



LA TORMENTA ECONÓMICA Y FINANCIERA GLOBAL: ¿CUÁN MAL ESTÁ EL CLIMA EN LATINOAMÉRICA Y EL CARIBE?

22 de Abril de 2009

Resumen Ejecutivo

La crisis actual, originada en los mercados financieros avanzados del centro, ha tenido repercusiones alarmantes en la periferia. Ninguna economía emergente ha permanecido inmune a su efecto destructivo, que se ha intensificado dramáticamente en el último trimestre de 2008 luego de la quiebra de Lehman Brothers. La crisis está lejos de terminar y su propagación rápida en Latinoamérica y el Caribe (LAC) está ocurriendo a través de canales que se retroalimentan mutuamente (el canal financiero, las remesas, los términos de intercambio, y la demanda de exportaciones) causando una marcada desaceleración de la actividad económica. No obstante, LAC está mejor preparada que en el pasado para resistir la tormenta global. Sus fuentes tradicionales de vulnerabilidad y de magnificación de choques externos —tipo de cambio, balance fiscal, el sistema financiero y el sector externo— esta vez no son parte independiente del problema. Como resultado, LAC puede ser capaz de evitar una crisis financiera sistémica interna y varios de sus países gozan de espacio para política contra-cíclica, particularmente en el campo monetario. Sin embargo, la magnitud de los choques externos es tal, que LAC inevitablemente sufrirá una recesión económica en tanto perdure la crisis global. Asimismo, LAC continúa siendo vulnerable a una reversión del progreso social, algo más difícil de manejar en un periodo con varios procesos electorales y considerando que los indicadores sociales de la región, que aunque han mejorado significativamente en los últimos años, se encuentran por debajo de aquellos de los países de ingreso medio de otras regiones. Esto pone un incentivo adicional a tratar de prevenir una contracción indebida en el gasto público de salud, educación, infraestructura básica y programas sociales. El camino hacia la recuperación de LAC depende crucialmente de la habilidad de los países ricos y algunos mercados emergentes claves de contener la crisis y recuperarse exitosamente. Esto depende también de la disponibilidad de ayuda financiera por parte de las instituciones multilaterales y de la prudencia y efectividad de las políticas regionales de LAC.

La Gran Tormenta originada en el centro...

La crisis actual, que afecta la economía mundial, es de dimensiones históricas y está cambiando el panorama económico y financiero internacional, incluyendo las líneas divisorias tradicionales entre centro y periferia. El ojo del huracán está en las economías avanzadas, donde la crisis ha generado quiebras gigantescas de las instituciones financieras, des-endeudamiento masivo, y un colapso de los valores de los activos (18 trillones de dólares de la capitalización bursátil de los países G-7 ha desaparecido comparando con los valores récord, posiblemente sobre-valorada antes de la crisis). La turbulencia también ha producido enormes pérdidas de empleo (6.5 millones de trabajadores han perdido su empleo en los Estados Unidos y la Zona Euro desde el principio de la recesión) y una fuerte contracción de la actividad económica (en el cuarto trimestre de 2008, la tasa trimestral anualizada del PIB cayó 6.3% en los Estados Unidos y la Zona Euro, y 12.1% en Japón). Para tratar de restablecer la confianza en los mercados financieros y estimular la recuperación económica, los

gobiernos de los países ricos han recurrido a paquetes de rescate financiero y de estímulo fiscal gigantescos —elevando el grado de intervención en el sector privado a niveles nunca antes vistos desde la Gran Depresión.

... ha afectado profundamente a la periferia

La repercusión de la crisis en la periferia está en pleno desarrollo, actuando a través de múltiples canales de transmisión. Éstos incluyen la drástica reducción de la disponibilidad de financiamiento privado externo (deuda y acciones), el deterioro de los términos de intercambio para los países exportadores netos de materias primas, la caída de las remesas, y la pronunciada contracción de la demanda externa por los bienes y servicios de las economías emergentes. Como resultado, la periferia está siendo forzada a llevar a cabo ajustes dolorosos mientras el mundo sigue en crisis. El comercio mundial se está contrayendo por primera vez en 25 años y se pronostica que el producto mundial caerá 1.7 por ciento en el 2009. La Organización Internacional del Trabajo predice que el desempleo mundial podría llegar a 38 millones de personas en el 2009, comparado con 14 millones en el 2008.

Más aún, la globalización de esta crisis ha acentuado los círculos de retroalimentación entre los canales mencionados. Por ejemplo, la recesión mundial mantiene bajos los precios de las materias primas y la demanda de las exportaciones, causando un empeoramiento de la calidad del crédito. Por su parte, esto amenaza al empleo, reduce las expectativas de rentabilidad y debilita los flujos de crédito, factores que reducen la inversión privada, el consumo, y así sucesivamente.

