



# América Latina 'acoplada' a la crisis como antes al auge ¿Cómo hacer frente a la nueva encrucijada?

Guillermo Rozenwurcel y Marisol Rodríguez Chatruc

## América Latina "acoplada" a la crisis como antes al auge ¿Cómo hacer frente a la nueva encrucijada?

por GUILLERMO ROZENWURCEL y MARISOL RODRIGUEZ CHATRUC \*

\*Centro de iDeAS, Universidad Nacional de San Martín.

Impreso en Argentina, marzo de 2009.

EDICIÓN:

Fundación Friedrich Ebert en la Argentina.

FUNDACION FRIEDRICH EBERT  
Marcelo T de Alvear 883, 4º piso  
C1058AAK - Buenos Aires, Argentina.  
E-mail: fes.argentina@fes.org.ar  
www.fes.org.ar

Los artículos que publicamos son de exclusiva responsabilidad de sus autores y no traducen necesariamente el pensamiento de la Fundación Friedrich Ebert. Se admite la reproducción total o parcial de sus trabajos como asimismo de sus ilustraciones, a condición de que se mencione la fuente y se haga llegar copia a la redacción.

Diseño de publicaciones:  
YUNQUE de Ildefonso Pereyra.  
E-mail: yunquemm@yahoo.com.ar  
Tel. Fax: 54 11 49576726  
Venezuela 3246 - CP1211  
Buenos Aires, Argentina.

1. Introducción

5

2. El período de auge en América Latina

6

3. El origen de la crisis

12

4. El desencadenamiento de la crisis y su transmisión a América Latina

16

5. Algunas lecciones preliminares

24

6. Respuestas de política

26



# Introducción

## 1. INTRODUCCIÓN

Al momento de escribir este artículo el mundo sigue inmerso en una de las peores crisis económicas del último siglo. Su origen ha sido el colapso financiero que tiene epicentro en Estados Unidos pero también incluye a gran parte de Europa. Si bien las crisis financieras tienen una historia de varios siglos, ninguna ha tenido la profundidad y alcance de la actual con la excepción de la de comienzos de la década de 1930. Más aún, si no se encuentran respuestas de política económica adecuadas es posible que esta crisis sea mucho más grave que la de entonces.

La singularidad del momento actual obedece a la interacción de dos factores: una globalización comercial y especialmente financiera sin precedentes, con entidades profundamente interconectadas alrededor del mundo, y mercados financieros que han alcanzado una dimensión inédita, superando en muchas veces el nivel del producto mundial, que operan prácticamente sin regulaciones globales y con una falta de transparencia casi absoluta.

Prácticamente no habrá región del mundo, avanzada o en desarrollo, que no se vea afectada y América Latina ciertamente no será una excepción.

Partiendo de estas premisas el presente trabajo intenta, por un lado, profundizar en los efectos de

la crisis sobre la región y, por el otro, reflexionar sobre cuáles pueden ser las vías más efectivas para enfrentarla de la mejor manera posible. Para ello, después de esta introducción el artículo incluye otras cinco secciones. En la siguiente se analizan las características del período de auge previo a la crisis en la región. En la tercera sección se pone el foco en los factores que dieron origen a la crisis en los Estados Unidos y el resto de países avanzados. A continuación se discuten los mecanismos de transmisión a los países en desarrollo y se detallan los efectos iniciales de la crisis sobre América Latina. La quinta sección intenta extraer algunas primeras lecciones de este episodio y, finalmente, en la sexta sección se comentan brevemente las alternativas de política disponibles.

## El período de auge

### 2. EL PERÍODO DE AUGE EN AMÉRICA LATINA

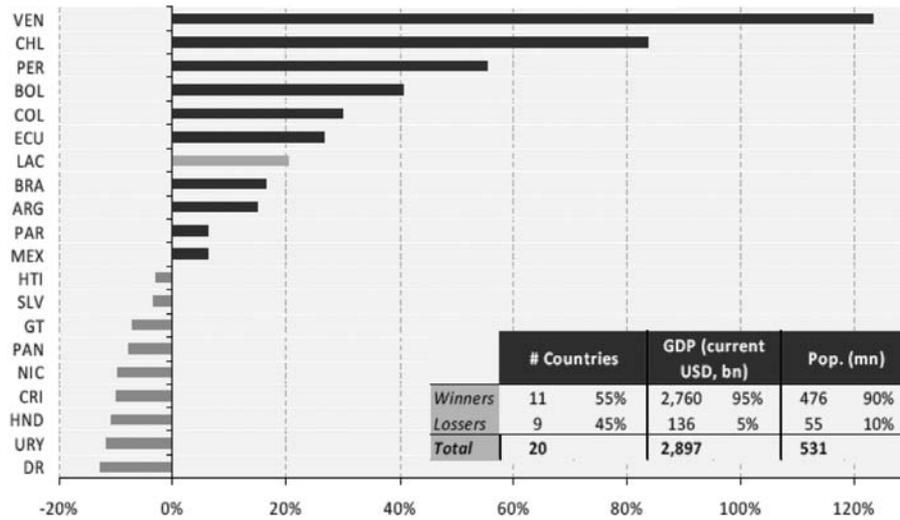
## en América Latina

Es un hecho que el 2009 marcará un quiebre en lo que han sido seis años de excepcional crecimiento para el conjunto de América Latina. Entre 2003 y 2008, la región creció a una tasa media cercana al 5% anual (con un crecimiento del PIB por habitante mayor al 3% anual)<sup>1</sup>. Este proceso de crecimiento estuvo acompañado por la generación de superávits gemelos: externo y fiscal. La mejora de las cuentas externas trajo aparejada una intensa acumulación de reservas internacionales, consecuencia de intervenciones en los mercados de cambios por parte de los bancos centrales. A su vez, los indicadores sociales mostraron mejoras, con caídas en la pobreza y en el desempleo.

La mejora en las cuentas externas está asociada en gran medida al espectacular aumento de precios de sus principales productos de exportación. El *gráfico 1* muestra el aumento de los términos de intercambio que experimentó la región como un todo entre 2002 y 2007, superior al 20%. En su mayor parte el aumento está explicado por el crecimiento del precio de las *commodities* (ver *gráfico 2*). Es necesario señalar, sin embargo, que la mejora no fue homogénea: el 45% de los países sufrió caídas, pero al tratarse de países pequeños (tanto en términos de población como de PIB) no afectó significativamente al desempeño promedio de la región. Ese grupo de países, principalmente de Centro América y el Caribe, se vio afectado negativamente por el *shock* de precios del petróleo y de algunos alimentos, al tratarse de importadores netos de estos productos. Por otro lado, el grupo de los ganadores, estuvo dividido entre aquéllos que tuvieron mejoras muy superiores a la media –en su mayoría exportadores de productos minerales– y los que tuvieron mejoras cercanas al promedio o moderadas –en general, países exportadores de alimentos y de algunos productos industriales.

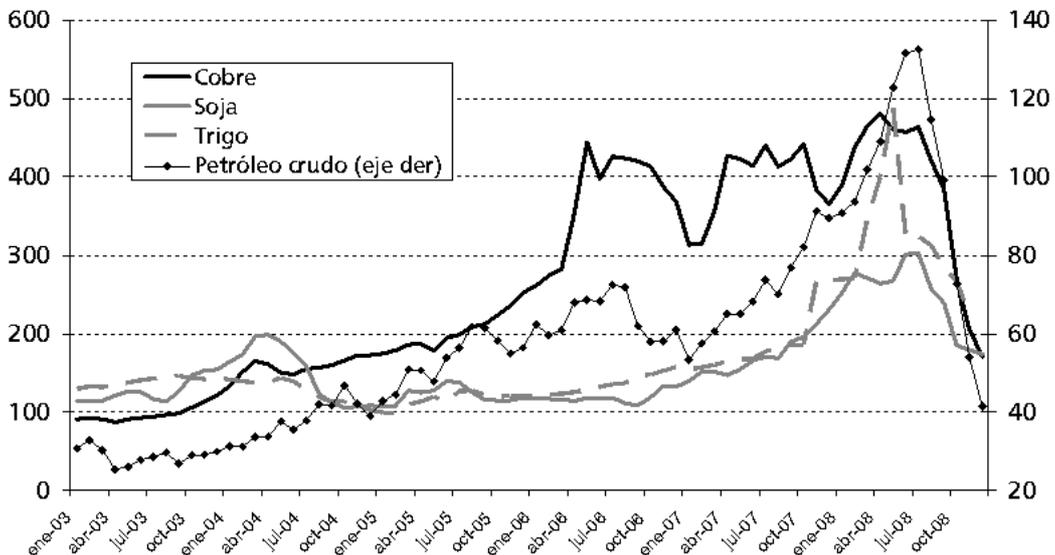
<sup>1</sup> Datos de CEPAL.

**Gráfico 1**  
**Términos de intercambio de países de LAC seleccionados**  
 cambio entre 2002 y 2007 – en %



Fuente: LCRCE (World Bank) en base a CEPAL

**Gráfico 2**  
**Precios de commodities**  
 Cobre, Soja y Trigo: Índice 2000=100  
 Petróleo: precio promedio del barril de crudo en dólares corrientes

