgo de crédito a escala global, se observó un nuevo aumento de los montos inyectados, reforzados en noviembre de 2008 cuando se temió la nacionalización de Citigroup y Bank of America.

La Reserva Federal y el Tesoro adoptaron nuevas facilidades ante la gravedad de la crisis. Así se aplicó un mecanismo para que los bancos de forma anónima acudieran al redescuento mediante una subasta de préstamos a plazo, hasta 90 días (Term Auction Facility -TAF-). Igualmente se creó un mecanismo novedoso el programa de préstamo a plazo de títulos (Term Securities Lending Facility -TSLF-) mediante el cual los operadores primarios toman prestado de la Reserva Federal títulos del Tesoro estadounidense y aprovechan la liquidez de éstos para obtener fondos en el sector privado. Con estas medidas se logró, por una parte, bajar las tasas de interés y, por la otra, evitar que los bancos vendiesen activos y con ello que se continuase debilitando su posición patrimonial.

Un paso adicional de la Reserva Federal consistió en el otorgamiento de préstamos directos a participantes de mercados crediticios claves para de esta manera impulsar el financiamiento del consumo y de los negocios. Se ofreció entonces liquidez a los emisores de papeles comerciales a través de una compañía de responsabilidad limitada que compra estos títulos directamente de los oferentes (Commercial Paper Funding Facility CPFF). Un paso importante lo representó la facilidad de préstamo a plazo para títulos respaldados con activos (Term Asset-Backed Securities Loan Facility TALF) lanzada en noviembre de 2008, con el objeto que los inversores se financien por tres años las tenencias de títulos respaldados con préstamos de autos, de tarjetas de crédito, de préstamos a estudiantes y a pequeños negocios.

También se puso en marcha una expansión de las operaciones de mercado abierto con la compra de títulos a largo plazo en noviembre de 2008, cuando la Reserva Federal anunció la compra US\$ 100 millardos en títulos a largo plazo emitidos por las Agencias Federales (Fannie Mae, Freddie Mac y Federal Home Loan Banks) y de US\$ 500 millardos en títulos que empaquetan préstamos hipotecarios respaldados por estas Agencias, así como la posibilidad de compras de bonos del Tesoro estadounidense, todo ello para procurar apuntalar el mercado inmobiliario. Finalmente, en su reunión del 18 de marzo de 2009, la Reserva Federal anunció las metas para la expansión de la oferta de dinero y se anunció el plan de compras de títulos con vencimiento a largo plazo del Tesoro por US\$ 300 millardos durante seis meses al tiempo que incrementó hasta US\$ 750 millardos los fondos destinados a la compra de títulos respaldados por activos hipotecarios.

## **Unión Europea**

En el caso de la Unión Europea, las medidas monetarias han sido esencialmente las dirigidas a inyectar liquidez al mercado doméstico a partir agosto de 2007 y una disminución de la tasa de interés. Como resultado de estas medidas, la tasa oficial de política monetaria bajó desde 4,25% hasta 1% entre octubre 2008 y mayo 2009. Adicionalmente, desde marzo de 2008, el Banco Central Europeo (BCE) realizó operaciones *swap* de monedas para proveer de dólares a la Eurozona.

Ha estado muy activo el BCE en lo relativo a la compra de activos de alta calidad al sector bancario y en la ampliación de sus operaciones de redescuento al aceptar una amplia gama de títulos que sirven como colaterales en esas operaciones. A lo largo de 2009, se otorgó garantía soberana a emisiones de bonos de instituciones financieras, se continuó con el *swap* de monedas para proveer de euros a otros países europeos y se adquirieron bonos por aproximadamente 60 millardos de euros al tiempo que se lanzó un programa para facilitar el crédito y subsidiar el consumo

## **Japón**

El Banco de Japón amplió la cantidad de instrumentos que acepta como colateral en sus operaciones de recompra, para incluir bonos flotantes y vinculados a la inflación. También aprobó el pago de intereses sobre las reservas que los bancos comerciales mantienen en el Banco de Japón (noviembre 2008). El Banco de Japón y el Banco Central de Corea del Sur acordaron expandir una línea de *swap* de moneda por US\$ 20 millardos, desde US\$ 3 millardos anteriores. Además, de establecer una línea de crédito en dólares por US\$ 10 millardos (diciembre 2008). El Banco de Japón confirmó que comprará deuda a corto plazo emitida por las empresas niponas para aliviar los costos de financiamiento, por un importe máximo de 3 billones de yenes (enero 2009) y anunció la adquisición de deuda subordinada de los bancos a partir de marzo con vencimiento máximo a un año, por 1 billón de yenes (US\$ 10,7 millardos) (febrero 2009). Aplicó igualmente una política de compra de bonos del Gobierno hasta por 1,8 billones yenes (marzo 09).

