

# Dilemas de política económica en tiempos sin precedentes

*Cómo enfrentar la crisis global en América Latina y el Caribe*

*Coordinadores*  
Alejandro Izquierdo  
y Ernesto Talvi



# **Dilemas de política económica en tiempos sin precedentes:**

*Cómo enfrentar la crisis global  
en América Latina y el Caribe*



**Banco Interamericano de Desarrollo**



# Prólogo

El presente informe se preparó con el objeto de ser presentado en la Reunión Anual de la Asamblea de Gobernadores del Banco Interamericano de Desarrollo que se celebró en Medellín, Colombia, en marzo de 2009. El personal del BID preparó además un informe complementario titulado *Políticas Sociales y Laborales en Tiempos Tumuluosos: Cómo Enfrentar la Crisis Global en América Latina y el Caribe* para la misma reunión. En conjunto, estos dos informes procuran hacer un aporte al entendimiento de las implicancias macroeconómicas y sociales de la crisis que actualmente enfrenta la región de América Latina y el Caribe, y presentan las opciones y riesgos que encaran los hacedores de políticas en estos dos campos críticos e interrelacionados.

Este informe se concentra en el desempeño macroeconómico de la región en el contexto de un deterioro inusualmente marcado y brusco de las condiciones externas. Con el objeto de evaluar las opciones de política disponibles, en este informe se desarrolla un marco analítico para identificar los dilemas y costos asociados que enfrentan los países de la región en esta crisis en particular y se evalúan esos dilemas ante escenarios plausibles alternativos de la dinámica de la economía global. En el informe se determinan algunos de los desafíos y riesgos macroeconómicos que tienen por delante los hacedores de política. No se presenta ninguna sugerencia dirigida específicamente a algún país en particular, sino que se sugieren algunos principios generales de políticas que se espera resulten útiles para los hacedores de política, incluidos los organismos financieros internacionales que actúan en la región.

Este informe fue coordinado por Alejandro Izquierdo y Ernesto Talvi y contó con aportes de Luis Catao, Eduardo Cavallo, Eduardo Fernández-Arias, Arturo Galindo, Pablo Ottonello, Diego Pérez y Alessandro Rebucci<sup>1</sup>. Las cifras aquí presentadas no constituyen predicciones de sucesos macroeconómicos por parte del Banco Interamericano de Desarrollo, sino que se trata más bien de simulaciones de distintos escenarios que ilustran los órdenes de magnitud de los problemas analizados. Los puntos de vista aquí plasmados no necesariamente coinciden con los de la gerencia del Banco Interamericano de Desarrollo, su Directorio Ejecutivo o su Asamblea de Gobernadores.

*Santiago Levy*  
Vicepresidente de Sectores y Conocimiento  
Banco Interamericano de Desarrollo

---

<sup>1</sup> Las personas que colaboraron en este informe forman parte del personal del Departamento de Investigación del BID, con la salvedad de Ernesto Talvi, quien es Director de CERES (Uruguay), y Pablo Ottonello y Diego Pérez, también miembros de CERES.

Los autores desean expresar su agradecimiento a Fidel Jaramillo, Ignacio Munyo, Andrew Powell y Ernesto Stein por sus valiosos comentarios, y muy especialmente a los investigadores asistentes del BID Francisco Arizala y César Tamayo, así como a los investigadores asistentes de CERES Pía Zanetti, Federico Bermúdez y Carlos Díaz por su excelente labor.



## Introducción

Luego de un “veranillo de San Juan” que se adentró bastante más de un año en la crisis financiera iniciada en Estados Unidos a mediados de 2008 y especialmente tras el colapso de Lehman Brothers, la crisis global alcanzó a América Latina y el Caribe (en lo sucesivo, la “región”) poniéndole fin a uno de los más prósperos períodos de su historia reciente. Desde entonces, las monedas locales se han desvalorizado considerablemente, los precios de las acciones han experimentado caídas pronunciadas y las proyecciones de crecimiento se han ajustado a la baja de manera considerable, por lo cual ahora se anticipa que la región registrará niveles de crecimiento negativos en 2009.

Pero esta vez hay algo que parece ser distinto. Después de todo, aunque la región ha recibido un duro golpe, hasta ahora ha enfrentado la crisis sin mayores turbulencias financieras. En general, hasta la fecha la región ha evitado crisis cambiarias, de deuda y corridas contra los bancos, tan características de episodios anteriores de turbulencia financiera global (1982, 1998 y 2001). La capacidad de la región de aguantar un choque externo tan extremadamente serio sin mayores consecuencias parece sugerir que ha superado la etapa de ser una excepción para ganarse el “privilegio de la normalidad”<sup>2</sup>.

¿Por qué eso de “privilegio de la normalidad”? Porque, al contrario de episodios anteriores de turbulencia financiera global, la región entró a la actual crisis global con fundamentos mucho más sólidos: baja inflación, superávit tanto externos como fiscales, sistemas bancarios fortalecidos, niveles considerables de liquidez internacional y regímenes cambiarios más flexibles. Esos fundamentos más sólidos han hecho posible que los gobiernos de la región respondan con políticas monetarias y fiscales contracíclicas estándar para suavizar las repercusiones de los choques externos adversos, en marcado contraste con episodios anteriores de turbulencia financiera en los que los países de la región reaccionaron de manera procíclica, haciendo subir las tasas de interés y ajustando la política fiscal en respuesta al empeoramiento de la coyuntura internacional.