Se necesitan respuestas de política oportunas, pero las restricciones varían

Los efectos recesivos de los choques externos, llaman *en principio* a respuestas económicas oportunas, incluyendo políticas macroeconómicas contra-cíclicas, incremento en programas de protección social e infraestructura, y ajustes significativos en el tipo de cambio para amortiguar los ajustes laborales y productivos. Sin embargo, *en la práctica*, la capacidad de las economías emergentes para responder depende no sólo de la disponibilidad de recursos financieros de las instituciones multilaterales sino también de factores políticos y estructurales claves, que determinan el grado de vulnerabilidad a los choques *así como* el alcance de las respuestas oficiales. Estos factores incluyen:

- a. El grado de fortaleza de las políticas macroeconómicas y financieras pre-existentes;
- b. El grado de pobreza y desigualdad, y el nivel de conflicto social;
- c. Características estructurales, como la diversificación del comercio, el grado de apertura comercial y financiera, la integración de la economía doméstica a la cadena mundial de producción y la distribución del empleo entre los sectores transables y no transables.

LAC está mejor preparada en el área macro-financiera, comparada con su propio pasado...

La historia de LAC ha sido marcada por crisis financieras frecuentes y devastadoras. En episodios previos (como la crisis de la deuda a principios de los años 80, la Crisis del Tequila en 1995, y las crisis Asiática y Rusa a finales de los años 90), los países de LAC padecían, en su mayoría, de vulnerabilidades macroeconómicas y financieras —reflejadas en altas tasas de inflación, tipos de cambio sobre-valorados, déficits fiscales y de cuenta corriente, así como descalces en la estructura

de madurez y denominación de la deuda (Gráficos 1 y 2). Estas condiciones adversas minaron la habilidad de LAC para llevar a cabo políticas contra-cíclicas. LAC, más bien, fue forzada a subir las tasas de interés y a recortar significativamente el gasto fiscal en medio de la crisis, para evitar la fuga de capitales, exacerbando así las pérdidas laborales y productivas. A pesar de ello, tales medidas no fueron suficientes para prevenir colapsos financieros.

Afortunadamente, las lecciones aprendidas de crisis anteriores han llevado a cambios institucionales significativos y mejoras de las políticas macroeconómicas y financieras. En particular, la vulnerabilidad de LAC a los choques ha disminuido gracias a: (i) regímenes monetarios más sólidos y flexibles; (ii) sistemas financieros más resistentes; (iii) mejor manejo de la deuda pública y las políticas fiscales; y (iv) posiciones externas más fuertes. Estas mejorías son más notables en países que han sido capaces de implementar esquemas de metas de inflación creíbles.

En relación a los tipos de cambio, un número creciente de países de la región ha adoptado sistemas de tipo de cambio flexible (Gráfico 3). La efectividad de dichos regímenes se ha incrementado con la reducción del “*pass-through*” —es decir, los movimientos en el tipo de cambio ahora coexisten con tasas de inflación bajas y estables— y el fortalecimiento de los mercados de deuda interna —donde los efectos del tipo de cambio sobre las posiciones financieras de los deudores son menores. Igualmente, la solidez de los sistemas financieros en LAC ha mejorado, reflejando reformas significativas en legislación, regulación e infraestructura financiera que fueron introducidas después de las crisis de finales de los años 90. Estas reformas han llevado, entre otras cosas, a una mayor profundización financiera y a un incremento del crédito respaldado por depósitos en moneda local (Gráfico 4).

Las condiciones fiscales y externas de LAC también han registrado mejorías. Hay que admitir que parte de los buenos resultados externos y fiscales fueron producto de la buena suerte. Es decir, que los países de LAC se beneficiaron del ambiente externo favorable de los últimos años, caracterizado por abundante liquidez, altos precios de las materias primas y un robusto crecimiento mundial. No obstante, mejores políticas económicas son una parte importante de la historia. En el área de finanzas públicas, mejores sistemas de manejo de deuda y mayor disciplina fiscal contribuyeron a la reducción de la deuda, así como a una reducción en los descalces en la estructura de madurez y denominación de la deuda (Gráficos 5 y 6). El resultado fue mayor sostenibilidad fiscal a pesar de que, con la excepción de Chile, los gobiernos de LAC no ahorraron lo suficiente durante los buenos tiempos. Finalmente, en el frente externo, los países de LAC acumularon reservas internacionales no sólo por ganancias asociadas a mejores términos de intercambio sino también por una estrategia de auto-seguro preventivo contra una reversión en los flujos de capital (Gráfico 7).