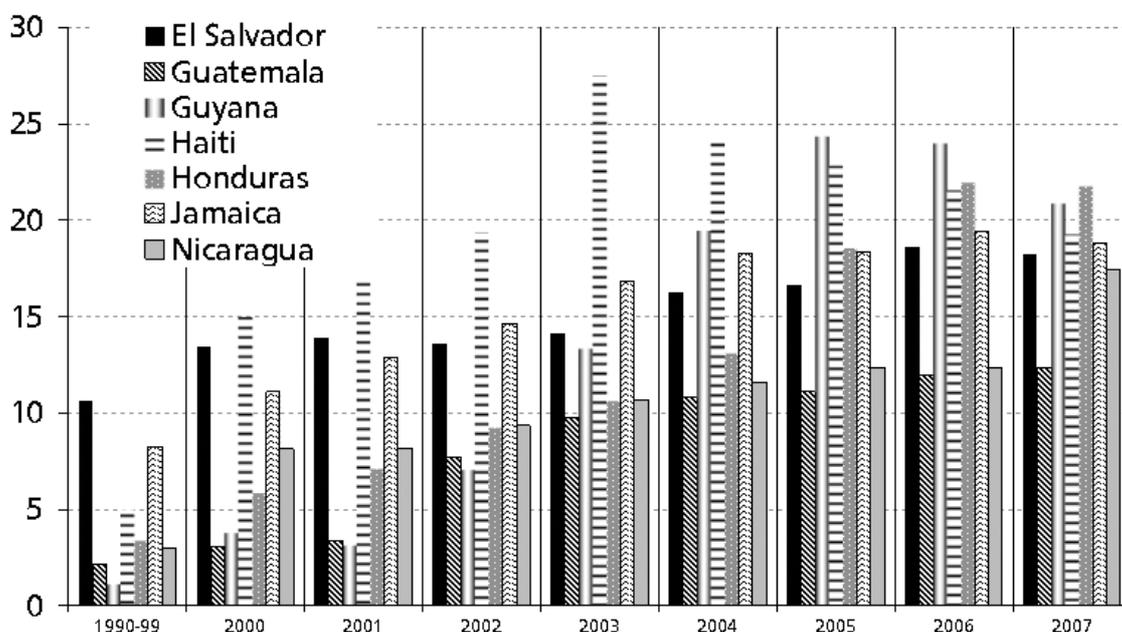


Fuente: elaboración propia en base a IFS (IMF)

De todos modos, dentro del grupo de países que sufrió caídas en los términos del intercambio, una gran parte no experimentó problemas de balanza de pagos dado que lograron compensar la merma en la entrada neta de divisas por el lado del comercio con un espectacular ingreso de remesas de trabajadores radicados en el exterior. Este fenómeno fue particularmente intenso en Honduras,

Guyana, Haití, Jamaica, El Salvador y Nicaragua (en orden decreciente) donde las remesas representaron entre el 15% y más del 20% del PIB en 2007 (ver *gráfico 3*). En segundo orden se encuentran países como Guatemala, República Dominicana, Ecuador, Bolivia y Belice donde las remesas constituyeron en el mismo año entre un 5% y un 10% del PIB. Este fenómeno comenzó a avizorarse a inicios de la presente década y mantuvo una marcada tendencia creciente (tanto en términos nominales como en porcentaje del producto) hasta mediados de 2008, momento en que entró en una etapa de desaceleración como consecuencia de la crisis internacional.

**Gráfico 3**  
Remesas recibidas en países de AL seleccionados  
% del PBI



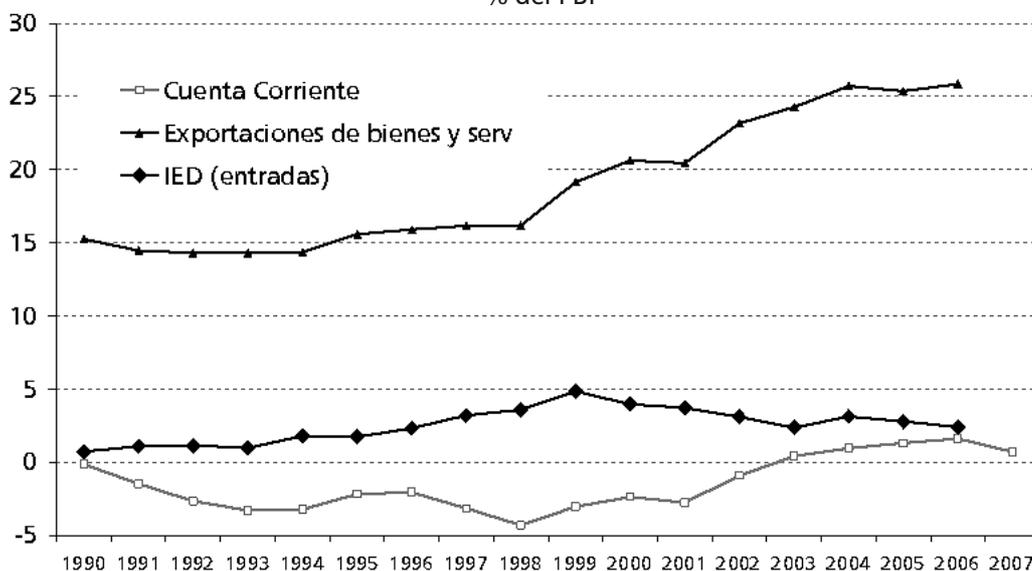
Fuente: Elaboración propia en base a WDI

El fuerte crecimiento de las exportaciones y las remesas generaron una mejora significativa en la cuenta corriente de la región, que incluso se volvió superavitaria a partir de 2003, en tanto la situación del sector externo también se robusteció por el lado de la cuenta de capital, en el que la IED tuvo un comportamiento sumamente dinámico (ver *gráfico 4*). La masiva entrada de divisas en la región, producto de un contexto externo sumamente favorable, fue esterilizada –en mayor o menor medida– por los bancos centrales de la región para evitar bruscas apreciaciones<sup>2</sup> lo que derivó en una intensa acumulación de reservas internacionales (ver *gráfico 5*). Esto sucedió inclusive en países como Brasil, Chile o Méjico que declaran ejercer un régimen cambiario flexible, en el marco de un régimen monetario de metas de inflación. En otros países, como Argentina, las autoridades declararon expresa preferencia por un tipo de cambio elevado y por la política de acumulación de reservas.

<sup>2</sup> Este fenómeno -relativamente nuevo- fue denominado como *fear of appreciation* por Levy Yeyati y Sturzenegger (2007).

Gráfico 4

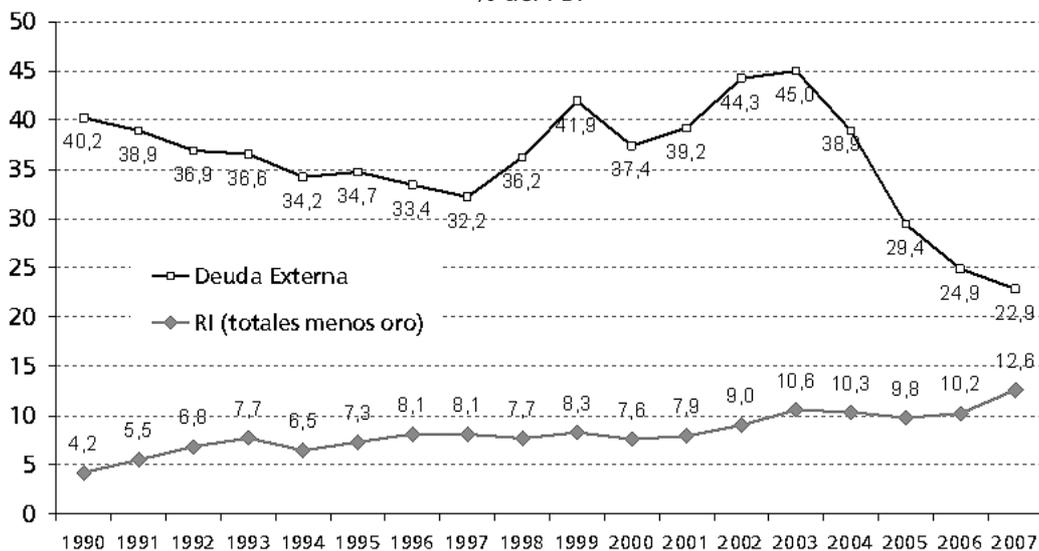
América Latina y el Caribe: Variables del sector externo  
% del PBI



Fuente: WDI (WB)

Gráfico 5

América Latina y el Caribe:  
Stocks de deuda externa y reservas internacionales  
% del PBI



Fuente: WDI (WB)

La mejora generalizada de las cuentas públicas es otra característica particular del periodo reciente de auge económico y se relaciona con mejoras en los ingresos –originadas en mayores precios de las exportaciones y un mayor nivel de actividad- y, en la mayoría aunque no en todos los países, con una mayor prudencia en el gasto en relación a otros periodos expansivos del pasado. Durante

2002-2007 la región experimentó un creciente superávit primario y una disminución del déficit global -que incluso llegó en 2006 y 2007 a convertirse en un superávit promedio leve pero sin precedentes. Esto permitió una caída sostenida de los niveles de deuda pública como porcentaje del PIB. Así, la deuda del gobierno central pasó, en promedio, de representar alrededor del 57% del PIB en 2002 al 30,3% en 2007 (y se calcula que a mediados de 2008 cayó a 26,1%)<sup>3</sup>. A algunos países esta situación les permitió, incluso, acumular activos en forma de fondos soberanos.

Podemos encontrar dos etapas de diferencias en estos años de mejora en la situación fiscal: en los años 2002-2004 la mejora fue producto de un aumento de los ingresos fiscales y de un crecimiento de los gastos menor en promedio que el producto de la región, por otro en 2004-2007 el aumento del superávit primario fue consecuencia del importante incremento de los recursos, que más que compensó el incremento de los gastos públicos en ese periodo.

Detrás de esa elevada recaudación fiscal hay varios factores que confluyeron. El aumento del nivel de actividad generó mayores ingresos fiscales, debido al aumento de la base imponible, al cambio de composición del producto y a una menor evasión. Por otro lado, el alza del precio de las *commodities* les permitió a los países exportadores captar un mayor volumen de ingresos fiscales. Hubo varios mecanismos por parte de los gobiernos para apropiarse de dichos recursos como derechos de exportación en el caso de productos agropecuarios (en Argentina) o impuestos a la extracción de recursos no renovables (Bolivia, Chile y Venezuela).

Sin embargo, el ritmo de mejora de las variables fiscales se desaceleró en 2007 - fenómeno atribuible a una relación ingresos/PIB que se estabilizó y a un crecimiento del gasto superior al crecimiento de la economía- y las mismas terminaron por deteriorarse en 2008: el superávit primario cayó y el superávit global de 2006 y 2007 se tornó déficit nuevamente. Ello se explica, durante la primera mitad del año, por la presión que ejercieron sobre las finanzas públicas diversos mecanismos de subsidio orientados a aliviar el impacto distributivo de la creciente inflación impulsada por los precios de los alimentos y de la energía. Ya en la segunda mitad del año, el deterioro se relaciona, como veremos más adelante, con el impacto en las economías de la región de la crisis internacional.

Como ya se mencionó, esta etapa de inusual crecimiento vino acompañada de mejoras en el ingreso por habitante de la población y en varios indicadores sociales. El PBI per cápita tuvo tasas de variación positivas todos los años entre 2002 y 2007, pasando de 3966 a 4722 dólares<sup>4</sup> en dicho periodo. Lo particular, además, fue que esta mejora tuvo lugar prácticamente en todos los países de la región.