---

<sup>2</sup> Véase Ruiz (2009).

Esta vez, como consecuencia de la combinación de esa fortaleza de los fundamentos y la concomitante capacidad de poner en práctica políticas contracíclicas, se anticipa que la región podrá capear el temporal global mejor que en el pasado y mejor que otras economías emergentes. De hecho, se podría argumentar que los efectos de la crisis mundial serán poco duraderos —para 2009 se anticipa una recesión relativamente profunda, seguida de un regreso a un crecimiento positivo en 2010. De manera igualmente importante, podría argumentarse que esta vez los efectos se limitarán mayormente al sector real y que se conseguirá evitar en gran medida crisis de liquidez y colapsos económicos.

Hasta ahora los acontecimientos parecen estar convalidando este punto de vista. ¿O quizá no? En este informe se sostiene que este punto de vista es básicamente correcto pero únicamente bajo la suposición de que la recesión en Estados Unidos toca fondo durante el primer semestre de 2009 y que de ahí en adelante la economía de ese país comienza a experimentar una recuperación vigorosa, la llamada “recuperación en forma de “V”. A su vez, una recuperación de ese tipo en EE.UU. hará mejorar las perspectivas de crecimiento de los países industrializados, los precios de los productos básicos (*commodities*) y las condiciones financieras mundiales, factores externos claves que impulsan las fluctuaciones económicas de América Latina y el Caribe<sup>3</sup>. En un escenario de tales características, la región superará la crisis relativamente ilesa.

Éste bien pudiera ser el caso. Sin embargo, la evidencia disponible tomada de crisis financieras anteriores hace pensar que las mismas tienden a ser más profundas y a durar más que las recesiones comunes. En promedio, durante episodios de este tipo se necesita aproximadamente cuatro años para que el producto alcance los niveles previos a la crisis<sup>4</sup>.

Tal como se mostrará en este informe, una alteración moderada del escenario de recuperación en forma de “V”, en el cual la recesión no es más profunda aunque la recuperación es más prolongada (o en forma de “L”), tal como lo indica la evidencia sobre crisis financieras, implica un deterioro considerable de los fundamentos macroeconómicos de la región —fiscales, bancarios y de liquidez. Hay que hacer notar que una característica clave de este escenario alternativo es que el deterioro de los fundamentos es gradual y que por lo tanto puede que los problemas que se generen no se hagan evidentes sino hasta que sea demasiado tarde.

No se pretende con este informe plantear una posición de pesimismo ni crear alarmas innecesarias, sino más bien generar conciencia sobre cómo escenarios distintos pero perfectamente posibles pueden arrojar resultados completamente distintos. También

---

<sup>3</sup> Véase Izquierdo, Romero y Talvi (2008).

<sup>4</sup> Véase Calvo, Izquierdo y Talvi (2006); Aiolfi, Catao y Timmermann (2006), y Reinhart y Rogoff (de próxima publicación).



se busca alertar sobre los riesgos que pueden surgir en cada caso. Por tanto, el reto para los países de la región, así como para los organismos financieros internacionales que operan en ella, consiste en adelantarse a los problemas potenciales con tiempo para poder tomar medidas oportunamente y, de ser preciso, concebir políticas que permitan evitar que los países lleguen a situaciones riesgosas desde el punto de vista financiero en las que podrían exponerse a una crisis financiera y a un colapso económico de gran magnitud. En vista de los antecedentes recientes de la región, la complacencia es un lujo que no pueden permitirse ni los hacedores de políticas ni los organismos multilaterales. No se trata de una cuestión de optimismo o pesimismo, sino de cautela y prudencia en la evaluación de las opciones y los riesgos en estos tiempos sin precedentes. El análisis que aquí se presenta debería ser útil para esa tarea.

El análisis se efectúa desde una perspectiva regional. En vista de las limitaciones de los datos, en lo que sigue a continuación se entiende como “región” a los siete países más grandes, es decir, Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela (en lo sucesivo, “LAC-7”), que en su conjunto representan 91% del PIB de la región<sup>5</sup>. Efectuar el análisis desde una perspectiva regional resulta ser una abstracción útil ya que permite determinar riesgos, retos, opciones y costos de las políticas. Sin embargo, hay que subrayar que la heterogeneidad es un elemento clave para explicar la dinámica del desempeño de cada país. Aunque el desempeño dependerá fundamentalmente de factores externos que son comunes a todos los países, tales como la duración y profundidad de la crisis global, también dependerá básicamente de las características particulares de cada país, es decir, de la fortaleza de sus fundamentos y la conveniencia de sus respuestas de política.