En suma, las vulnerabilidades de la región en los frentes monetario, financiero y externo se han reducido gracias a mejores políticas económicas, lo que permitió que no se constituyan en una fuente de amplificación de los choques externos. Como resultado, muchos países de LAC han sido capaces de evitar una crisis financiera sistémica. Sin embargo, este menor grado de vulnerabilidad es insuficiente para blindar a la región de los efectos recesivos de la crisis. La tormenta que se está extendiendo del centro a la periferia es de tal magnitud que su impacto ya se está sintiendo. Asimismo, las condiciones fiscales y financieras podrían convertirse en una parte creciente del problema si la crisis global se agudiza o se extiende más allá del 2009. Finalmente, el grado de vulnerabilidad es heterogéneo entre los distintos países de la región. Algunos aún cuentan con complicaciones fiscales y de deuda pública que limitan el margen de acción fiscal. Muchos otros

países, particularmente los pequeños de Centro América y el Caribe, carecen de la flexibilidad cambiaria necesaria para llevar a cabo políticas monetarias contra-cíclicas.

... y tal vez también, al menos en algunos aspectos, comparada a otras regiones emergentes

A diferencia de experiencias pasadas, la evidencia sugiere que estuvo vez LAC está en una mejor posición relativa con respecto a otras regiones emergentes cuando empezó la crisis. Por ejemplo, los países de LAC tuvieron tasas de inflación más bajas y mayor flexibilidad cambiaria comparados con Europa del Este y el Sudeste Asiático (Gráficos 8 y 9). Más aún, en contraste con los grandes déficits de cuenta corriente de Europa del Este y del Sudeste Asiático, LAC tuvo superávits antes de la crisis. Además, aún siendo menor que en Asia del Sur, la relación entre reservas internacionales y deuda externa de corto plazo de LAC se comparaba favorablemente con el de Asia del Este y estaba por encima del de Europa del Este (Gráfico 10). Asimismo, los sistemas financieros en LAC, aún siendo más pequeños que los de otras regiones emergentes, tienen la mayor parte de sus créditos respaldados por depósitos locales, un factor que contribuye a una menor vulnerabilidad frente a reversiones en los flujos de capital. En contraste, una gran parte del crédito en Europa del Este ha estado financiado por deuda externa (Gráfico 11).

LAC experimentará una recesión este año

El cuarto trimestre del 2008 marcó un punto de inflexión para LAC y la economía mundial. Antes de eso, la región (exportadora neta de materias primas) había disfrutado de una corta etapa de desacoplamiento basada en un aumento acelerado de los precios de las materias primas. En esta etapa, aún cuando la crisis *sub-prime* y la desaceleración económica se propagaban por el mundo, las monedas de LAC se fortalecían, la inversión extranjera directa seguía ingresando a la región, y los países continuaban creciendo. El tema clave de política para LAC en aquel entonces era el aumento de la inflación generado por los mayores precios internacionales de combustibles y alimentos. Esa situación comenzó a revertirse con la caída en los precios de las materias primas, y terminó abruptamente con la debacle financiera desatada por la caída de Lehman Brothers en Septiembre del 2008. Como resultado, los flujos financieros y la actividad económica en el mundo entero se derrumbaron de manera precipitada y sincronizada, y LAC cayó en esta suerte de torbellino económico global.

El deterioro general de las condiciones económicas que se registró en el cuarto trimestre del 2008 ha sido sin precedentes. Desde ese trimestre, en promedio para LAC, el costo del financiamiento internacional para las firmas se ha duplicado; las emisiones corporativas de deuda y acciones se han interrumpido; el flujo de crédito de los bancos privados se ha estancado; las remesas han comenzado a contraerse fuertemente; las exportaciones e importaciones se redujeron en 30 y 25 por ciento, respectivamente, mientras que los superávits comerciales desaparecieron; y la producción industrial ha caído alrededor de 12 por ciento (Gráficos 12 y 13).

Como estos eventos estaban vinculados a movimientos tectónicos en las economías avanzadas, los países de LAC más relacionados con la economía de Estados Unidos (incluyendo México y las economías pequeñas abiertas de América Central y el Caribe) sintieron un impacto inicial más directo y más fuerte. Para otros países en la región, las repercusiones se están registrando con rezago. Pero en todos los casos, los pronósticos de crecimiento para el 2009 se han reducido drásticamente. Por ejemplo, en Agosto de 2008 los predicciones de Consenso de analistas privados

ubicaban al crecimiento del PIB para LAC en el 2009 en 3.7 por ciento; en contraste, pronósticos de Consenso más recientes (Marzo del 2009) coinciden en que el crecimiento de LAC para este año estará en territorio negativo (-0.7 por ciento). Mientras que el rango de los pronósticos de crecimiento es amplio —reflejando la incertidumbre general sobre el crecimiento mundial— pocos dudan que el 2009 será un año de recesión.