En América Latina, para que el crecimiento económico se traduzca en una caída significativa de la pobreza, es crucial lo que suceda en el mercado de trabajo (CEPAL 2000a, 2000b; Naciones Unidas 2005). Esto es así porque las remuneraciones provenientes del trabajo representan en promedio el 79% de los ingresos de los hogares urbanos latinoamericanos (CEPAL, 2008b). A su vez, el perfil

<sup>3</sup> Datos correspondientes a CEPAL (2008a)

<sup>4</sup> Valores en dólares constantes de 2000.

del empleo y de las remuneraciones determina en gran medida las características de la distribución del ingreso. En efecto, en 2005 los diferenciales de sueldos y salarios explicaban entre el 70,5% (valor correspondiente a Panamá) y el 92,0% (valor correspondiente a Nicaragua) de la desigualdad total de ingresos de los países de América Latina (sin incluir a Uruguay) medida por el coeficiente de Gini (Medina y Galván, 2008).

La mayor demanda de trabajadores producto del mayor nivel de actividad, significó una merma en la tasa de desempleo urbano de la región del 11% en 2002 a 8% en 2007. Sin embargo, el desempleo sigue siendo elevado, especialmente si se lo compara con aquel prevaleciente a inicios de la década del 90 cuando era menor al 6%: este hecho tiene que ver con el incremento en la tasa de participación y con las sucesivas crisis económicas y vaivenes que sufrieron gran parte de las economías de la región en la década anterior.

Como era de esperar, este contexto de mayor crecimiento y progreso en la situación laboral de muchos individuos llevó a una reducción palpable de la tasa de pobreza, que cayó casi 10 puntos porcentuales entre 2002 y 2007 (del 44 al 34,1 % de la población) y de la indigencia que se redujo del 19,4 al 12,6% en el mismo periodo. No obstante, las cifras continúan siendo alarmantes si se tiene en cuenta el número de personas sumidas en esta situación en la región: en el año 2007 184 millones de latinoamericanos era pobres, de los cuales 68 millones se encontraba en situación de indigencia.

El panorama de la pobreza aparentemente comenzó a modificarse en 2008. Cifras preliminares de CEPAL indican que si bien la pobreza se redujo respecto a 2007, la indigencia podría haber aumentado en 0,3 puntos porcentuales, lo que equivale a 3 millones de personas.

En suma, es indudable que la actual crisis internacional encuentra a América Latina en una posición más sólida que en ocasiones anteriores semejantes. La mayor parte de las economías se encuentra menos endeudada que en décadas anteriores, cuenta con una posición más robusta en materia de reservas internacionales, superávit fiscal y externo, y exhibe sistemas financieros más sanos.

Precisamente esta serie de factores positivos fue lo que llevó a muchos analistas durante la primer fase de la crisis financiera internacional, hacia mediados y fines de 2007, a sugerir que América Latina, como otras regiones emergentes, la asiática en particular, podría mantenerse "desacoplada" a la crisis de los países avanzados. Sin embargo, como argumentaremos en este artículo, si bien el acople no fue inmediato, dado que inicialmente los indicadores financieros no se deterioraron como en los países desarrollados, el desarrollo alcanzado por el proceso de globalización comercial y financiera hace que el mismo resulte inevitable, tal como ya comienza a manifestarse en 2009.

De hecho, como los datos expuestos hasta aquí lo señalan, si bien incluso en 2008 la expansión del PIB de la región fue notable (datos preliminares de CEPAL hablan de un crecimiento del 4,6% en dólares de 2000) en dicho año ya comienza a apreciarse un deterioro importante en variables que habían mostrado un comportamiento muy positivo en el periodo 2002-2007, como las cuentas externas y fiscales y ciertos indicadores sociales. Esto sugiere que la región no se mantuvo completamente aislada de las turbulencias externas durante 2008 y, como veremos más adelante, menos aún podrá evitar contagiarse la crisis a partir de este año.

# El origen

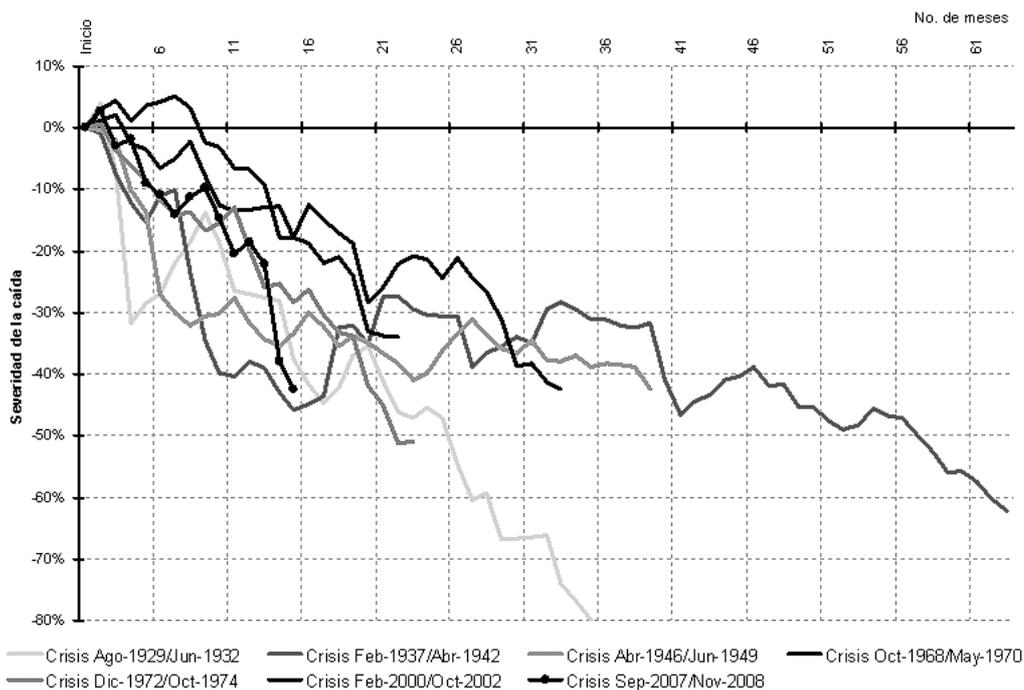
## 3. EL ORIGEN DE LA CRISIS

# de la crisis

Como puede apreciarse en el *gráfico 6*, tanto por su profundidad como por su extensión, la crisis actual es de una gravedad inusitada. Dos son los aspectos que la hacen excepcional. Uno, la violenta y generalizada caída sufrida por la riqueza neta de familias y empresas, gatillada por la implosión simultánea de la burbuja inmobiliaria y otras burbujas financieras asociadas a ella, tanto en los Estados Unidos como en gran parte del mundo desarrollado. El otro, es el carácter verdaderamente global de la crisis.

**Gráfico 6**

**El mercado de valores durante las crisis financieras de los últimos 80 años**  
Caída porcentual (%) del Índice Standard & Poor's 500, ajustada por la inflación



Fuente: Machinea (2009).

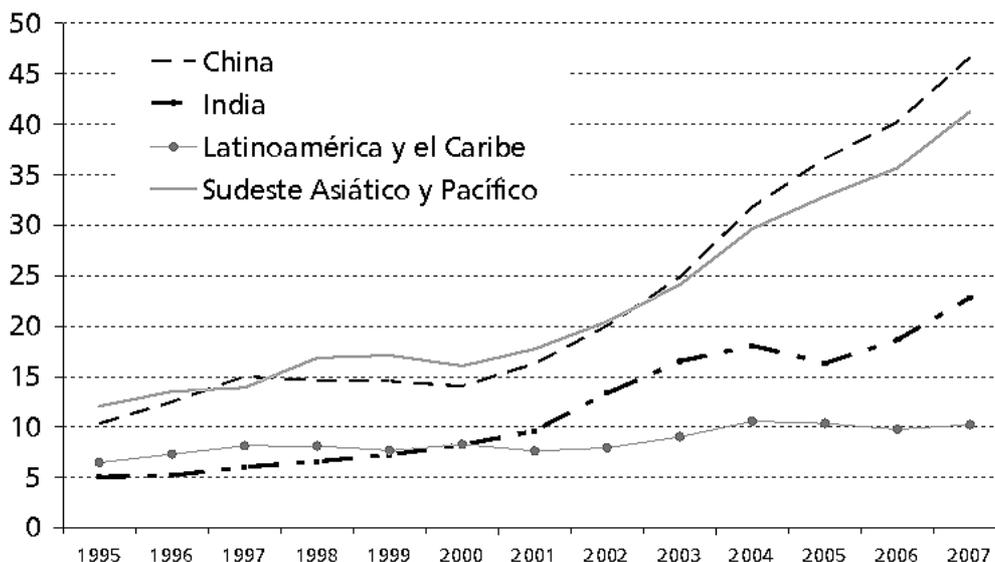
Retrospectivamente, parece evidente que el alza espectacular de los precios de los activos y el fuerte incremento en los niveles de endeudamiento, que facilitó la rápida expansión del gasto agregado en el boom precedente a la crisis, se basaron en expectativas de crecimiento futuro infundadamente optimistas y resultaron, a la postre, insostenibles. La rapidez y duración del proceso expansivo, sin antecedentes en la historia de los ciclos capitalistas, favoreció la amplificación de los desequilibrios y no hizo otra cosa que agravar el colapso subsiguiente. Cuando la crisis

finalmente se desató, lo hizo en el marco de una ruptura generalizada de contratos, en particular de contratos financieros.

¿Cómo se produjo esta crisis global de endeudamiento? ¿Por qué se generalizó tanto? Como en todo fenómeno complejo, hay varias causas concurrentes. En primer lugar, los desequilibrios globales subyacentes al largo período expansivo precedente.

A mediados de los 90 las economías emergentes de Asia eran grandes importadoras de capital y pedían préstamos en el exterior para financiar su propio desarrollo. Pero después de la crisis financiera asiática de 1997-98, esos países empezaron a protegerse acumulando reservas extranjeras y, consecuentemente, exportando capital al resto del mundo. El resultado fue una inundación de financiamiento barato buscando dónde colocarse. Esa política de autoseguro mediante la acumulación de reservas también fue adoptada por, Rusia, China, Brasil y varios países en desarrollo (ver *gráfico 7*). La política de acumulación de recursos en fondos soberanos de los países petroleros operó en el mismo sentido (Roubini, 2005 y Eichengreen, 2005).