El resto de este informe está estructurado de la siguiente manera. En la Sección 2 se presenta el desempeño económico de la región y la evolución de sus fundamentos macroeconómicos durante el período de cinco años previo al colapso de Lehman Brothers. En la Sección 3 se describen los efectos inmediatos sobre la región tras la caída de Lehman Brothers, así como lo que podría llamarse la visión predominante sobre la manera en que la región hará frente a esta etapa más virulenta de la crisis global. En las secciones 4 y 5 se desarrolla un marco analítico en el que se resalta la importancia de cuestiones de liquidez, que resultan claves en condiciones de acceso precario a los mercados crediticios y que a menudo se descuidan en los análisis de políticas. Este marco se usa para evaluar la visión predominante en la región. Para ello se formulan dos escenarios distintos de la economía global. Un resultado clave es que en un escenario global ligeramente menos favorable que el que actualmente están descontando los mercados,

---

<sup>5</sup> Salvo cuando se indique lo contrario, LAC-7 es el promedio simple de los siete países principales de la región. Se cuenta con suficiente información detallada sobre este grupo de países para emprender el tipo de análisis que se presenta en este informe.

las perspectivas de la región pueden variar muy considerablemente. En la Sección 6 se concluye con un análisis de las opciones y costos de políticas para la región y se sugieren algunos principios de política que surgen del marco de este informe.



## El período panglossiano<sup>6</sup> (2003–2008:02)

Comenzando en 2003, América Latina y el Caribe (LAC) experimentó uno de los períodos de mayor pujanza de los últimos tiempos. Con el impulso de vientos de cola extremadamente favorables provenientes del exterior —baja sin precedentes de los diferenciales de riesgo de los bonos soberanos, sustancial mejora de los términos de intercambio y un vigoroso crecimiento mundial— la región gozó de un período de desempeño económico y financiero excepcional. En promedio, los precios de los mercados bursátiles de los países de LAC-7 se cuadruplicaron hacia el final de este período, los tipos de cambio reales se revalorizaron en casi 40% y el crecimiento del PIB durante el período 2003–2007 rondó 6%; muy por encima de la media histórica de 3%. Además, este rendimiento extraordinario se produjo en un contexto de baja inflación en comparación con promedios históricos (véase el Gráfico 1).

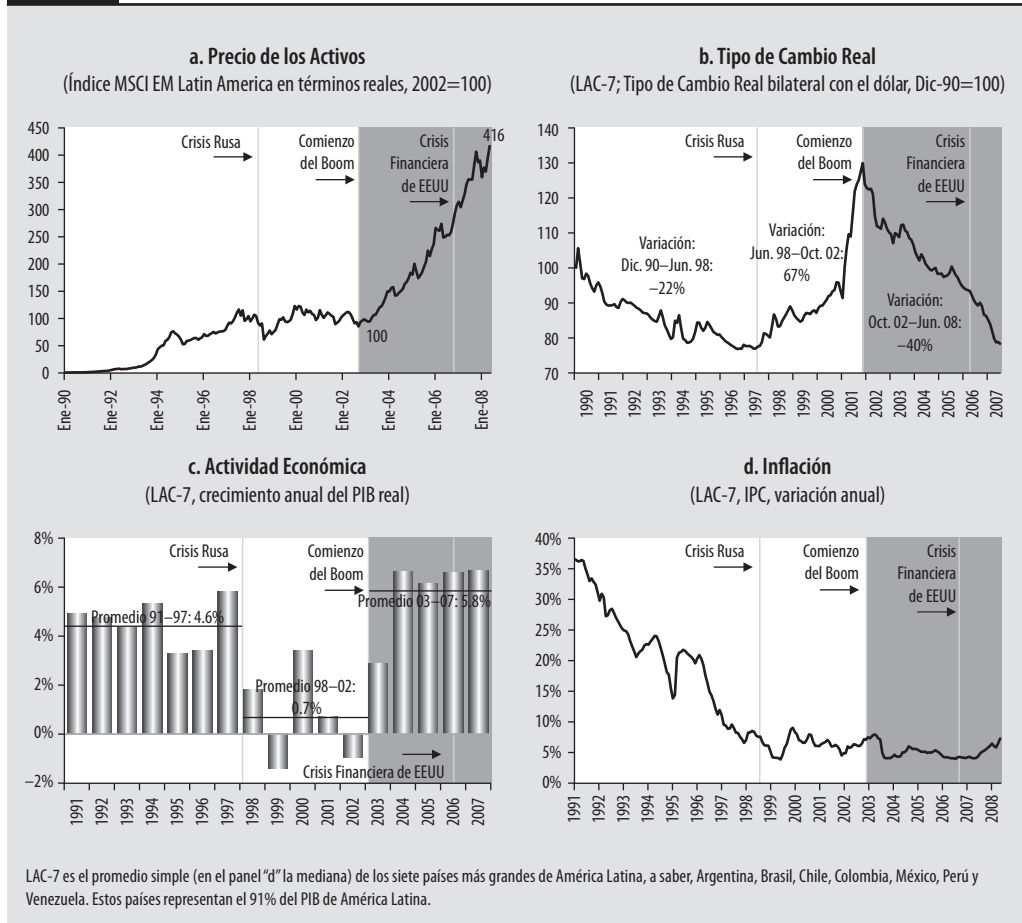
Este excepcional período de prosperidad se vinculó con una mejora igualmente impresionante de los fundamentos. En 2007 la región registró un superávit fiscal general de 1,9% del PIB, muy por encima del déficit de 0,9% del PIB que registró en 1997, al inicio de la crisis de Asia/Rusia. La deuda pública como porcentaje del PIB se desplomó de una media de 52% en 2003 —el resultado final de un período de crisis financieras— a 35% hacia finales de 2007 (véase el Gráfico 2, paneles a y b).