LAC es particularmente vulnerable a un revés del progreso social

Las cifras de pobreza y desigualdad, así como otros indicadores sociales, mejoraron marcadamente en LAC durante la última década. Por ejemplo, la mortalidad infantil disminuyó a 21.4 muertes por 1000 nacimientos en el 2006 de 36.1 en 1995, lo cual está estrechamente relacionado con el mayor acceso de la población a mejores condiciones de agua y saneamiento. Igualmente, durante el período de crecimiento de 2002-2008, casi 60 millones de personas en LAC salieron de la pobreza (medida como US\$4 por día, ajustado por PPP) y 41 millones dejaron la categoría de extrema pobreza (medida como US\$2 por día). Sin embargo, LAC todavía está rezagada con respecto a otras regiones emergentes en dimensiones sociales. Por ejemplo, la mortalidad infantil es más alta, los logros educativos menores, la infraestructura menos desarrollada, y la distribución del ingreso es más desigual en LAC que en Asia del Este y Europa del Este (Gráficos 14-16). Dada la combinación única en LAC de procesos electorales dinámicos con alta desigualdad del ingreso y de la riqueza, estos déficits sugieren que un revés del progreso social puede ser un asunto comparativamente más complicado de manejar para la región. En consecuencia, se vuelve prioritario evitar una contracción del gasto público en salud, educación, infraestructura básica, y otros programas sociales.

El margen para respuestas de política contra-cíclica varía considerablemente entre países de LAC

El margen más amplio para política contra-cíclica está en el plano monetario. Los países de LAC con regímenes de metas de inflación (Brasil, Chile, Colombia, México, y Perú) están claramente en una mejor posición, con mayor flexibilidad cambiaria y altas reservas internacionales que les permiten mayores márgenes de maniobra. Estos países se han embarcado en políticas agresivas de reducción de tasas, especialmente desde Enero del 2009 (Gráfico 17). Algunos también han usado activamente la banca pública para contrarrestar la caída del crédito bancario privado. La flexibilidad de la política monetaria ha ayudado a absorber el impacto de la caída en la actividad económica a través de dos canales. Primero, al bajar la tasa de interés, se amortigua la caída en inversión y consumo. Segundo, al dejar que la moneda se deprecie, se ayuda a frenar las importaciones *a la vez que* se redirecciona la demanda hacia bienes y servicios producidos localmente. Desafortunadamente, como se ha mencionado antes, muchos países en LAC —particularmente las economías pequeñas y abiertas en América Central y el Caribe— no tienen la posibilidad de llevar a cabo una política monetaria contra-cíclica.

En el ámbito de la política fiscal, el mayor desafío para LAC es manejar la caída inevitable en los ingresos fiscales (relacionada a la baja en la actividad económica y los precios de las materias primas) para proteger el gasto en educación, seguridad social, e infraestructura. Estos gastos son necesarios para prevenir un aumento en la pobreza y desigualdad y para sentar las bases para el crecimiento futuro. En la práctica, sin embargo, las posibilidades de maniobra para la política fiscal contra-cíclica varían considerablemente entre los países de la región (Gráfico 18). Son mayores en los países que: (i) han acumulado ahorro durante los buenos tiempos (Chile es un líder indiscutible

en este aspecto); (ii) gozan de mayor flexibilidad en el gasto y por lo tanto pueden realizar cambios adecuados en su composición; (iii) tienen una posición de deuda que les permite tomar préstamos de forma prudente; y (iv) tienen mercados locales financieros relativamente profundos. Sin embargo, dado que el desplome en los ingresos fiscales probablemente será sustancial, un gran logro para LAC sería poder mantener el gasto fiscal al nivel inicialmente planeado y a la vez proteger los programas sociales y de infraestructura.

Algunos países de la región ya han anunciado paquetes de estímulo fiscal. Sin embargo, hay mucha heterogeneidad con respecto a la composición y el tamaño de estos paquetes. Por ejemplo, algunos países se han enfocado predominantemente en recortes de impuestos (Brasil), mientras que otros han planeado aumentar el gasto en infraestructura (México, Chile, y Perú). Al mismo tiempo, algunos países están reforzando sus redes de protección social (Argentina y Chile) mientras que otros están dando incentivos a exportaciones no tradicionales (Perú). El tamaño de estos paquetes también varía considerablemente, entre 0.3 por ciento del PIB para Brasil y 2.2 por ciento para Chile. Es difícil, sin embargo, determinar hasta qué punto el estímulo fiscal anunciado es adicional a planes ya existentes o reasigna gasto que estaba ya presupuestado. Más aún, la efectividad de algunas de las medidas fiscales anunciadas (por ejemplo, recortes impositivos) dependerá de la respuesta de gasto del sector privado.