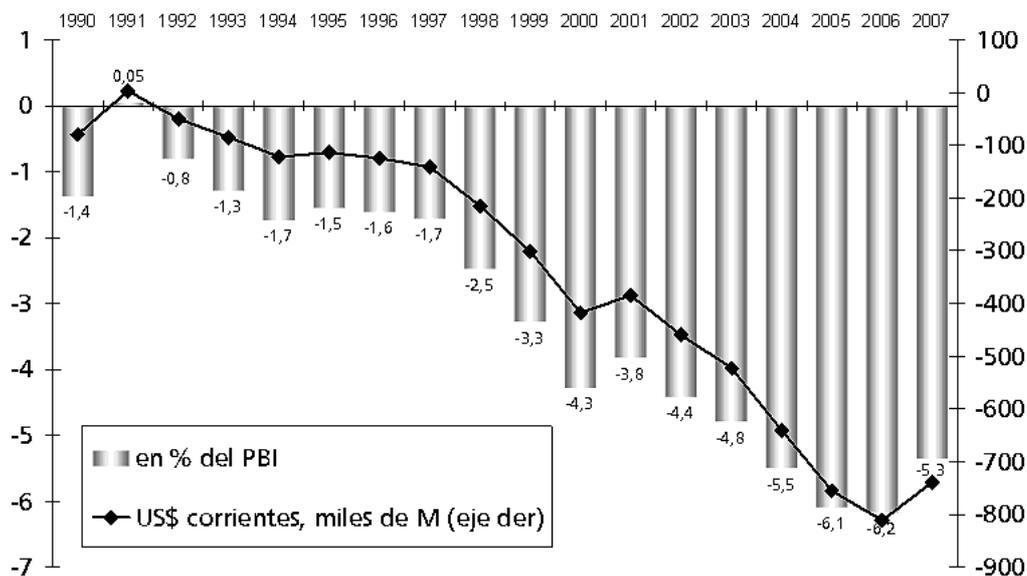
**Gráfico 7**  
**Reservas internacionales en economías emergentes**  
% del PBI



Fuente: WDI (WB)

Casi todo ese financiamiento fue a los Estados Unidos: de ahí su gigantesco déficit comercial, que es la contrapartida de la afluencia de capitales (ver *gráfico 8*).

**Gráfico 8**  
**EE.UU.: Resultado de la cuenta corriente - Balance de pagos**



Fuente: WDI (WB)

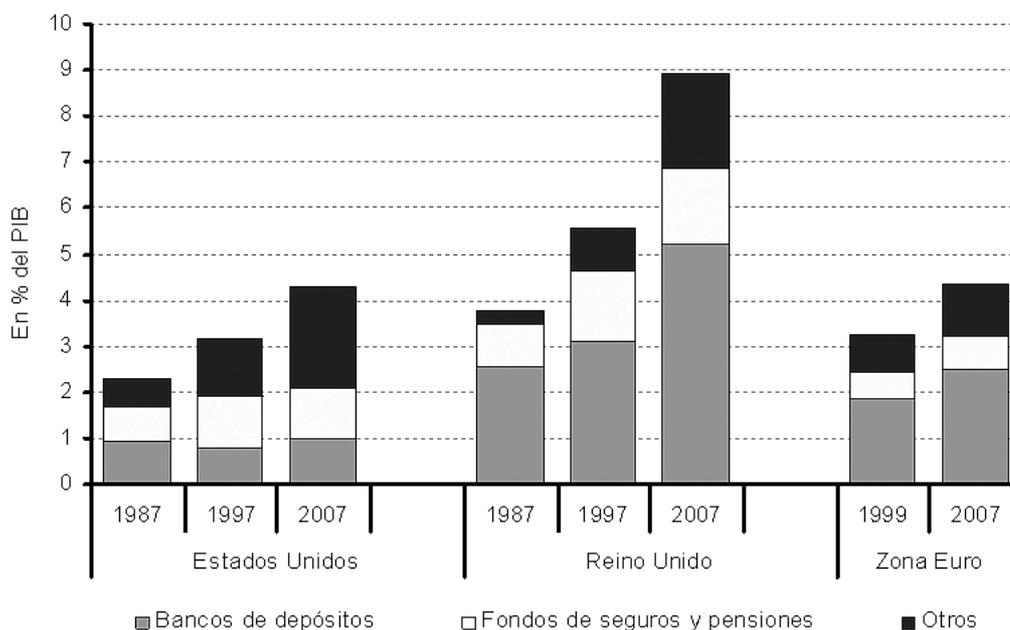
Aunque en menor medida, parte de ese flujo de fondos también se dirigió hacia otras naciones. En particular, un número de pequeñas economías europeas recibieron una gran masa de capital que, aunque mucho más pequeña en términos de dólares que la que entró en los Estados Unidos, era mucho más grande en comparación con el tamaño de sus respectivas economías.

En cualquier caso, ¿a qué se debió que gran parte de la superabundancia global de ahorros terminase en los Estados Unidos? Sin duda, la dimensión y profundidad de los mercados financieros norteamericanos es parte importante de la explicación. Pero los excesos observados no hubieran sido posible sin los extremos alcanzados por la desregulación financiera de esos mercados en los últimos veinticinco años, que permitió a los banqueros estadounidenses descubrir maneras sofisticadas de enriquecerse ocultando los riesgos involucrados y engañando a los inversores. Ésta es el otro factor explicativo de esta crisis global.

Usualmente, en los períodos expansivos el aumento del crédito se potencia por un mayor apalancamiento del sistema financiero, es decir por el aumento de la relación activos a patrimonio. Este proceso, que es resultado de innovaciones menos demandantes de capital y de la aparición de nuevos intermediarios y ha dado lugar a una reducción en la participación de los bancos de depósitos en el conjunto del sector financiero, alcanzó en el último *boom*, especialmente en los Estados Unidos, gracias a la laxitud regulatoria, un nivel sin precedentes (ver gráfico 9)<sup>5</sup>. Dado su carácter procíclico, el apalancamiento alcanzó su máximo en el momento en que el precio de los activos comenzó a reducirse, afectando severamente la solvencia del sistema financiero al dejar su capital sumamente expuesto, incluso a pequeñas pérdidas en sus activos.

<sup>5</sup> Así, en este país los activos financieros mantenidos por los tradicionales bancos de depósitos representan menos del 25% del conjunto de activos de instituciones financieras.

**Gráfico 9**  
**Tamaño y distribución de los activos financieros**  
 Como porcentaje (%) del PIB



Fuente: International Monetary Fund, IMF (2008)

Los problemas de solvencia se potenciaron por otra característica del período de expansión. Considerando que las tasas de corto plazo son usualmente inferiores a las de largo plazo, las entidades suelen financiar el optimismo del auge mediante el aumento de sus obligaciones de corto plazo. Un excesivo descalce convierte a las entidades en excesivamente vulnerables frente a los cambios de humor del mercado, ya que cuando los inversores comienzan a observar dificultades relacionadas con la calidad de los activos tienden a reducir su financiamiento. La creciente iliquidez afectó la solvencia en la medida en que las entidades se vieron forzadas a liquidar activos a "precios de remate" para hacer frente a sus obligaciones.

De más está decir que los sistemas financieros abiertos y poco regulados caracterizaban a muchos de los otros receptores de esa gran afluencia de capitales. Eso puede explicar la correlación entre las alabanzas "neoliberales" de dos o tres años atrás y el desastre económico de hoy en muchos países. Para citar sólo tres ejemplos, Islandia, Irlanda y Estonia eran poco tiempo atrás el "tigre nórdico", el "tigre celta" y el "milagro estonio" respectivamente, en tanto hoy son economías arruinadas.

Durante un tiempo, la afluencia de capitales creó la ilusión de riqueza en esos países, tal como les creó la misma ilusión a los propietarios de viviendas estadounidenses: el precio de los valores subía, las monedas eran fuertes y la prosperidad parecía no tener límites.

Infelizmente, las burbujas siempre estallan y las economías milagrosas de ayer se han convertido en los casos perdidos de hoy, naciones cuyos valores se han evaporado, pero cuyas deudas siguen siendo reales. Y esas deudas son una carga especialmente pesada, porque casi todos los préstamos estaban establecidos en otras monedas.

Pero los perjudicados no son tan sólo los prestatarios originales. Cuando la burbuja estalló en los Estados Unidos, la demanda de productos manufacturados, especialmente automóviles, se desplomó, con costos altísimos sobre el empleo y los ingresos de toda la sociedad.

De manera semejante, las burbujas de Europa se situaron en la periferia del continente y, sin embargo, la producción industrial de los principales países europeos, Alemania -que nunca tuvo una burbuja financiera- entre ellos, cae rápidamente ante la reducción de las exportaciones.

## El desencadenamiento de la crisis

### 4. EL DESENCADENAMIENTO DE LA CRISIS Y SU TRANSMISIÓN A AMÉRICA LATINA

## y su transmisión a América Latina

El desencadenante inmediato de la actual crisis financiera internacional fue el mercado inmobiliario estadounidense. A inicios de la presente década, varios economistas comenzaron a advertir (Baker 2002, Shiller 2006) que, desde mediados de la década del 90, junto a la burbuja bursátil se había comenzado a gestar una burbuja inmobiliaria. El efecto riqueza producto del aumento de los precios de las acciones se había volcado hacia un mayor consumo y a inversión en propiedades (Baker, 2008), comportamiento convalidado por la política de bajas tasas de interés llevada adelante por la Fed.

El colapso de la burbuja bursátil en 2000-2002 no logró desinflar, sin embargo, la burbuja inmobiliaria, sino que la alimentó, dado que la falta de confianza en el mercado de valores llevó a los inversores a canalizar sus recursos hacia activos juzgados menos riesgosos, como los inmuebles (Baker, 2008). Además, la Fed continuó recortando la tasa de interés de referencia – la cual tocó el 1% a mediados de 2003-, dado que a la economía le costaba recuperarse de la recesión de 2001.