## **Medidas fiscales**

El consenso generalizado acerca de la gravedad de la crisis y del soporte que la política monetaria requiere, se tradujo en el anuncio de medidas fiscales de amplio alcance. De esta manera, de acuerdo con el FMI, el impacto de estas medidas sobre el PIB representa en promedio 2,0% del PIB -ajustado por la paridad de compra (PPP)- de los países del G-20<sup>1</sup> con lo cual el incremento estimado del déficit fiscal para 2009 y 2010 alcanzaría en 2009, a 5,5% 5,4% del PIB, respectivamente. Esto se traduce en montos significativos mayores que los previstos originalmente al pasar en 2009 desde US\$ 780 millardos a US\$ 820 millardos y en 2010 desde US\$ 590 millardos a US\$ 660 millardos.

Buena parte del estímulo fiscal se corresponde con medidas de gasto, especialmente en infraestructura y con planes para proteger a los grupos de la población más vulnerables, a través de mayores beneficios por desempleo, transferencias en efectivo para los pobres y ayuda a niños y jubilados.

---

<sup>1</sup> FMI. The State of Public Finances: Outlook and Medium-Term Policies After the 2008 Crisis. April, 2009

Similarmente, se aumentó el respaldo para las pequeñas y medianas empresas así como el apoyo a sectores específicos, como el automotriz. Se trata de acciones temporales, con plazo determinado, vigentes hasta la recuperación de la actividad económica. Desde los ingresos, al plan fiscal está encaminado principalmente a rebajar el impuesto sobre la renta de las personas y los impuestos indirectos.

### **Algunas observaciones sobre las perspectivas de la economía mundial y sus implicaciones sobre la región**

Como se señaló anteriormente, el efecto de la crisis en América Latina y su curso futuro depende en forma importante de la capacidad de las autoridades en los países industrializados, principalmente en Estados Unidos, de poner en práctica un conjunto coherente de políticas para recuperar sobre bases sólidas sus respectivas economías. En este sentido es relevante realizar una breve evaluación sobre las perspectivas de la economía mundial con la información que se dispone hasta la fecha.

La actual crisis económica global que comenzó a manifestarse en el segundo semestre de 2007 es la más profunda desde la Gran Depresión que afectó a la economía mundial, con algunas interrupciones, desde 1929 hasta el inicio de la Segunda Guerra Mundial.

Al menos dos factores han incidido en la severidad de la actual crisis:

- La crisis se originó en los Estados Unidos que continúa siendo la economía individual más influyente del planeta. Por lo tanto, su efecto se ha extendido en mayor o menor medida a todas las regiones del mundo. La apreciación inicial de algunos analistas de que ciertos países y regiones podrían aislarse de la crisis, ha resultado refutada por los hechos.
- A nivel sectorial, la crisis se originó en el sector financiero, y existe evidencia de que las crisis de naturaleza financiera tienden a ser más severas y más prolongadas que las que se producen por shocks en los precios de las materias primas, shocks de demanda externos, y shocks de política (fiscal y monetaria). Lo anterior se debe a que las crisis financieras son precedidas por un periodo de muy fuerte expansión del crédito (credit boom) y de un acentuado aumento en los precios, particularmente de los bienes inmuebles y las acciones. En el Reporte de Estabilidad Financiera Global (abril 2009), el FMI estima que entre 2007 y 2010 el monto de activos globales cuyo valor debe ser ajustado a la baja por las instituciones financieras puede alcanzar los US\$ 4 billones.

El WEO-FMI de abril 2009 proyecta una caída de 1,3% del PIB mundial para 2009 y un crecimiento de 1,9% en 2010. Para Estados Unidos se estima una contracción del PIB de 2,8% en 2009 y cero crecimiento en 2010. A mediano plazo se prevé que la economía mundial alcance una tasa de crecimiento anual de aproximadamente 4% hacia el cuarto trimestre de 2011.