Comentarios finales

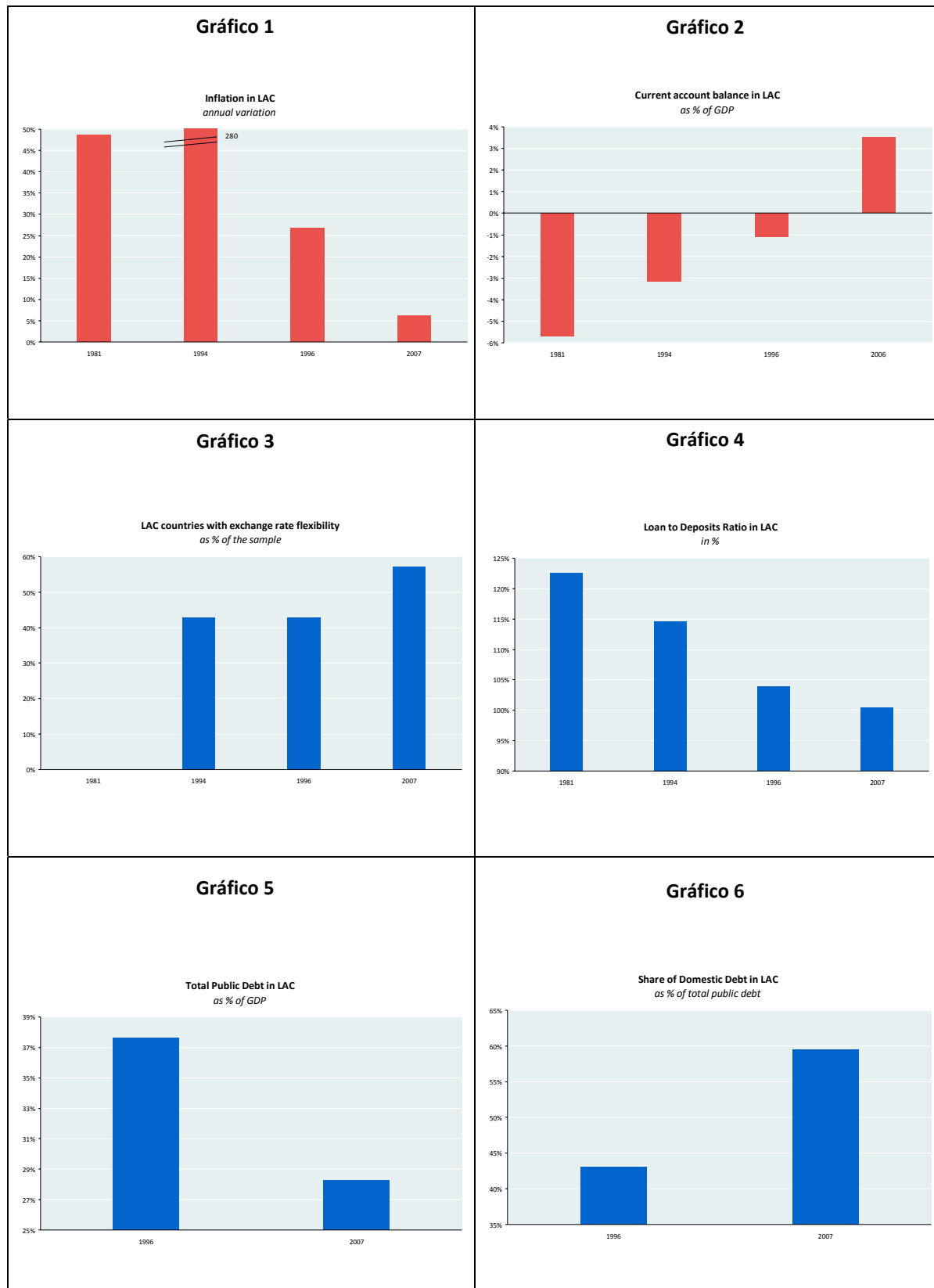
El mundo está aquejado por la crisis más amplia, profunda y compleja desde la Gran Depresión. Como la crisis actual se originó en el mundo avanzado, su resolución depende en gran parte de las políticas que allí se implementen, particularmente del éxito de los paquetes de estímulo fiscal y rescate financiero. Todavía no hay un consenso sobre la efectividad de dichas políticas o sobre cuándo se tocará fondo. Lo que queda claro es que la crisis está lejos de su fin, aún cuando el ritmo de descenso parece estar disminuyendo. En todo caso, la naturaleza global de la crisis desactiva dos canales que han ayudado a los mercados emergentes a rebotar rápidamente en crisis pasadas —a saber, la posibilidad de exportar al centro y atraer inversión extranjera directa del mismo. Esta vez, las devaluaciones reales en LAC no van a tener esos efectos positivos en las exportaciones mientras que las economías del centro y países emergentes claves, particularmente China, sigan en crisis. En suma, que las economías grandes del mundo reboten, se mantengan estancadas, o se deterioren aún más va a determinar las perspectivas de crecimiento de la periferia en el mediano plazo.