Así, con una tasa hipotecaria que seguía cayendo, los precios de las propiedades continuaron incrementándose de forma acelerada, a la vez que las instituciones financieras relajaban las condiciones para otorgar préstamos hipotecarios. El hecho de tener cada vez una mayor proporción de clientes riesgosos en su cartera de préstamos hipotecarios no preocupaba a estas instituciones puesto que tenían expectativas de que el precio de las propiedades siguiera incrementándose.

Otro factor importante a tener en cuenta es el masivo proceso de securitización de hipotecas que tuvo lugar en los años de auge del mercado inmobiliario. Los bancos lograban así quitar las hipotecas de sus balances al crear vehículos de inversión estructurados (SIV, por su sigla en inglés) que son fondos subsidiarios del banco que le compran a éste las hipotecas, arman un *pool* con ellas y las transforman en títulos que luego venden en el mercado. A su vez, los SIV pueden obtener

fondeo de corto plazo mucho más fácilmente que un banco porque no están sujetos a las mismas regulaciones que la actividad bancaria.

Si bien la securitización es una práctica que existe hace muchos años y *per se* no es necesariamente riesgosa, la forma en la que se llevó a cabo fue muy poco transparente. Principalmente porque el inversor último que compraba el título desconocía el verdadero riesgo del activo subyacente, que muchas veces era muy elevado debido al relajamiento de las condiciones crediticias que ya mencionamos.

En el año 2006 el ritmo de aumento de los precios de las propiedades comenzó a desacelerarse y a inicios de 2007 los precios comenzaron a caer como consecuencia del endurecimiento de la política monetaria y del boom constructor que comenzó a generar una importante sobreoferta. Este proceso de implosión de la burbuja inmobiliaria fue devastador para las hojas de balance de deudores y entidades financieras. Los problemas de morosidad aumentaron, primero en los tramos de mayor riesgo (las hipotecas llamadas *subprime*) pero luego en otros segmentos del mercado. Esto, junto a la caída en el valor de los activos que garantizaban las deudas, trabó los esquemas de refinanciación.

A mediados de 2007 comenzó a hacerse evidente que se había producido una descapitalización de varios SIV pertenecientes a importantes instituciones financieras lo cual cerró sus posibilidades de endeudamiento en mercados de corto plazo e interbancarios. Los posibles prestamistas se encontraban reticentes a desprenderse de liquidez y se empezó a generar una profunda contracción crediticia.

En paralelo, los mercados bursátiles de todo el planeta se vieron afectados por el pánico generalizado y se registraron caídas históricas en varios índices. A su vez, a mediados de 2008 comenzaron a registrarse tendencias recesivas en Japón y en la zona Euro, que junto a una marcada apreciación del dólar derivaron en importantes caídas en los precios internacionales de los productos básicos. Esta tendencia se refuerza en la segunda mitad del año, cuando la economía estadounidense entra en una etapa de desaceleración acentuada y posterior recesión.

Dado que la recesión en el mundo desarrollado es un hecho, al igual que la desaceleración en el comercio internacional, nos interesa analizar ahora el impacto de estos acontecimientos en el mundo en desarrollo, en particular en América Latina y el Caribe. Para ello, es necesario identificar -en términos conceptuales- cuáles son los posibles canales de transmisión o contagio de una crisis global hacia las economías menos desarrolladas, caracterizadas en líneas generales por ser pequeñas, abiertas y estar especializadas en la exportación de productos básicos.

En primer lugar, conviene distinguir dos grandes canales de transmisión: el canal financiero y el canal real (ver esquema 1). El canal financiero opera en los países en desarrollo fundamentalmente a través del encarecimiento y el racionamiento del fondeo externo. La crisis financiera generó una contracción de la liquidez internacional que afectó el financiamiento externo de las economías en desarrollo, tal como se evidencia, entre otros indicadores, en el aumento de los diferenciales de riesgo soberano (EMBI). Al mismo tiempo, el pánico desatado por la crisis tiende a inducir la salida de capitales de las economías emergentes, que buscan

protección en activos menos riesgosos (paradójicamente en bonos del tesoro americano en primer lugar). Este fenómeno es conocido como *huída a la calidad* (*flight to quality*, en inglés). La salida de capitales se traduce en caída de reservas, depreciación cambiaria o una combinación de ambas, dependiendo del régimen cambiario vigente. En el proceso se generan expectativas de nuevas devaluaciones, reforzándose la dolarización de los portafolios y la fuga de capitales, con la consecuente caída de depósitos bancarios en el sistema financiero local. Esto tiende a contraer la liquidez bancaria y empeora las condiciones crediticias, haciendo subir las tasas de interés, acortando los plazos y reduciendo los montos prestados.

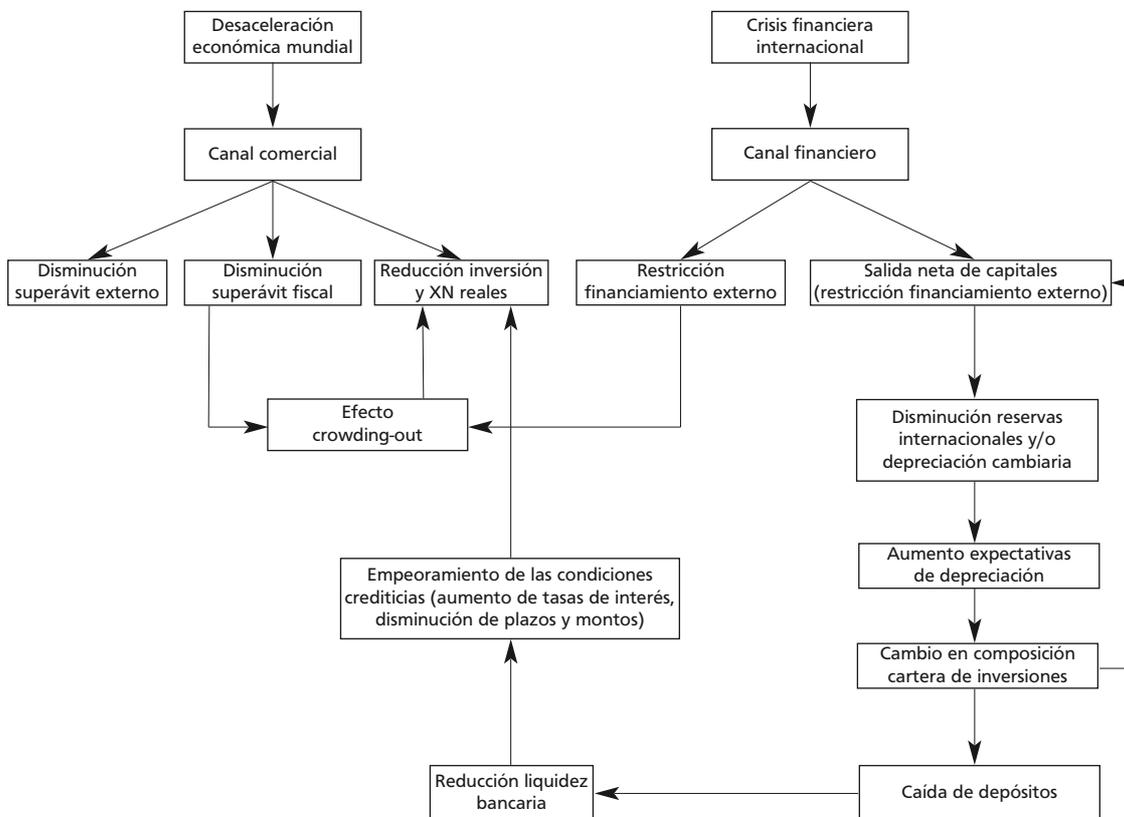
Es importante señalar que la transmisión a través del canal financiero opera tanto en los países que antes de la crisis tenían acceso fluido al endeudamiento externo y que ahora ven interrumpido ese acceso, pero también lo hace en los países que no recurrían a ese endeudamiento, dado que la fuga de capitales afecta por igual a todos los países en desarrollo.

Por su parte, el canal real opera a través de la contracción de los flujos de comercio internacional. La desaceleración de las principales economías del mundo ocasionó fuertes caídas en las exportaciones de los países en desarrollo (en el caso de algunas economías latinoamericanas también genera contracción en el flujo de entrada de remesas). Esto tiende a reducir los superávits externo y fiscal<sup>6</sup>. A su vez, el deterioro de las expectativas afecta la inversión, especialmente en el sector exportador. Al caer las exportaciones y la inversión se contrae la demanda agregada, con efectos multiplicadores de segunda vuelta en el consumo.

Además, los canales real y financiero interactúan reforzándose mutuamente. En particular, el empeoramiento de las condiciones crediticias acentúa la caída de la inversión real, dado que el menor financiamiento disponible tiende a ser absorbido por el sector público, desplazando al sector privado.

<sup>6</sup> En la sección 2 se analiza cómo los estados se apropian de parte de los excedentes del comercio exterior.

**Esquema 1: Mecanismos de Transmisión de la Crisis Internacional a Países en Desarrollo**



Para entender cómo operaron y operan los canales mencionados en la actual crisis internacional analizaremos cómo reaccionaron las principales variables financieras y reales de los países de la región ante este *shock* externo.

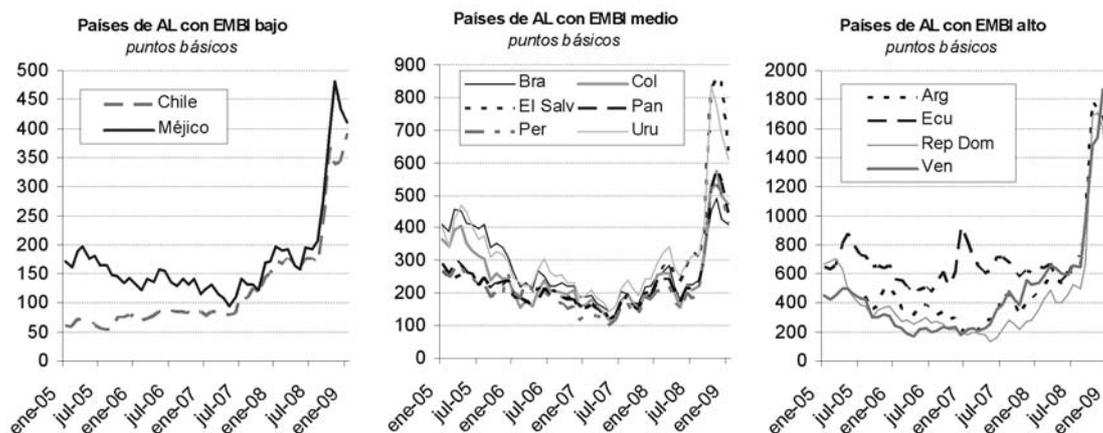
Como era de esperar, las primeras variables que reaccionaron ante el *shock* fueron las bursátiles donde la transmisión es prácticamente inmediata, dado el grado de interconexión de las bolsas de valores a nivel internacional. Entre el 23 de julio y el 16 de agosto de 2007, cuando la crisis comenzaba a insinuarse, los índices Merval (Argentina), BOVESPA (Brasil) e IPC (Méjico) cayeron (en dólares) un 21%, 29% y 18% respectivamente.