El sector bancario también mostró señales importantes de mejora, ya que los créditos en mora (“NPLs”, por sus siglas en inglés) disminuyeron bruscamente, cayendo de casi 10% del total de préstamos en 2002 a 2,5% hacia finales de 2007. Además, mejoras en la supervisión condujeron a un aumento considerable de las provisiones por créditos incobrables (“LLPs”, por sus siglas en inglés) en relación con los NPLs. Gracias a ello,

---

<sup>6</sup> Nota del traductor: en el título original de esta sección se hace referencia al “Panglossian Period”, queriéndose aludir a los preceptos de optimismo leibniziano a toda prueba impartidos a Cándido por su preceptor, el Dr. Pangloss, en el cuento del escritor francés Voltaire. En lo sucesivo, se emplea la expresión “panglossiano”.

**GRÁFICO 1 El Período Panglossiano: Desempeño Económico y Financiero en América Latina**



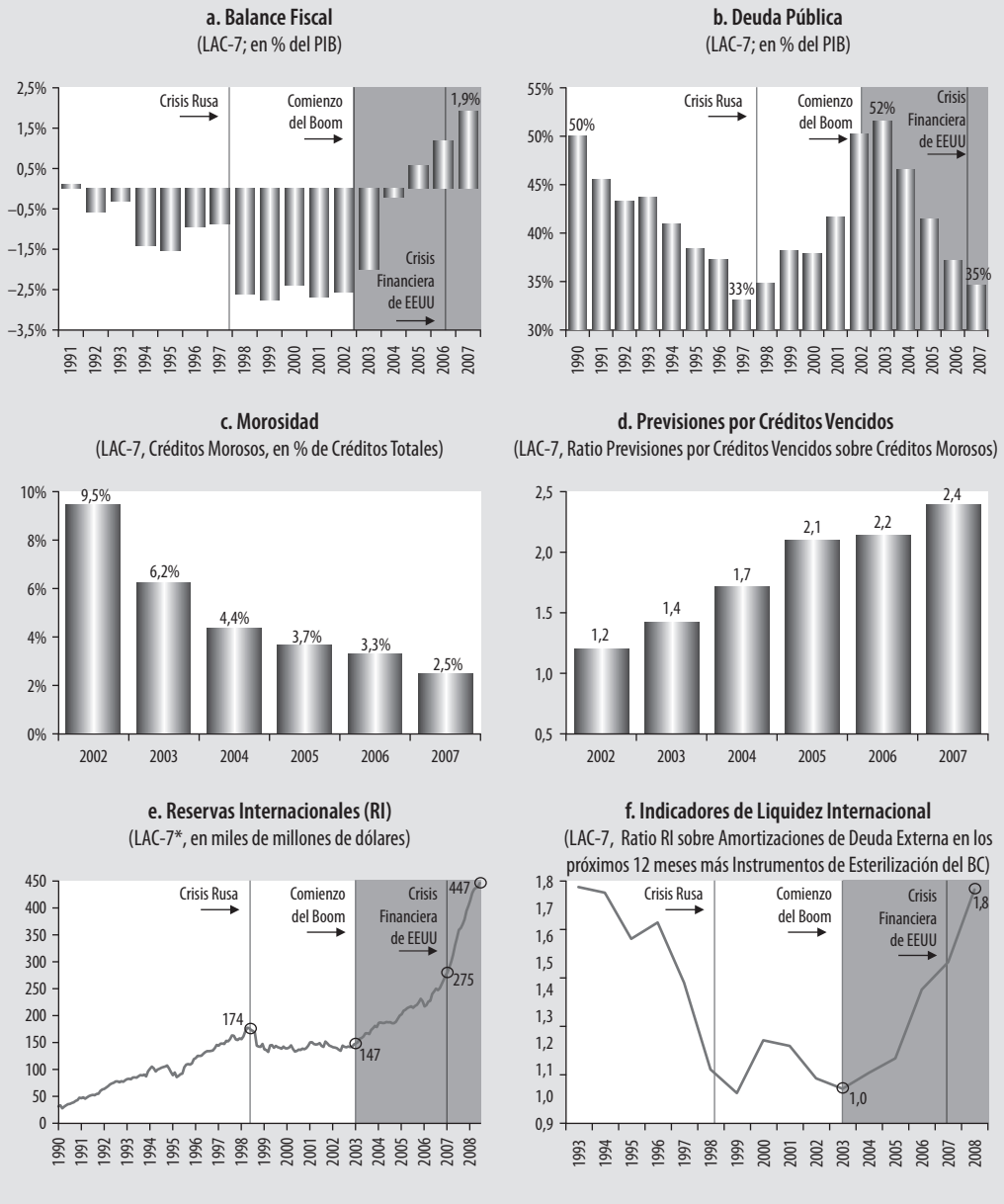
las LLPs, que en 2002 habían sido apenas 1,2 veces los NPLs, para finales de 2007 se ubicaron en más del doble de los NPLs (véase el Gráfico 2, paneles c y d).