Aunque todas las regiones emergentes están siendo gravemente afectadas, el impacto de la crisis ha sido muy heterogéneo. La crisis está desarticulando los sistemas financieros de aquellos países emergentes que tienen debilidades sustanciales macro-financieras —el caso más notable es el de ciertos países de Europa del Este. Los países emergentes donde dichas debilidades son pequeñas o inexistentes están en mejor posición para evitar una crisis financiera sistémica. LAC, afortunadamente, parece estar en esta última categoría, gracias a las significativas mejoras institucionales y de política realizadas en los últimos años en los ámbitos macroeconómico y financiero. Estas reformas permiten que un número de países de LAC tengan margen de maniobra para política contra-cíclica.

Sin embargo, ningún país emergente, mas allá de cuan bien preparado o administrado esté, escapará los efectos recesivos de la crisis global. La propagación de estos efectos también está marcada por la heterogeneidad. Por ejemplo, los países que están fuertemente ligados al comercio

internacional e integrados a la cadena de producción global, han experimentado con más severidad la primera ronda de efectos de la crisis, particularmente en la producción manufacturera y el empleo. En contraste, el impacto es rezagado en países donde el crecimiento estaba sustentado en mayor medida por la demanda interna. Los efectos en el desempleo también han tendido a ser inicialmente menores en países con una mayor proporción de empleo en el sector no transable.

Finalmente, mientras que LAC parece bien posicionada para un rebote rápido post-crisis, los efectos recesivos de la crisis actual amenazan con revertir ganancias sociales importantes alcanzadas en la última década. Tal reversión puede ser altamente problemática para la democrática pero desigual región Latinoamericana. La disponibilidad de recursos financieros así como la asesoría técnica de instituciones multilaterales pueden ser muy relevantes en este aspecto. Esta disponibilidad puede ayudar a los países de LAC a mantener sus planes de gasto, o a recomponerlos de manera adecuada, para proteger la inversión pública y programas de protección social en vistas de la caída en los ingresos.