Luego de exhibir cierta recuperación durante la primera mitad de 2008, la segunda mitad del año mostró caídas catastróficas. Los mismos índices se desplomaron un 64%, 71% y 59% entre principios de junio y fines de octubre, de forma especialmente abrupta en la segunda mitad de septiembre y a lo largo de octubre, momento que se destaca como uno de los peores de la actual crisis, debido a la quiebra del banco de inversión *Lehman Brothers* anunciada el 15 de septiembre.

Otra variable que no tardó en reaccionar fue el diferencial de riesgo soberano (EMBI). Los países de la región venían mostrando niveles históricamente bajos de este índice, aunque con cierta heterogeneidad: países como Chile o Méjico presentaban valores mucho más bajos que Argentina o Venezuela. Apenas se desencadenó la crisis, a mediados de 2007, los inversores internacionales

comenzaron a huir de los bonos de países emergentes dirigiéndose hacia activos de menor riesgo (como los bonos del Tesoro de EE.UU.), así el EMBI comenzó a crecer en todos los países de la región para situarse en la actualidad en niveles sensiblemente mayores a los prevalecientes en 2005 y 2006 (ver gráfico 10).

Gráfico 10



**Fuente:** Elaboración propia en base a datos de Bloomberg (correspondientes al EMBI del último día del mes).

**Nota:** Por una cuestión de escala no se presentan los datos de Argentina hasta junio de 2005 ni los de Ecuador a partir de octubre de 2009.

Ahora bien, las variables financieras empeoraron fuertemente en 2007 y más aún en 2008. Sin embargo, como vimos en la sección 2 esto no afectó el desempeño de la región en materia de crecimiento. Esto obedece, por una parte, a que las variables reales siempre reaccionan con un rezago respecto de los cambios financieros. Pero en este caso, hubo otros factores que amortiguaron el impacto del *shock* financiero sobre las variables reales en el corto plazo.

En primer lugar, las caídas en las cotizaciones bursátiles afectan más a los sistemas financieros de los países desarrollados que a los de las economías de América Latina, porque los sistemas financieros de la región no están basados en el mercado de capitales sino en la banca comercial. Por ello los *shocks* bursátiles no tienen un impacto tan intenso sobre otras variables como ocurre en el mundo desarrollado.

En segundo lugar, el incremento del EMBI, que implica directamente un mayor costo de financiamiento para los sectores públicos de la región, no tuvo un impacto devastador en las finanzas públicas debido a que, como ya mencionamos, las economías de la región se encuentran menos endeudadas que en épocas anteriores y exhibieron superávit primario en 2007 y 2008. Además, contaban con una posición de reservas internacionales que, al menos en un primer

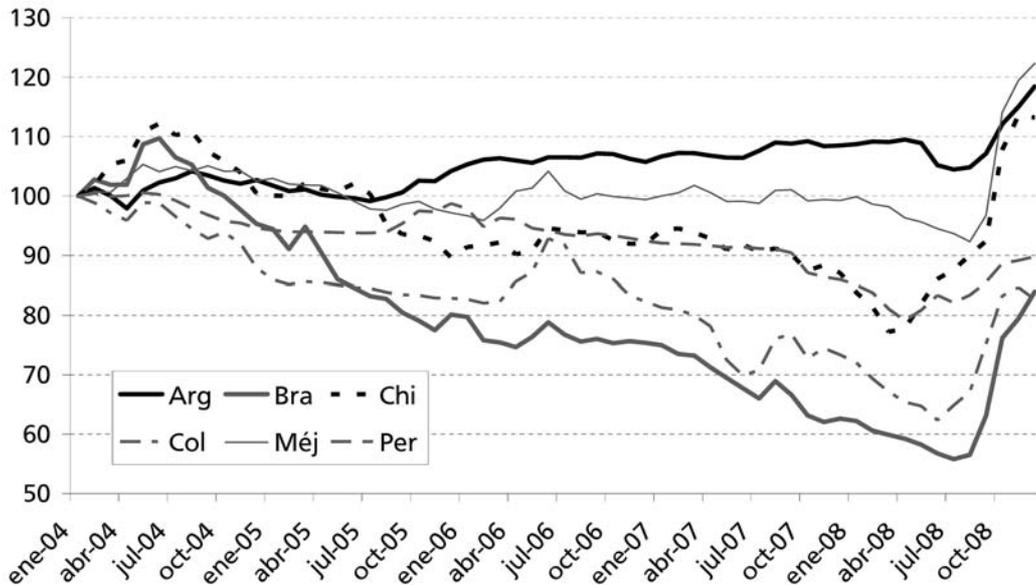
momento, permitía hacer frente a eventuales corridas cambiarias. Por ende, el canal financiero no operó con tanta fuerza como ocurrió durante las décadas del 80 y del 90.

Sin embargo, si bien el contagio inicial fue moderado, no puede descartarse que la iliquidez de los mercados interbancarios internacionales y la restricción de crédito externo impacten de lleno en los mercados de crédito locales durante 2009. Además, es motivo de preocupación cómo serán este año las condiciones de acceso al crédito de las grandes empresas de la región que se financian en los mercados internacionales. Si su acceso al financiamiento externo se ve restringido, no le quedará más remedio que financiarse en los mercados internos, lo cual hará subir aún más las tasas de interés, que ya se encuentran en niveles más elevados debido a la mayor incertidumbre y al contexto de iliquidez generalizado, al tiempo que tenderá a acentuar el racionamiento crediticio de las pequeñas y medianas empresas.

Un tercer impacto temprano que tuvieron las turbulencias internacionales en la región operó sobre los mercados de cambios. Después de varios años de registrar una generalizada tendencia a la apreciación de la mayor parte de las monedas latinoamericanas, en el primer mes de la crisis varias de ellas se depreciaron fuertemente (ver gráfico 11) aunque luego volvieron a apreciarse. A partir de mediados de 2008, sin embargo, esta tendencia se quiebra en toda la región y las monedas sufren depreciaciones bastante marcadas, producto del proceso de *flight to quality* que tiende a fortalecer al dólar frente a la mayor parte de las monedas del mundo.

Gráfico 11

**Tipo de cambio de países de AL seleccionados**  
moneda local/USD; ene 04=100



Fuente: Elaboración propia en base a IFS (IMF). Promedio mensual de datos diarios.

Por el lado de las variables reales, la disminución en las exportaciones hacia países desarrollados, la caída en el precio de las *commodities* y la desaceleración en el ingreso de remesas, son factores que ya tuvieron cierto impacto en la región en 2008 y se espera que lo hagan aún en mayor medida en 2009.

En el caso de las importaciones estadounidenses procedentes de la región, las situaciones varían por país. Las importaciones no petroleras provenientes de México comenzaron a desacelerarse a mediados de 2007, hasta llegar a contraerse un 2,4% interanual en el tercer trimestre de 2008.

En el caso de las importaciones desde los países centroamericanos, la evolución fue relativamente similar a la del total mundial, es decir, mostrando una leve desaceleración en 2007 y cierta recuperación hasta el tercer trimestre de 2008, aunque hay que aclarar que en términos de cantidades hubo una contracción en el rubro de productos manufacturados que fue compensada por el alza de precios de bienes primarios.

En cuanto a América del Sur, las importaciones procedentes tanto de los países andinos como de los del MERCOSUR, que tienen una gran proporción de productos básicos, se aceleraron desde la mitad de 2007 al ritmo de los aumentos de precio de dichos productos, y luego se estabilizaron en el tercer trimestre de 2008.

Las importaciones de China desde la región, en las que tienen muchos peso las procedentes de los países andinos y del MERCOSUR, presentaron una evolución similar, aunque los datos de noviembre indican una caída interanual del 18% (CEPAL, 2008a), lo cual no se había observado desde 2001. En conjunto, el valor fob de las exportaciones desde América Latina y el Caribe se contrajo interanualmente un 0,9% en noviembre y un 7,4% en diciembre, rompiendo una tendencia de variaciones positivas ininterrumpidas desde septiembre de 2003. El principal factor explicativo fue la caída en los precios de las *commodities*. Sólo por citar algunos ejemplos, el cobre cayó un 64% entre abril y diciembre de 2008, el trigo un 54% entre mayo y noviembre, la soja un 42% entre junio y diciembre y el petróleo un 69% entre julio y diciembre (ver gráfico 2).

Por otra parte, durante 2008 se desaceleró el ritmo de ingreso de remesas a Latinoamérica y el Caribe, al tiempo que aumentaba el desempleo hispano en EE.UU. (éste ya rondaba el 8,2% en el tercer trimestre de 2008, dos puntos porcentuales y medio más que en el mismo trimestre del año anterior). En algunos países, como Ecuador y Méjico, se registraron incluso contracciones en la entrada de estos flujos durante el segundo y el tercer trimestre de 2008. El Banco Mundial<sup>7</sup> estima que debido a dichas caídas, en 2008 el ingreso de remesas a la región se mantuvo en promedio igual que en 2007. Además, prevé un 2009 sombrío: proyecta una caída de 0,2% en 2009 y un aumento del 4,4% en 2010 de acuerdo a su escenario base, pero estima una caída de 4,4% en 2009 y un aumento de apenas 0,2% en 2010 según su escenario pesimista, lo cual contrasta con el crecimiento que se venía registrando en años anteriores (18% en 2006 y 6% en 2007).

<sup>7</sup> Ratha, D. et al. (2008)

Los flujos de comercio, por su parte, seguirán contrayéndose –el FMI espera una caída de 2,8% en el volumen de comercio mundial de bienes y servicios- al igual que los precios de productos básicos. En este sentido el mismo organismo estima una caída de 48,5% en el petróleo y de casi 30% en las *commodities* no petroleras. Esto impactará en los términos de intercambio que enfrenta la región, siendo la caída promedio proyectada por CEPAL (2008a) de 7,8%.