La liquidez internacional también se fortaleció considerablemente durante este período. Las reservas internacionales, que en 2002 eran de US\$140.000 millones, se triplicaron, llegando a US\$447.000 millones en junio de 2008. Pero más importante aún es que las reservas, que apenas cubrían el vencimiento de la deuda externa y los pasivos de corto plazo de los bancos centrales en 2002, para 2008 ya representaban casi el doble del financiamiento necesario para cubrir estas obligaciones (véase el Gráfico 2, paneles e y f).

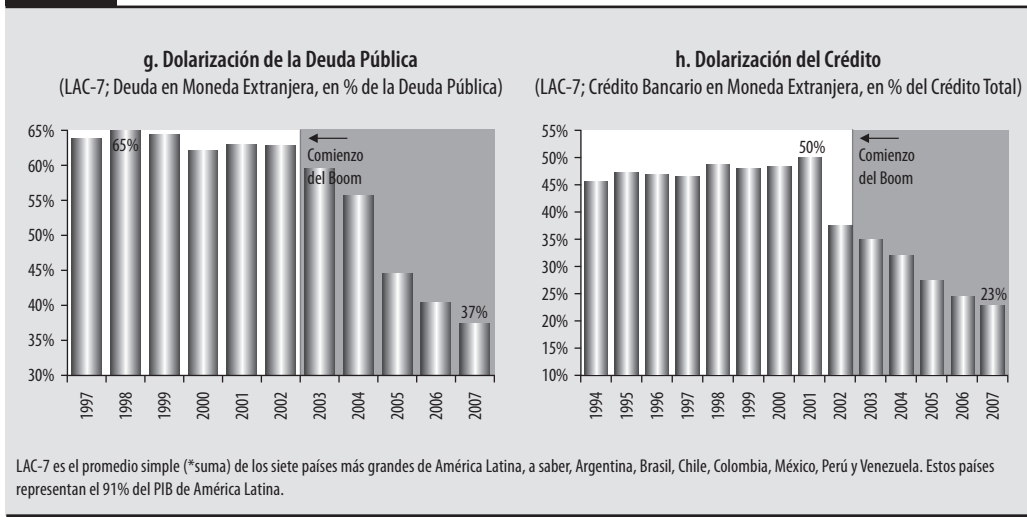
Además, la región experimentó un marcado proceso de desdolarización, a medida que se fue reduciendo tanto la proporción de la deuda denominada en moneda extranjera sobre el total de la deuda del sector público como la dolarización de los pasivos de los

sistemas bancarios (véase el Gráfico 2, paneles g e h). Este proceso de desdolarización les dio a los bancos centrales del LAC-7 una mayor flexibilidad en la gestión cambiaria al disipar el “miedo a flotar” y al reintroducir políticas monetarias independientes, principalmente por la vía de regímenes de metas de inflación. De hecho, los bancos

**GRÁFICO 2 El Período Panglossiano: Fundamentos Macroeconómicos en América Latina**



(Continúa en la siguiente página)

**GRÁFICO 2 El Período Panglossiano: Fundamentos Macroeconómicos en América Latina (continúa)**

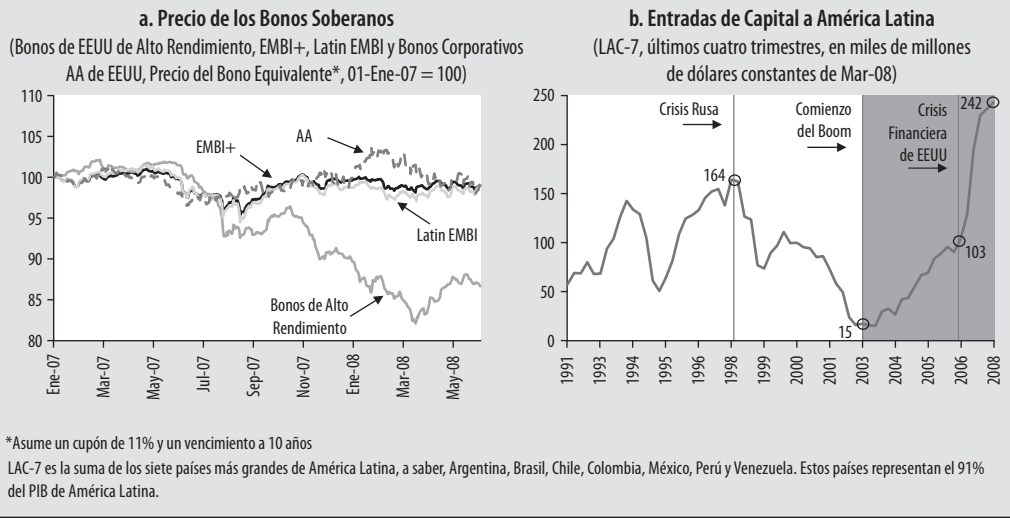
centrales ahora le conceden mucha menos importancia a las fluctuaciones del tipo de cambio en las decisiones de política monetaria. Los coeficientes de “miedo a flotar” de las funciones de reacción de política de los bancos centrales en LAC-7 eran cuatro veces mayores al inicio de la crisis de Asia/Rusia que ahora. Es más, los niveles actuales son mucho más cercanos a los de los países industrializados<sup>7</sup>.