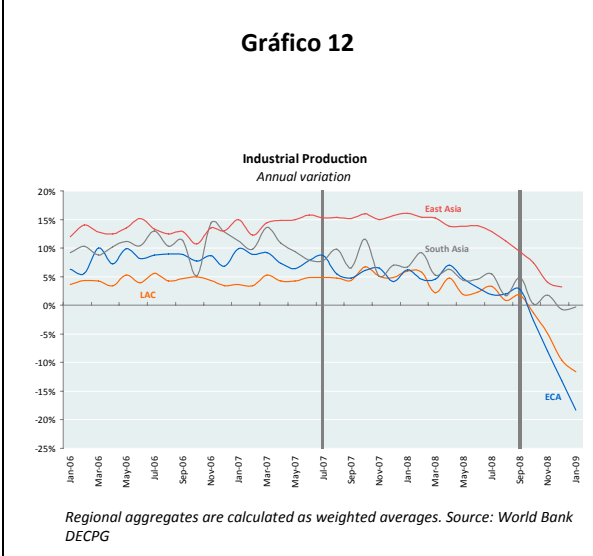
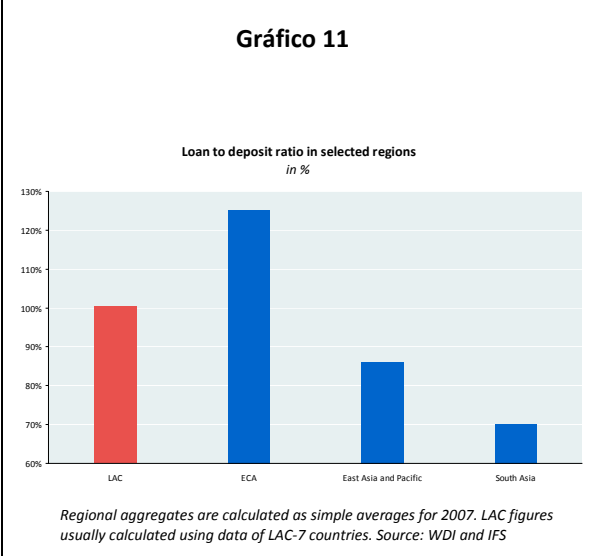
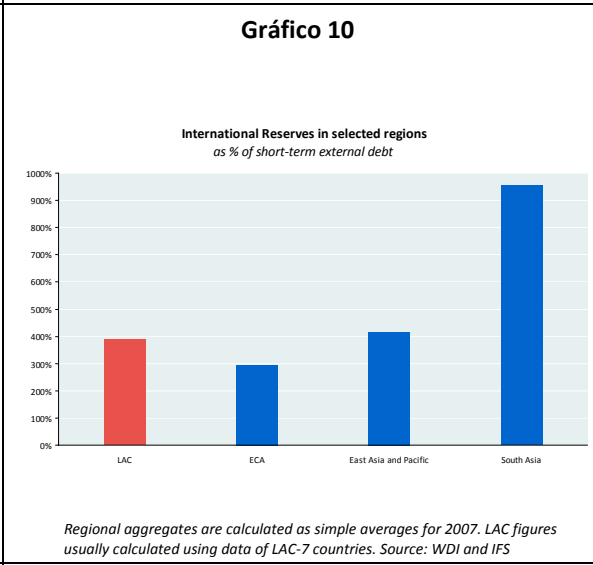
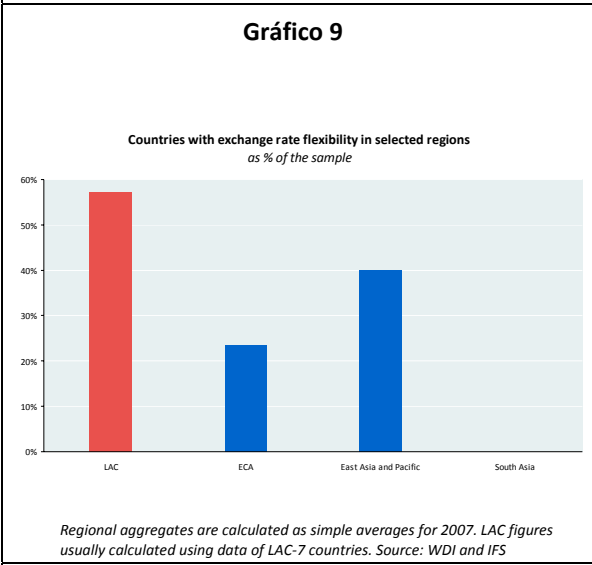
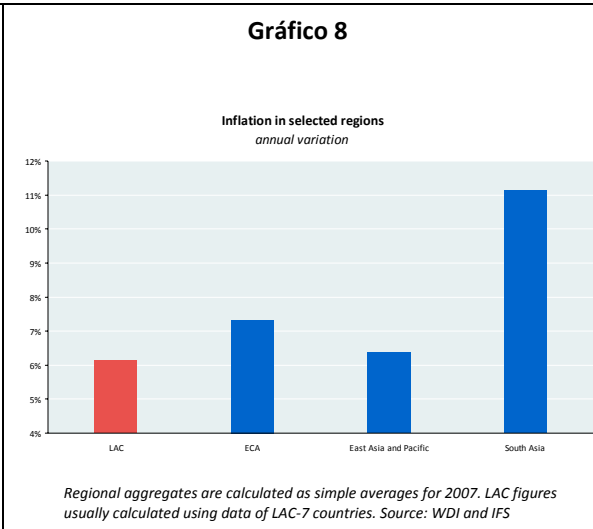
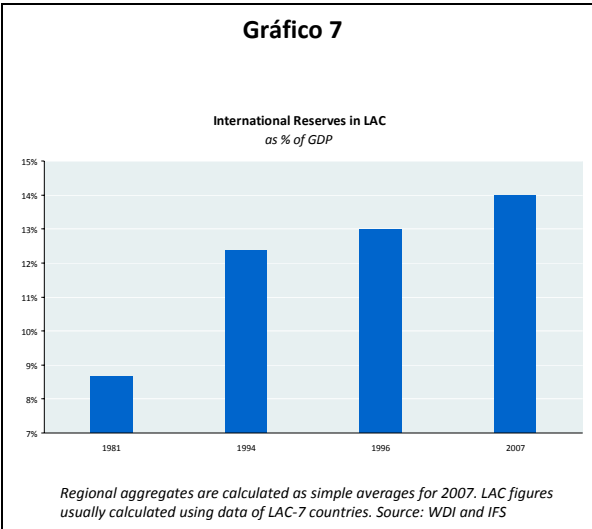
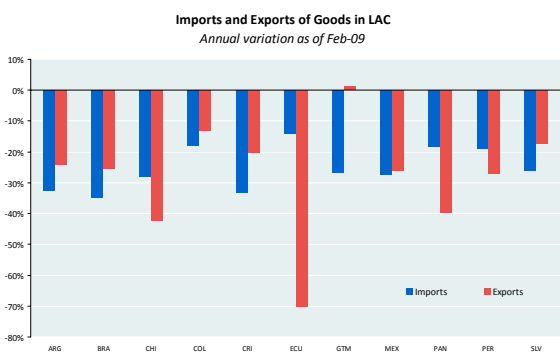
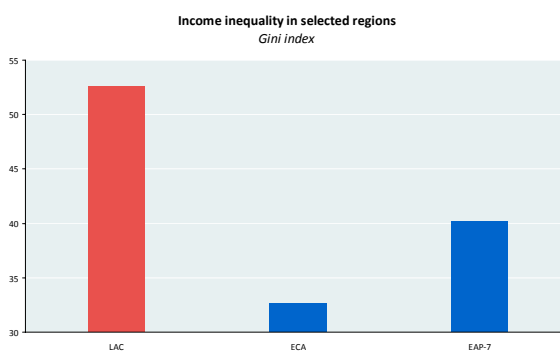