Sin embargo, el FMI advierte que estas proyecciones tienen un sesgo a la baja, es decir, hay una mayor probabilidad de que se materialice un escenario de más lenta recuperación. Esto se explica porque el escenario central se basa en el supuesto de que los planes de expansión fiscal, especialmente en Estados Unidos,

se ejecutarán en forma expedita y tendrán efectos rápidos y significativos sobre la actividad económica. También se supone, que los planes para manejar los activos tóxicos que afectan los balances de las instituciones financieras y el proceso de re-capitalización de estas instituciones se llevará a cabo exitosamente, en el sentido de que generará credibilidad en el sistema y reactivará el mercado crediticio.

Existen diversas razones para pensar que pueden producirse desviaciones significativas con respecto a estos supuestos. En relación con la política fiscal, Estados Unidos ha planteado un plan de estímulo que se espera alcance 2,0% del PIB en 2009 y 1,8% en 2010. Esta expansión del gasto junto con las operaciones de soporte a las instituciones financieras, el impacto del ciclo y la reducción en los precios de los activos, puede generar un déficit fiscal cercano a 14% del PIB en 2009 y a 10% en 2010. Con este déficit, la deuda bruta como porcentaje del PIB alcanzaría un valor de casi 100% en 2010 de acuerdo con estimaciones del WEO correspondiente a abril 2009. En este contexto, no es de extrañar que los agentes económicos vislumbren en un horizonte no muy distante una reversión de la política fiscal con el fin de mantener su sostenibilidad y, por lo tanto, incrementen sustancialmente su tasa de ahorro para hacer frente a esta situación. En este escenario, la efectividad del plan de estímulo fiscal se vería significativamente reducida. De hecho, ya existen indicios de que los agentes económicos en Estados Unidos han elevado su tasa de ahorro por encima de los niveles históricos.

En el ámbito financiero, la agresiva política de expansión de la base monetaria de la FED ha inyectado abundante liquidez al sistema financiero. No obstante, los problemas vinculados al manejo de los activos tóxicos y la re-capitalización del sistema son asuntos más complejos. El primero se enfrenta al reto de valorar en forma adecuada un conjunto de activos estructurados con características poco comunes para los cuales no existe un mercado, mientras que el segundo debe basarse en una cuidadosa evaluación de la viabilidad a largo plazo de las instituciones financieras. Aunque el tiempo desde que se adoptaron las medidas es relativamente corto, hasta el presente no parece que a pesar de los esfuerzos desplegados, se haya generado una confianza suficiente en los agentes económicos como para reactivar significativamente el normal funcionamiento del mercado crediticio.

De aquí que algunas analistas asignen una elevada probabilidad a un escenario en el cual la economía mundial toca fondo, pero exhibe una recuperación muy lenta. Esto es lo que se ha descrito como un comportamiento en forma de L. Otra posibilidad es que la fuerte expansión fiscal y monetaria genere una rápida recuperación. Pero este escenario entraña el riesgo de desatar presiones inflacionarias que obliguen a las autoridades económicas a dar marcha atrás en las políticas expansivas, introduciendo una mayor volatilidad en la economía. En el caso particular de Estados Unidos, la Reserva Federal ha incrementado la base monetaria a una velocidad sin precedentes. La tasa de crecimiento interanual de la base monetaria (ajustada por cambios en las reservas requeridas) a mayo de 2009 se ubicó en 114,1%.

Algunos analistas estiman que la fuerte expansión fiscal, al comprometer la viabilidad fiscal de Estados Unidos, puede poner en riesgo las posibilidades de crecimiento en el mediano y largo plazo. Lo único que parece claro a esta altura de la crisis es que existe una gran incertidumbre sobre la trayectoria que puede seguir la economía mundial, y esto per se, ya impone una carga importante sobre las posibilidades de recuperación.

## **América Latina frente a la crisis global**

Las repercusiones de la crisis en América Latina se expresan mediante dos canales principalmente: la disminución de los flujos comerciales y la caída de los precios de las exportaciones. Efectivamente, con motivo de la declinación de la actividad económica en las economías desarrolladas, se ha afectado muy seriamente la demanda por los productos que exporta la región, tanto los bienes manufacturados como los productos primarios. En la conformación del PIB mundial, la aportación de Estados Unidos, la Unión Europea y Japón, representa aproximadamente 40%, lo que sugiere que el principal motor de la economía global ha perdido el dinamismo que exhibió hasta 2007 para entrar esas economías en una frase claramente recesiva. En efecto, el primer trimestre de 2009, la economía de Estados Unidos decreció 6,3% en tanto que las de Europa y Japón lo hicieron en 2,0% y 3,0%, respectivamente. Al tomar en consideración que a esos tres bloques económicos va dirigido una porción significativa de las ventas externas de América Latina, es evidente que las ventas de los productos de la región se han debilitado sensiblemente. Al interior del comercio externo de América Latina debe destacarse los casos de países con elevadas concentraciones de sus exportaciones hacia pocos mercados y otros con escasa diversificación de su oferta exportable.