Para cuando estalló la crisis de los préstamos hipotecarios de alto riesgo en Estados Unidos en julio de 2007, la visión predominante era que la región se encontraba sólida para enfrentar el golpe financiero que se avecinaba. Este punto de vista pareció quedar confirmado con el “desacoplamiento” inicial de la región de los acontecimientos en EE.UU. durante el período comprendido entre el tercer trimestre de 2007 y el segundo trimestre de 2008. Por fin, la región de América Latina y el Caribe había superado su situación de vulnerabilidad a las condiciones externas, lo que decididamente resaltaba la fortaleza recién descubierta por la región<sup>8</sup>.

De hecho, durante la primera etapa de la crisis de EE.UU., definida como el período entre julio de 2007 y mayo de 2008, la dinámica de los bonos soberanos de América Latina y el Caribe y los ingresos de capitales pareció confirmar este punto de vista. Mientras que los precios de los bonos de alto rendimiento de EE.UU. —un parámetro de comparación frecuentemente usado para seguir el desempeño de activos de mer-

<sup>7</sup> Véase Sturzenegger y Talvi (2008) y BID (2009a).

<sup>8</sup> Sin embargo, el punto de vista sobre la mejora de los fundamentos se cuestionó en el informe del BID titulado “No todo lo que brilla necesariamente es oro”, de 2008.

**GRÁFICO 3 El Período Panglossiano: Condiciones Financieras Internacionales en América**

cados emergentes— bajaban en más de 15% entre junio de 2007 y marzo de 2008, los precios de los bonos EMBI latinoamericanos se mantuvieron intactos a lo largo de ese período. En este sentido, el comportamiento de los precios de los bonos soberanos en LAC evolucionó a la par del de los bonos AA de EE.UU.<sup>9</sup> Este hecho, combinado con los diferenciales entre las tasas de interés de LAC y EE.UU. generados por la política expansiva de la Reserva Federal, llevó a un aumento brusco y considerable de los ingresos de capitales, los cuales saltaron de US\$195.000 millones en el período de 12 meses culminado en junio de 2007 a US\$242.000 millones en los 12 meses transcurridos hasta marzo de 2008 (véase el Gráfico 3, paneles a y b).

Si acaso, la primera fase de la crisis financiera de EE.UU. más que amortiguar, reforzó el ciclo expansivo de LAC y contrarrestó todo argumento de que la región era vulnerable a las variaciones de las condiciones internacionales. De hecho, la región mostró todos los síntomas de un recalentamiento: suba sustancial de los precios de los activos, revalorización de las monedas nacionales, vigoroso crecimiento de la demanda agregada y el producto, y presiones inflacionarias. Esto fue el cénit de la era del desacoplamiento. Los hechos aparentaron convalidar el punto de vista de que la región conseguiría aislarse de la crisis financiera de EE.UU., y realmente parecía que de verdad era así<sup>10</sup>.

<sup>9</sup> “EMBI” es la sigla del “Emerging Market Bond Index”, o Índice de Bonos de Mercados Emergentes, de J.P. Morgan.

<sup>10</sup> Sin embargo, el trabajo del BID (2008) advirtió que la euforia durante las etapas iniciales de la crisis financiera de EE.UU. fue compartida por mercados emergentes con fundamentos sólidos y

El desacoplamiento alimentó la visión de que la crisis seguiría constituyendo un problema mayormente confinado al Norte y no necesariamente un revés para los mercados emergentes. Como tal, los mercados emergentes podrían de hecho convertirse en una fuente de expansión de la demanda agregada que actuaría como contrapeso de los efectos de la crisis financiera de EE.UU., amortiguando así los efectos sobre la producción mundial y contribuyendo a un proceso paulatino de cierre de los desbalances globales sin contratiempos, en el que una reducción gradual del déficit de la cuenta corriente de EE.UU. se compensaría con una reducción de los superávits de cuenta corriente en los mercados emergentes. En retrospectiva, ésta resultó ser una visión panglossiana del mundo.

---

débiles por igual, cuestionando el punto de vista de que el auge estaba vinculado con la fortaleza particular de los fundamentos de América Latina.