Gráfico 13



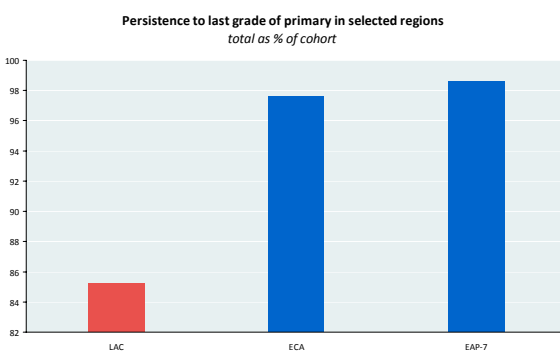
Source: Haver Analytics and National Authorities

Gráfico 14



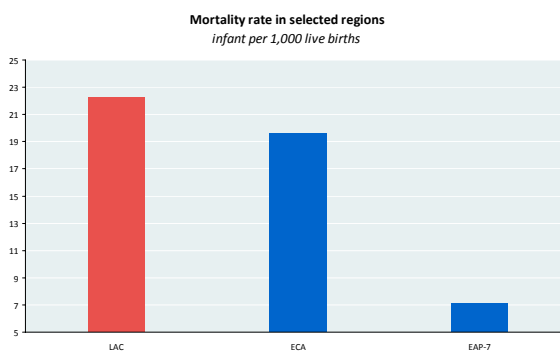
Regional aggregates are calculated as simple averages for 2005. LAC figures usually calculated using data of LAC-7 countries. Source: WDI.

Gráfico 15



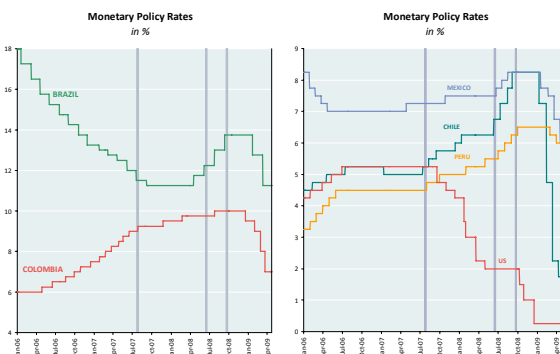
Regional aggregates are calculated as simple averages for 2005. LAC figures usually calculated using data of LAC-7 countries. Source: WDI.

Gráfico 16



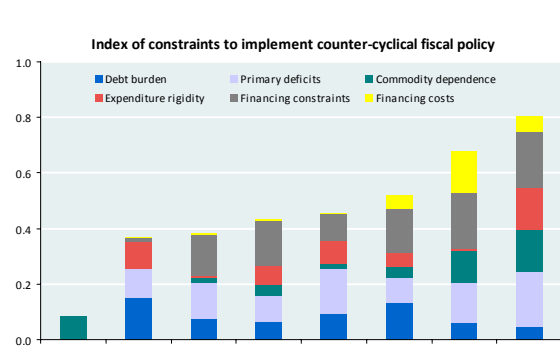
Regional aggregates are calculated as simple averages for 2005. LAC figures usually calculated using data of LAC-7 countries. Source: WDI.

Gráfico 17



Source: Bloomberg – National Authorities

Gráfico 18



This index is the weighted average of the relative score of the six different categories. The index as well as each category take values between 0 and 1. Higher values indicate higher constraints on the scope for counter-cyclical fiscal policy. Source: LCRCE Office calculations based on National Authorities data.