Entre los primeros destaca México que dirige más del 80% de sus exportaciones al mercado de Estados Unidos y entre los segundos sobresale Venezuela donde el petróleo tiene un peso sustantivo en las ventas externas hasta alcanzar 95%. Existen casos intermedios representados por aquellas naciones que exportan a varios países al tiempo que ofrecen una variedad de productos y otros que transan varios productos pero en pocos mercados. Esto sugiere que hay países donde la crisis puede y está teniendo impactos considerables y otros que aún acusando sus efectos, pueden encararla de mejor manera.

En lo relativo al *shock* sobre los precios de exportación, la incidencia a partir de julio de 2008 ha sido apreciable. Las cotizaciones de bienes tales como el petróleo, cobre, acero, aluminio, entre otros, han reflejado un desplome considerable, situación que ha comprometido muy seriamente la generación de ingresos por exportaciones y fiscales en las economías que derivan buena parte del financiamiento de sus presupuestos de la percepción de rentas externas. De esta manera, la incidencia es doble ya que por una parte se deteriora la cuenta corriente de la balanza de pagos y por la otra se menoscaba la posición fiscal, con lo cual se compromete la estabilidad cambiaria y la ejecución de los niveles de gasto público.

Para 2009 se espera que la reducción de los precios y las exportaciones de bienes primarios ejerza todo su impacto negativo sobre la actividad económica de la región. Aunque los precios de las materias primas tiendan a recuperarse en algún momento de ese año, se espera que en promedio se ubiquen significativamente por debajo de los del año precedente. El World Economic Outlook (WEO) del FMI (Abril 2009) estima los siguientes valores para la tasa de crecimiento del PIB en 2009: Argentina -1,5%, Brasil -1,3%, Chile 0,1%, Colombia 0%, México -3,7%, Perú 3,5%, Venezuela -2,2%. Estas cifras se basan en un escenario sujeto a una gran incertidumbre, y con un sesgado énfasis a la baja (tasas de crecimiento menores o más negativas). A pesar de la desaceleración de la actividad económica y las importaciones, se espera que el deterioro de la cuenta corriente que se inició en 2008 se intensifique en 2009, al prevalecer el efecto de la disminución de las exportaciones.

Un aspecto más difícil de proyectar es el referente a la evolución de la tasa de inflación. El WEO prevé una disminución de esta variable con respecto a 2008, como resultado de la desaceleración en las tasas de crecimiento del PIB real que se manifestará en menores brechas o brechas negativas del producto. No obstante, en la medida que parte del ajuste de las crisis se siga dando a través de las variaciones en el tipo de cambio nominal y se implementen políticas macroeconómicas contra-cíclicas, se pueden seguir presentando presiones inflacionarias sustanciales.

En el contexto descrito, en América Latina existen notables diferencias en términos de la capacidad para enfrentar la crisis global. En lo referente a las exportaciones, los países que se encuentran en una situación más favorable son aquellos que combinan una mayor diversidad tanto de productos como de mercados. En este sentido, el país que estaría en mejor situación es Brasil. En una posición intermedia estarían, Chile, Colombia y Perú, con una base exportadora con algún grado de diversificación pero con una mayor concentración en lo relativo al destino de sus ventas externas. Dos casos especiales son México y Venezuela. En el primero de ellos se presenta una base exportadora altamente variada, con una ponderación importante de los productos manufacturados. Sin embargo, México es la economía de la región más estrechamente vinculada con la de Estados Unidos. Por su parte, Venezuela presenta la mayor concentración de sus exportaciones en un solo producto a la vez que dicho producto se comercia principalmente con Estados Unidos.