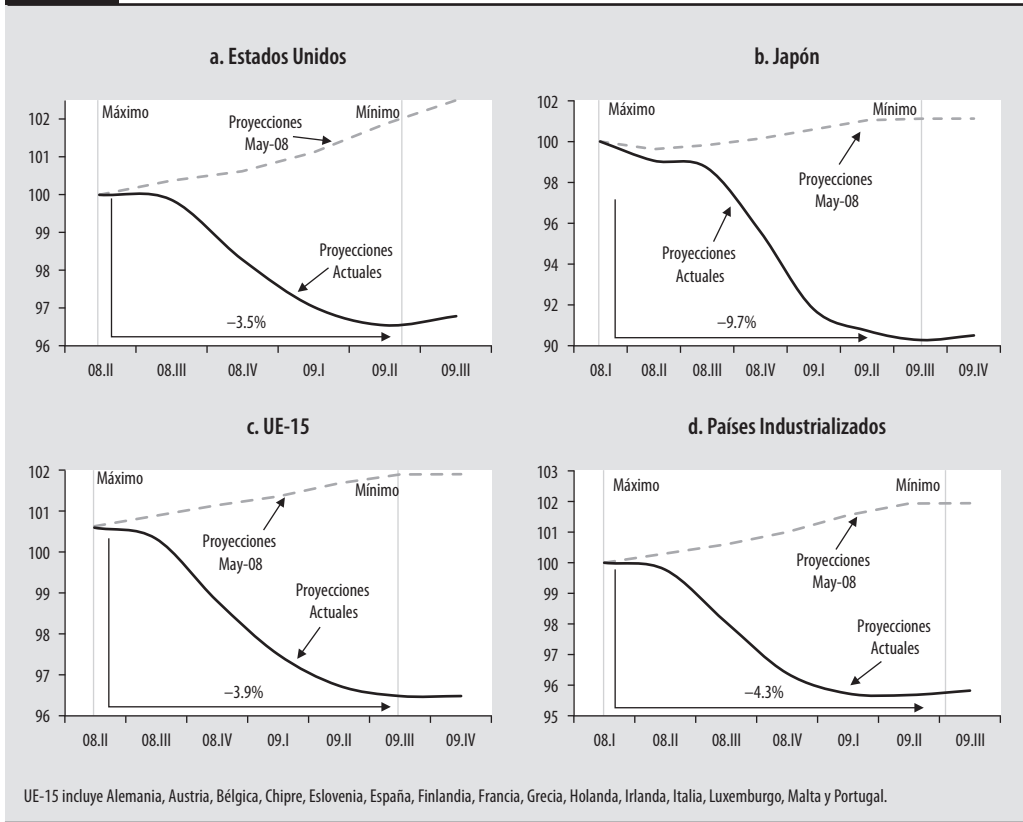
## **Efectos de la crisis financiera de EE.UU. sobre América Latina: El fin del período panglossiano**

Los acontecimientos registrados en Fannie Mae y Freddie Mac, las dos empresas hipotecarias más importantes con patrocinio del gobierno estadounidense, durante mayo de 2008 indicaron que la crisis financiera de Estados Unidos estaba a punto de entrar en una nueva y más grave etapa. Comenzó a formarse un nuevo consenso de que el desenlace de la crisis en EE.UU. traería consigo una gran consolidación, recapitalización y reducción del apalancamiento del sistema financiero, lo que requeriría el uso de grandes cantidades de fondos públicos, un factor que indefectiblemente llevaría a un complejo proceso de negociación política. De modo que entonces había en ciernes una restricción pronunciada del crédito y cabía anticipar una recesión más profunda y prolongada. El deterioro del entorno financiero alcanzó su punto álgido en septiembre de 2008 con la caída de Lehman Brothers, un importante banco de inversión. Ese hecho provocó un brusco y considerable aumento de la percepción de riesgo y un deterioro igualmente brusco y considerable del entorno externo de los mercados emergentes.

Las proyecciones que anteriormente habían anticipado sólo una desaceleración en los países industrializados ahora contemplaban una pronunciada recesión en EE.UU., Europa y Japón, indicando una baja considerable del crecimiento (véase el Gráfico 4, paneles a, b, c y d). Los precios de los productos básicos cayeron con la misma rapidez con la que habían aumentado en 2007 y comienzos de 2008, respondiendo a las expectativas del inminente desplome de la demanda agregada. Los precios del petróleo, de los alimentos y los metales cayeron en 69%, 31% y 50%, respectivamente. A causa de ello, los términos de intercambio de LAC-7 desmejoraron considerablemente; en alrededor de 25% entre el pico registrado en julio de 2008 y diciembre de 2008 (véase el Gráfico 5, paneles a, b, c y d).

Para colmo de males, las condiciones financieras en los mercados emergentes también empeoraron considerablemente. Los precios de los bonos corporativos en los mercados emergentes cayeron 21% entre septiembre de 2008 y mediados de marzo de 2009. Los diferenciales de riesgo de los bonos corporativos se ubican actualmente por