Sin embargo, la heterogeneidad al interior de la región es muy notoria: los países más perjudicados serán aquellos que exportan petróleo y productos minerales (Chile y Perú tendrían una caída del 30% en promedio y Bolivia, Colombia, Ecuador y Venezuela del 20%). El MERCOSUR, por su parte, estaría entre los menos perjudicados (con una caída del 2,6% en promedio). Por su parte, los países de Centroamérica y el Caribe se beneficiarían de la nueva configuración de precios internacionales, experimentando un incremento estimado de casi el 8% en sus términos de intercambio.

En síntesis, a la región le espera un 2009 mucho menos favorable en términos de crecimiento que lo que venía sucediendo desde 2003. Pese a que, según el FMI, la región seguiría expandiéndose, incluso a un ritmo mayor al promedio mundial aunque bastante menor al pasado,<sup>8</sup> recientemente surgieron proyecciones aún más pesimistas. En un informe preparado para la próxima reunión del G-20 a realizarse el próximo abril en Londres, el Banco Mundial prevé una caída de la economía mundial para 2009 –aunque no precisó su magnitud-, fenómeno que no se registra desde la Segunda Guerra Mundial.

La actual crisis internacional, además, irrumpe en un contexto en que los más pobres de la región ya se encontraban en una situación vulnerable debido a la merma en sus ingresos reales producto del aumento del precio de los alimentos. A su vez, en aquellos países donde los combustibles no fueron subsidiados, el aumento del precio del petróleo tuvo efectos de segunda vuelta en muchos de los bienes que componen la canasta de la población más pobre (World Bank, 2009).

El proceso de crecimiento económico reciente permitió reducir tanto la pobreza como el desempleo en términos generales en toda la región (ver sección 2). Sin embargo, la indigencia o extrema pobreza –que se redujo entre 2002 y 2007- volvió a incrementarse en 2008, fenómeno atribuible al alza en el precio de los alimentos (CEPAL, 2008b). A su vez, se espera para 2009 un mayor deterioro de los indicadores de pobreza debido al alza en el desempleo. El impacto podría ser más grave aún en aquellos países receptores de remesas ya que si bien no son los hogares más pobres los que subsisten en base a ellas, está estudiado que éstas tienen un impacto distributivo progresivo.

Es importante tener en cuenta que las pérdidas de bienestar derivadas de un aumento en la pobreza pueden durar más que la crisis en sí misma. Esto se debe a que muchas de las reacciones de las familias pobres ante caídas abruptas en sus ingresos tienen efectos que pueden llegar a ser

<sup>8</sup> En efecto, esa institución proyecta un crecimiento de 1,1% para América Latina y el Caribe en 2009 y de 3% en 2010, mientras que la economía mundial crecería apenas un 0,5% en 2009 y 3% en 2010 (World Economic Outlook Update , 2009).

permanentes, como el recorte en los gastos de educación de sus hijos y el empeoramiento en la calidad de su nutrición (Ravallion, 2008). Resulta por ello vital mantener y, en lo posible aumentar, el gasto público pro-pobre.

Esta recomendación se refuerza si se tienen en cuenta sus mayores efectos de corto plazo en la demanda agregada, debido a que el segmento pobre de la población tiene una propensión a consumir mayor. En cambio, las expansiones fiscales bajo la forma de exenciones impositivas a la clase media o media alta, tienden a generar –especialmente en situaciones de elevada incertidumbre como la actual- un incremento en la tasa de ahorro y no logran impulsar el gasto agregado.

No caben dudas, finalmente, que aunque toda la región sufrirá el impacto de la crisis, sus efectos serán diferenciados por país dependiendo de diferencias estructurales y de política entre ellos.

Por un lado, la crisis afectará más a los países más expuestos al comercio internacional, más dependientes de las exportaciones de *commodities* petroleras y de los flujos de remesas y más vulnerables a los *shocks* financieros.

Por el otro, la calidad de las políticas implementadas durante la etapa de auge influirá de manera determinante en la nueva etapa que se inicia. Aquéllos que dieron prioridad a la sostenibilidad de los equilibrios macroeconómicos (incluido el mantenimiento de una tasa de inflación baja) y ahorraron en el auge en fondos soberanos o a través de otros mecanismos, contarán con mayores márgenes de maniobra para adoptar políticas expansivas tendientes a amortiguar el impacto de la crisis sobre la actividad y el empleo.

## Algunas lecciones

### 5. ALGUNAS LECCIONES PRELIMINARES

#### preliminares

La incertidumbre sobre el futuro es irreductible y la volatilidad inherente al capitalismo. Los ciclos expansivos alientan una mayor exposición al riesgo hasta que, finalmente, algún evento imprevisto provoca su reversión. Sin embargo, la expansión del crédito, el crecimiento acelerado del producto, el aumento sostenido de precios en los mercados de activos, en particular en el precio de la vivienda, son “buenas noticias” que la mayoría no quiere cuestionar durante los períodos de auge.

No sólo los banqueros están contentos. También lo están los empresarios que ven aumentar su demanda y que pueden acceder a créditos más baratos, las familias que pueden acceder a su primera vivienda o a una segunda y los ahorristas que observan con satisfacción cómo aumenta su riqueza de forma ininterrumpida. En ese ambiente, el gobierno de turno no puede sino estar

eufórico: la situación económica hace que una mayoría de la población apruebe su gestión y eso le permita ganar elecciones.

En tales circunstancias está claro que, pese a que siempre habrá analistas sensatos advirtiendo de los riesgos excesivos, habrá muchos otros que "explicarán" la sostenibilidad del crecimiento por encima de la tendencia precedente basándose en supuestos cambios tecnológicos que han incrementado la productividad en forma permanente; o señalando que el precio de las propiedades todavía es bajo considerando el cambio en la demanda de las familias, que han decidido tener dos viviendas. También habrá quienes justifiquen un alto déficit en cuenta corriente, ya sea porque el mismo "es resultado" de la fuerte demanda de inversión (por más que ésta sea en bienes no comercializables) o porque ello es consecuencia de un mayor ahorro del resto del mundo que alguien "debe" absorber para mantener el equilibrio mundial.

En definitiva, hay una *economía política* muy funcional a los excesos durante el auge. No es casualidad, en efecto, que el clamor por políticas contracíclicas se escuche insistentemente en la recesión, pero muy pocas veces en la fase expansiva del ciclo (Machinea, 2009).

El último ciclo expansivo de la economía mundial, sostenido básicamente por un crecimiento descontrolado del consumo estadounidense, no fue la excepción. Aunque también en este caso muchos hablaron de una prosperidad ilimitada, el proceso engendró un descomunal desequilibrio global eventualmente insostenible: déficit externo creciente en USA y persistente acumulación de reservas internacionales en China y demás emergentes. Un febril proceso de innovación financiera se puso al servicio de ese proceso. La ingeniería que posibilitó la burbuja hipotecaria fue una de sus expresiones más extremas. Graves fallas regulatorias y de supervisión facilitaron una gestión desaprensiva de los riesgos por parte de bancos y demás intermediarios. La insuficiencia de abordajes de alcance nacional para enfrentar los desafíos de mercados globalizados facilitó la extensión de los desequilibrios.

Uno de los roles centrales de la política económica es acotar la volatilidad cíclica, prevenir las crisis y, cuando éstas sobrevienen, mitigar sus efectos más nocivos. Políticas económicas y monetarias excesivamente expansivas, particularmente en USA, que subestimaron los peligros de la inflación de activos, alimentaron la burbuja y potenciaron la volatilidad. En cuanto al manejo de la crisis, la idea de que las enseñanzas de la '*crisis del 30*' facilitarían la resolución de la presente pasaron por alto sus enormes diferencias: en particular el peso y la penetración incomparablemente mayores de los mercados financieros en la economía actual. Un ejemplo del proceso de *prueba y error* al que estará sometido el manejo de la crisis fue la tentativa (frustrada) de limitar el fenómeno de *moral hazard* dejando quebrar al *Lheman Brothers* cuando los problemas ya alcanzaban dimensiones sistémicas: ello sólo aumentó la incertidumbre, generó pánico y contribuyó a acelerar y propagar la crisis.

Por otra parte, además del inevitable aprendizaje, la *economía política* de la resolución de la crisis será sumamente conflictiva, porque la elección entre diferentes alternativas de política implica diferencias sustanciales en la distribución de sus costos. No existe capitalismo y economía de mercado sin intervención estatal. Lo que la crisis puso en cuestión es la modalidad '*neoliberal*' de intervención. Veremos, por lo tanto, nuevas formas de intervención. Éstas seguramente implicarán

una revalorización del estado como garante en última instancia de la estabilidad financiera y económica, la preponderancia de la coordinación por sobre la autonomía de las diferentes instancias de política (Banco Central y Tesoro en particular), una combinación más equilibrada de reglas y discrecionalidad y, finalmente, un sistema financiero más regulado y un sistema tributario más progresivo.

# Respuestas

## 6. RESPUESTAS DE POLÍTICA<sup>9</sup>

### de política

Si se parte de la base de que el elemento determinante de esta crisis en los países avanzados es la existencia de un sobreendeudamiento masivo, ello implica que la contracción de la actividad económica y el empleo no es sólo consecuencia de una insuficiencia de demanda efectiva. Esto significa que las tradicionales políticas expansivas de corte keynesiano, por más recursos que movilicen, no serán por sí solas suficientes para superar la crisis. El crédito al sector privado y, en consecuencia, el gasto de familias y empresas no se recuperará plenamente en tanto subsista un gran número de deudores insolventes. En este contexto, el efecto multiplicador de cualquier política expansiva será mínimo.

Por lo tanto, como es bien sabido en muchos países que atravesaron en el pasado crisis de deuda, la Argentina incluida, la redistribución social de las pérdidas patrimoniales resultantes del sobreendeudamiento resulta insoslayable. Semejante proceso será ineludiblemente conflictivo, pero cuanto antes se lo afronte, más rápido comenzará la recuperación. Es posible, por este motivo, que alguna forma de intervención gubernamental directa que agilice este proceso sea preferible a esperar su resolución a través de los procedimientos legales usuales.