En una economía globalizada, la flexibilidad cambiaria es un elemento fundamental para manejar los shocks externos a los cuales frecuentemente se enfrentan las economías abiertas. Cuando no es posible ajustar el tipo de cambio, el peso del ajuste ante una perturbación tendría que canalizarse mediante reducciones de los salarios, los precios y la actividad económica. Como se comentó anteriormente, la gran mayoría de los países de América Latina cuentan con regímenes cambiarios flexibles como parte importante de las reformas institucionales adoptadas en los últimos años con el objeto de hacer más eficaz el manejo de la política económica.

En este aspecto las excepciones son Ecuador y Venezuela. En el caso de Ecuador, la dolarización implica una restricción institucional muy difícil de revertir que no deja



espacios para usar la política monetaria y cambiaria con el propósito de enfrentar los efectos adversos de la crisis global. En Venezuela, si bien la corrección del tipo de cambio es todavía una opción de política disponible, las autoridades han decidido fijar el tipo de cambio como elemento central de la política económica, en particular para contener las presiones inflacionarias. No obstante, conviene señalar que la aplicación de un esquema de control de cambio que restringe severamente las transacciones de capital, es lo que ha permitido al gobierno mantener la fijación del tipo de cambio nominal desde febrero de 2005.

Buena parte de América Latina emprendió cambios institucionales orientados a mejorar el diseño, aplicación y seguimiento de las políticas fiscal y monetaria, lo que se tradujo en reglas claras y transparentes en la elaboración y manejo presupuestario y la autonomía de los bancos centrales. Al evaluar las cifras fiscales se aprecia que las principales economías de la región difieren en cuanto a los grados de libertad disponible en el uso de la política fiscal para enfrentar la crisis. Países como Brasil y Chile que han venido presentando gestiones fiscales superavitarias durante un período prolongado, en principio tendrían mayor espacio para instrumentar políticas fiscales anticíclicas para mitigar la crisis. En Perú y Venezuela se observan cuentas fiscales que han exhibido superávit durante un lapso más corto, por tanto en estos dos países pareciera que el espacio para aplicar una política fiscal contra-cíclica es más restringido. En el caso de Venezuela este resultado es atribuible al sustancial aumento de los precios del petróleo y además, existe una gran incertidumbre en cuanto a la situación fiscal del sector público consolidado debido a la carencia de información. La situación más delicada en materia fiscal es la de Colombia, que registra de forma persistente déficit fiscales por encima del 4,0% del PIB en el periodo 2000 – 2006. México tiene un entorno fiscal menos comprometido que Colombia por cuanto, si bien muestra déficits fiscales persistentes, éstos son de una magnitud relativamente pequeña, en el rango del 1,0% del PIB (2000 – 2007). Ello sugiere, que ambos países estarían en desventaja con relación a aquellos que presenten una posición fiscal más holgada.

En cuanto a la política monetaria, ya hemos mencionado que la región ha hecho notables avances en términos institucionales. La consolidación de bancos centrales con un alto grado de autonomía ha debilitado la persistente situación de dominio fiscal que prevaleció en la mayoría de las economías de la región. Adicionalmente, la adopción de esquemas de inflación objetivo le ha otorgado más orden y transparencia al diseño, aplicación y seguimiento de la política monetaria.

Estos avances se han traducido en reducciones muy significativas de la tasa de inflación en la mayoría de los países grandes de América Latina en los últimos años. Por esta razón, y por el muy corto desfase de decisión que presenta la política monetaria, la reducción de la tasa de interés de corto plazo ha sido una de las primeras medidas que han adoptado los gobiernos de la región para enfrentar los efectos recesivos de la crisis global. Sin embargo, no todos los países se encuentran en una situación holgada para utilizar este instrumento. Chile por ser uno de los países pioneros en la región en lo referente a reformas institucionales, cuenta con un banco central que se ha ganado una sólida reputación. Esto le permitiría más grados de libertad para utilizar la política monetaria como herramienta anti-cíclica sin desviarse del objetivo de estabilidad de precios en el