El segundo elemento distintivo de la crisis es su naturaleza global. En efecto, aunque inicialmente el fenómeno fue principalmente de naturaleza doméstica, la crisis norteamericana, al ser este país el centro de un sistema financiero internacional plenamente globalizado, inevitablemente se transformó en un evento mundial. Este aspecto es crucial para los países en desarrollo, que sufren sus consecuencias aunque no son responsables de su origen.

La respuesta adecuada a una crisis global requiere, sin duda, que los gobiernos y los bancos centrales coordinen sus respectivas políticas nacionales. De hecho, hubo dos iniciativas que apuntaron en ese sentido: la reducción simultánea de las tasas de interés decidida por los Estados

<sup>9</sup> Basado en Rozenwurcel (2009).

Unidos, la Unión Europea, un puñado de otras economías avanzadas y China en octubre de 2008, y los acuerdos para operaciones de swap establecidos entre el Fed y los bancos centrales de catorce países, incluidos algunos emergentes en ese mismo mes. Sin embargo, esas iniciativas comunes fueron más bien la excepción que la regla y no llegaron a constituir acciones verdaderamente globales. Es más, en el escenario mundial sencillamente no existen ámbitos multilaterales donde esa coordinación pueda ser efectivamente discutida e implementada. No es sorprendente, por lo tanto, que todos los países estén enfrentando la crisis mayormente por su cuenta y con sus propios medios, en tanto los flujos comerciales y financieros internacionales están desplomándose.

La falta de coordinación supranacional debilita el impacto de las medidas anticrisis en todas las economías, desarrolladas o no, pero es evidente que sus consecuencias son más dramáticas en los países en desarrollo, que en su mayoría carecen de los recursos (financieros, humanos, institucionales) necesarios para adoptar las políticas más adecuadas.

La cuestión es particularmente crítica porque, a diferencia de lo que ocurre en los países avanzados, hay dos factores que tienden a disminuir fuertemente la capacidad de lidiar con la crisis en los países en desarrollo. Uno es el marcado deterioro de las cuentas externas, afectadas simultáneamente por la masiva fuga de capitales y por el progresivo deterioro de los saldos en cuenta corriente (tanto por vía de los términos de intercambio como por vía de la contracción de los mercados externos y el freno de las remesas).

El otro es el cambio adverso en la oferta de financiamiento disponible para el sector público. En efecto, mientras en los países desarrollados el fenómeno de *huída a la calidad* (*flight to quality*) se traduce en aumento de la demanda de títulos públicos facilitando la adopción de políticas anticrisis, en las economías en desarrollo esa huída afecta a todos los instrumentos financieros locales, privados y públicos. Así, la desaparición simultánea del crédito al gobierno y al sector privado es el reverso de la fuga de capitales que amenaza el balance externo en esas economías. Por lo tanto, a fin de evitar el default, percibido por el momento como la alternativa más costosa, los gobiernos se ven forzados a reducir sus gastos y aumentar las tasas de interés, que es precisamente lo contrario de lo que hace falta para contrarrestar la caída en los niveles de actividad y empleo.

Sea como fuere, por el momento el único financiamiento internacional disponible para los países en desarrollo es la recientemente creada "Facilidad de Liquidez de Corto Plazo (Short-Term Liquidity Facility, SLF), una nueva línea establecida por el FMI en octubre del año pasado. La finalidad de esta nueva línea es ofrecer recursos de rápido desembolso, por un máximo de hasta cinco veces la cuota del país solicitante, por 3 meses renovables hasta en dos ocasiones a lo largo de 12 meses consecutivos, disponibles con la única condicionalidad de exhibir un desempeño de política económica satisfactorio, de acuerdo a las evaluaciones recientes realizadas por el Fondo en el marco de su Artículo IV.

No obstante, aún admitiendo que el FMI está intentando adoptar criterios de condicionalidad menos restrictivos, el hecho es que desde la creación de la SLF ningún país ha solicitado la utilización de esa línea. Por el contrario, todos los países (y no fueron pocos) que decidieron recurrir al Fondo

desde el estallido de la crisis eligieron recurrir a los tradicionales acuerdos stand-by.

Es más, pese a que en sus declaraciones públicas las principales autoridades del FMI parecen mostrar un diagnóstico básicamente correcto de los actuales problemas y que, consecuentemente, sus recomendaciones tienden a respaldar la adopción de políticas fiscales expansivas, lo cierto es que tales políticas serán inaplicables en la mayoría de los países en desarrollo a menos que se cree un mecanismo multilateral capaz de posibilitar su financiamiento. Son las Instituciones Financieras Internacionales, y el FMI en primer lugar, quienes deberían ofrecer ese financiamiento, pero ello no será posible en la escala y las condiciones necesarias a menos que se aumenten significativamente los limitados recursos de que disponen y, sobre todo, que se creen nuevas líneas adecuadas a las circunstancias planteadas por un evento que, dada su naturaleza sistémica y global, es radicalmente diferente a las previstas por las líneas actualmente disponibles.

Las nuevas líneas a crearse deben orientarse a dos objetivos: 1) facilitar la reestructuración de los sistemas bancarios de aquellos países que demanden asistencia con ese fin y 2) financiar una expansión fiscal simultánea en un número significativo de países en desarrollo cuya posición fiscal y externa se ve actualmente afectada por el racionamiento crediticio. Para que esta política sea capaz de revertir las expectativas negativas prevalecientes y resulte efectiva, además, las tasas de interés deben ser suficientemente bajas y los plazos del financiamiento no deben ser demasiado cortos.

Si los países avanzados logran finalmente encarrilar satisfactoriamente sus propias políticas anticrisis (cosa que por el momento aún no está asegurada), esta estrategia podría ofrecer el estímulo fiscal coordinado necesario para elevar los niveles de actividad y mejorar las condiciones de vida en un número significativo de países en desarrollo y de generar, al mismo tiempo, externalidades positivas sobre la economía mundial en su totalidad.

Como complemento de esta iniciativa en el plano financiero, será necesario realizar también un esfuerzo conjunto, idealmente en el marco de la OMC, contrario a la seria amenaza de resurgimiento del proteccionismo en el plano del comercio internacional. Este esfuerzo debe necesariamente ir más allá de evitar una escalada de mayores barreras tarifarias y no tarifarias. Será necesario que, al mismo tiempo, prevenga dos graves riesgos del actual contexto: el inicio de una "guerra" de devaluaciones cambiarias por un lado y, por el otro, el surgimiento de presiones favorables al aislamiento económico y político, a través, por ejemplo, de políticas tendientes a limitar la participación de empresas extranjeras en el mercado interno mediante cláusulas como el "compre nacional" u otras prácticas anticompetitivas.

Finalmente, menos urgente en el futuro inmediato pero no menos importante, la eliminación de los desequilibrios globales que contaminaron la inédita expansión mundial precedente no deben quedar ocultos bajo la alfombra. Sin resolver los desajustes cambiarios que estuvieron en la raíz de esos desequilibrios, cualquier recuperación futura corre el riesgo de enfrentar problemas semejantes. Un acuerdo negociado entre los principales actores de la economía mundial, incluyendo ciertamente a China y tal vez algunas otras economías emergentes podría facilitar ese necesario proceso de ajuste.

El recientemente reactivado G20 podría llegar a convertirse en el foro apropiado para consensuar una respuesta coordinada a la presente crisis. Pero para ello deberá adoptar una agenda mucho más abarcativa y audaz que la que se planteó hasta ahora. Aunque no luzca demasiado probable, sería sumamente auspicioso que Argentina, Brasil y México, los países latinoamericanos que participan en este foro, llevaran a las próximas reuniones del G20 una estrategia común.

## BIBLIOGRAFÍA

- BAKER, DEAN (2002). "The Run-up in Home Prices: Is It Real or Is It Another Bubble?", Briefing Paper, Center for Economic and Policy Research.0.
- BAKER, DEAN (2008). "The housing bubble and the financial crisis", *Real-world economics review*, issue no. 46, Center for Economic and Policy Research, USA.
- CEPAL (2000a). "La brecha de la equidad: Una segunda evaluación", Santiago de Chile.
- CEPAL (2000b). "Equidad, desarrollo y ciudadanía, LC/G.2071/Rev.1-P/E", Santiago de Chile.
- CEPAL (2008a). "Balance preliminar de las economías de América Latina y el Caribe", Sgo. de Chile.
- CEPAL (2008b). "Panorama social de América Latina", Santiago de Chile.
- EICHENGREEN, B. (2005). "The Blind Man and the Elephant", University of California, Berkeley, Noviembre.
- IMF (2009). "World Economic Outlook Update", Enero.
- LEVY YEYATI, E. Y F. STURZENEGGER (2007). "Fear of Appreciation", Policy Research Working Paper 4387, The World Bank.
- MACHINEA, J. L. (2009). "La crisis financiera internacional, su naturaleza y los desafíos de política económica", *Revista de la CEPAL*, en prensa.
- MEDINA, F. Y M. GALVÁN (2008). "Descomposición del coeficiente de Gini por fuentes de ingreso: Evidencia empírica para América Latina 1999-2005", CEPAL, Serie estudios estadísticos y prospectivos, No. 63, Santiago de Chile.
- NACIONES UNIDAS (2005). "Objetivos de desarrollo del Milenio: Una mirada desde América Latina y el Caribe", (LC/G.2331-P), J. L. Machinea, A. Bárcena y A. León (coords.), Santiago de Chile, Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL).
- RATHA, D. et al. (2008) "Outlook for Remittance Flows 2008-2010: Growth expected to moderate significantly, but flows to remain resilient", Migration and Development Brief, N° 8, Development Prospects Group, The World Bank, Noviembre.
- RAVALLION, M. (2008). "Bailing out the World's Poorest", Policy Research Working Paper 4763, Development Research Group, The World Bank, Octubre.
- ROUBINI, N. (2005). "Global Imbalances. A Contemporary Rashomon Take with Five Interpretations", Unpublished manuscript, New York University..
- Rozenwurcel, G. (2009). "International policy coordination is key to help developing countries fight the crisis", *Global Crisis Debate*, [www.voxeu.org](http://www.voxeu.org).
- Shiller, R. (2006). *Irrational Exuberance*, Princeton, NJ: Princeton University Press.
- World Bank (2009). "Global Economic Prospects 2009: Commodities at the Crossroads", The International Bank for Reconstruction and Development / The World Bank, Washington DC.