largo plazo. También México y Perú ha logrado avances notables en el fortalecimiento de la credibilidad en su banco central y la política monetaria, que le permitirían utilizar este instrumento con cierta holgura. En una situación intermedia se encontrarían Brasil y Colombia. Estos países también exhiben logros importantes en términos institucionales y de reducción de la inflación, pero la apreciación del tipo de cambio nominal, particularmente durante estos últimos años de auge económico, ha jugado un rol más prominente en la evolución favorable de la inflación. En este aspecto, Argentina y Venezuela se encuentran en una situación muy débil. Ambos países registran tasas de inflación bastante elevadas, aun con las cifras oficiales que muchos analistas consideran subestimadas. Los dos países carecen de un esquema de política monetaria ordenado y transparente, por lo tanto, creíble. En el caso de Venezuela, el Banco Central ha adoptado una posición completamente pasiva ante las necesidades de financiamiento del gobierno. De lo anterior se desprende que en estos países, el intento de acentuar la orientación expansiva de la política monetaria para enfrentar la crisis, muy posiblemente conducirá a una aceleración de la inflación con escasos efectos positivos sobre el producto.

Seguidamente se presenta información relevante sobre las medidas en los ámbitos fiscales, monetarios y cambiarios adoptadas en la región. Se considera una muestra de países, a saber: Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela.

**Política monetaria:** los países reseñados han implementado una política monetaria claramente expansiva, expresada en dos acciones: una rebaja de la tasa de encaje legal y una disminución de la tasa de interés referencial. Donde se ha disminuido con mayor intensidad la tasa de interés ha sido en Chile desde 8,25% en enero de 2009 hasta 1,25% en abril. También se ha extendido el plazo para los créditos que otorgan los bancos centrales a la banca y en algunos casos se suspendieron las operaciones de absorción de liquidez.

**Política fiscal:** en esta área la política aplicada tiene igualmente elementos en común, salvo en el caso de Venezuela donde se anunció una disminución del gasto y un incremento de los impuestos. Con modalidades diferenciadas, las economías de la región están ejecutando un conjunto de medidas que intentan revertir el cuadro recesivo mediante planes de gasto en infraestructura y vivienda, entre otros. Igualmente, se ha disminuido los impuestos tanto a las personas como a las empresas. Chile, México y Perú están implementando planes fiscales para reanimar la economía y generar empleos, cuantificados en 2,8%, 0,7% y 3,2% del PIB, respectivamente. Algo similar ocurre en Argentina, Brasil y Colombia. Así, en Brasil se estima gastar US\$ 9.189 millones en 2009 en el Programa de Aceleración del Crecimiento y en Argentina y Colombia se diseñaron planes especiales de obras públicas a ser ejecutadas tanto por el gobierno central como por los entes descentralizados.

**Política cambiaria y comercial:** en lo relativo a la política económica externa hay diferencias notables y también similitudes. Argentina y Brasil han aplicado restricciones comerciales tales como el establecimiento de licencias de importación y aumento de los aranceles para aquellos productos que compiten con la producción nacional. En general, con la excepción de Venezuela, los países están

extendiendo liquidez en moneda extranjera a sus empresas para que puedan cumplir sus compromisos con el exterior y asegurar el suministro de materias primas y bienes de capital. Destacan los casos de Brasil y México, las economías que perdieron más reservas internacionales con la irrupción de la crisis a mediados de 2008. Ambos suscribieron sendos acuerdos para intercambiar monedas a través de un convenio con la FED, que le permitió a Brasil y México obtener US\$ 30.000 millones con el objeto de fortalecer sus activos externos. Argentina, por su parte, hizo lo propio con el Banco Central de China por un monto de US\$ 10.000 millones. Una medida casi generalizada ha sido la agilización de la devolución del Impuesto al Valor Agregado (IVA) a los exportadores. Contrariamente, en Venezuela se han agudizado el control de cambios y la restricción a las importaciones.

La síntesis de las principales políticas adoptadas en América Latina, se presenta en el siguiente cuadro.

### Síntesis de las medidas adoptadas en América Latina frente a la crisis

	<b>Argentina</b>	<b>Brasil</b>	<b>Chile</b>	<b>Colombia</b>	<b>México</b>	<b>Perú</b>	<b>Venezuela</b>
<b>Política monetaria</b>							
Reducción de encaje	Si	Si	Si	Si	NA	Si	Si
Provisión de liquidez	Si	Si	Si	Si	Si	Si	No
Reducción de tasas	NA	Si	Si	Si	Si	Si	Si
<b>Política fiscal</b>							
Disminución de impuestos	Si	Si	Si	Si	Si	No	No
Expansión de gasto	Si	Si	Si	No	Si	Si	No
<b>Política cambiaria y comercial</b>							
Ajuste del tipo de cambio	Si	Si	Si	Si	Si	No	No
Aumento de aranceles	Si	Si	No	No	No	No	No
Restricciones cuantitativas	Si	Si	No	No	No	No	Si

Fuente: Cepal: La reacción de los gobiernos de las Américas frente a la crisis internacional. Junio de 2009.

Notas: NA: no aplica. En el caso de Venezuela el ajuste del tipo de cambio se refiere a la tasa de cambio oficial.

## **Posibilidades y limitaciones para una acción coordinada en la región**

En América Latina existen un número considerable de acuerdos de integración regional. El más reciente de ellos, la Unión Suramericana de Naciones (UNASUR), fue constituido a mediados de 2008 e incluye a los países del área Andina, MERCOSUR, Chile, Guyana y Surinam. Sin embargo, estos esquemas se han enfrentado a una serie de problemas para avanzar de manera significativa en términos de intercambio comercial, y más aun en el ámbito financiero. Por ejemplo, la Comisión Económica para América Latina (CEPAL) reporta que los flujos de comercio intra-regional son todavía muy pequeños comparados con las exportaciones totales de América Latina y el Caribe, situándose en alrededor del 18% en 2006-2007.

La lentitud del avance en el proceso de integración en América Latina se debe a un conjunto de factores complejos, entre los que destacan: restricciones de mercado y las asimetrías entre algunos miembros. Este último factor ha limitado los avances en diferentes áreas, incluyendo la referente a la coordinación de las políticas macroeconómicas. Por lo tanto, la actual crisis global encuentra a las economías de la región sin un mecanismo bien estructurado para coordinar sus políticas económicas.

Como se ha señalado, la mayoría de las economías más importantes de la región han tendido a converger en los últimos años hacia un enfoque similar de política monetaria y cambiaria, pero esta convergencia no se ha producido dentro del marco de los acuerdos de integración vigentes. De hecho, dos economías importantes, Argentina y especialmente Venezuela, mantienen regímenes monetarios y cambiarios marcadamente diferentes a los de otras economías grandes de América Latina. Por supuesto que al considerar al resto de las economías de la región, la diversidad de regímenes monetario – cambiario se amplía.

En el ámbito de la política fiscal la coordinación de políticas es todavía más difícil, pues al evaluar la situación de las principales economías de la región antes de la crisis, se notaban sustanciales discrepancias en relación con la evolución reciente de sus déficit, y por lo tanto, en su capacidad de utilizar instrumentos fiscales para enfrentar el shock.

De manera que la respuesta de política macroeconómica con una orientación expansiva que se ha dado en los principales países de la región desde finales de 2008, no obedece a una acción coordinada bajo algún plan pre-establecido en los diversos esquemas de integración regional, a diferencia de lo que ha ocurrido con los países integrantes del G-8.

Más aun, en algunos países se han planteado medidas de tipo comercial y cambiario que pueden generar efectos negativos sobre la actividad económica de sus socios comerciales en la región. Argentina, por ejemplo, ha anunciado la aplicación de licencias previas para la importación de un conjunto importante de productos, y mayores controles sobre la demanda de divisas. Brasil adoptó una serie de restricciones no arancelarias (licencias previas) a las importaciones en 17

sectores. En Venezuela, el gobierno ha venido aplicando un severo racionamiento en el otorgamiento de divisas al tipo de cambio oficial.

## Referencias

Comisión Económica para América Latina (Cepal): *La reacción de los gobiernos de las Américas frente a la crisis internacional*. Junio de 2009.

Fondo Monetario Internacional (FMI): *The State of Public Finances: Outlook and Medium-Term Policies After the 2008 Crisis*. April 2009

Fondo Monetario Internacional (FMI): *World Economic Outlook*. April, 2009.

Friedman, Milton. (Nobel Lecture 1977): *Inflation and Unemployment*. Journal of Political Economy. Vol 85, No3, June.

Lucas Robert (1973): *Some International Evidence on Output- Inflation Tradeoffs*. The American Economic Review, Vol. 63, No. 3.

Schinasi, Gary: *Safeguarding Financial Stability: Theory and Practice*. Fondo Monetario Internacional, 2006.

Taylor, John: *Getting Off Track: How Government Actions and Interventions Caused, Prolonged, and Worsened the Financial Crisis*. Hoover Institution Press, 2009

White, Lawrence: *How did We Get into This Financial Mess?* CATO Institute Briefing Papers, November, 2008