**GRÁFICO 4 El Fin del Período Panglossiano: Crecimiento Mundial**  
(PIB, términos reales, Máximo = 100)

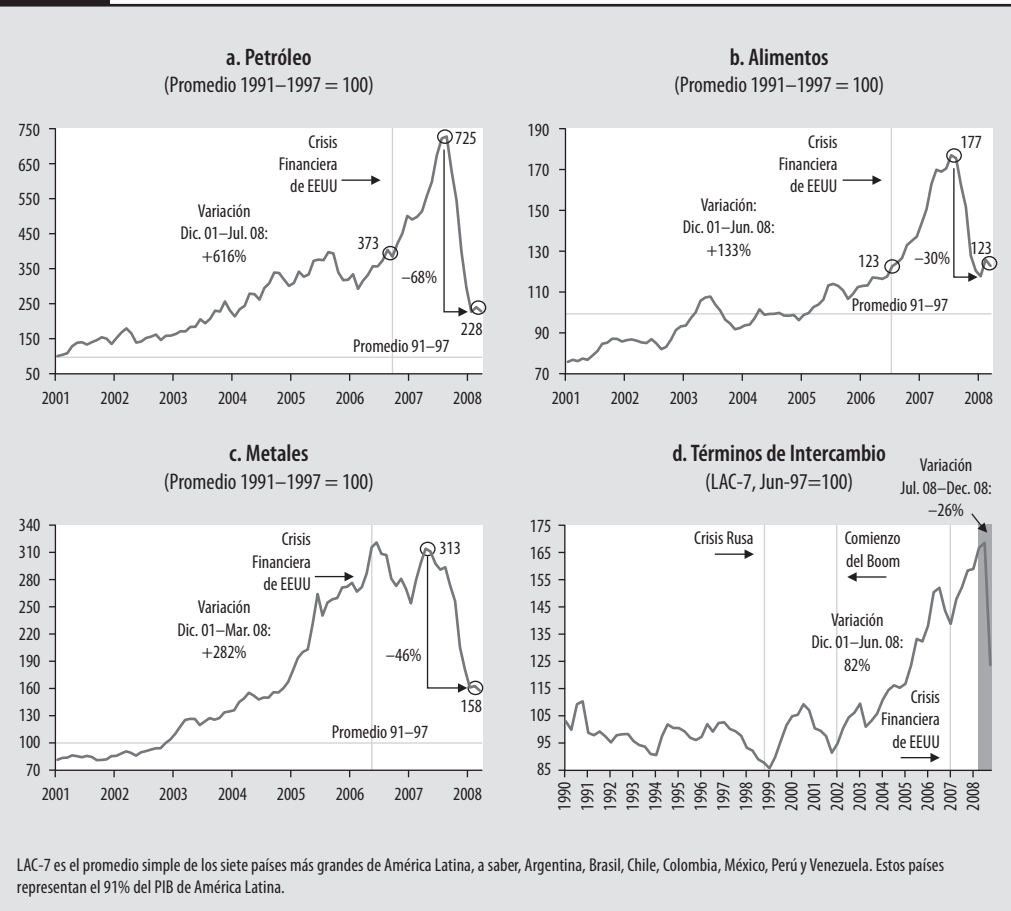


encima de 800 puntos básicos, una indicación de que el acceso a los mercados crediticios internacionales básicamente se ha cerrado (véase el Gráfico 6, paneles a y b).

Esta indicación la corroboran los datos sobre las emisiones de instrumentos corporativos<sup>11</sup>. Los datos de LAC-7 muestran que los niveles de emisión se desplomaron de un máximo de US\$21.200 millones en el cuarto trimestre de 2007 a US\$2.100 millones en el mismo trimestre de 2008. Además, sólo fue posible colocar bonos con vencimientos mucho más breves. La emisión de bonos de corto plazo —con vencimientos inferiores a un año— era apenas 1% del total de emisiones en el trimestre finalizado en junio de 2008, mientras que en el trimestre finalizado en marzo de 2009 el nivel correspondiente fue de 40% del total de emisiones (véase el Gráfico 6, paneles c y d)<sup>12</sup>. En definitiva,

<sup>11</sup> Estos datos no incluyen las emisiones de empresas con participación del Estado. La fuente de los datos es Bloomberg.

<sup>12</sup> Los datos son al 1 de marzo de 2009.

**GRÁFICO 5 El Fin del Período Panglossiano: Precios de los Productos Básicos y Términos de Intercambio**

las emisiones corporativas en los mercados emergentes sufrieron un frenazo súbito (Sudden Stop, en su denominación en inglés) perdiendo completamente el acceso a los mercados crediticios. Según las proyecciones de mercado, se mantendrá esta situación al menos hasta finales de 2009.

El panorama luce un poco diferente para los emisores soberanos. Los precios de los bonos soberanos de LAC-7 han caído cerca de 16% y los diferenciales de riesgo se ubican actualmente en 650 puntos básicos (véase el Gráfico 7, paneles a y b). Sin embargo, los datos sobre emisiones hacen pensar que se mantiene abierto el acceso a los mercados internacionales de capitales. Durante el primer trimestre de 2009 los gobiernos consiguieron colocar deuda nueva por un monto aproximado de US\$57.000 millones, mientras que en el segundo trimestre de 2008 la cifra correspondiente fue de US\$70.000 millones. No obstante, aunque los mercados se mantienen abiertos, las condiciones en ellos han desmejorado considerablemente en términos de madurez. El

**GRÁFICO 6 El Fin del Período Panglossiano: Condiciones Financieras Internacionales – Bonos Corporativos**

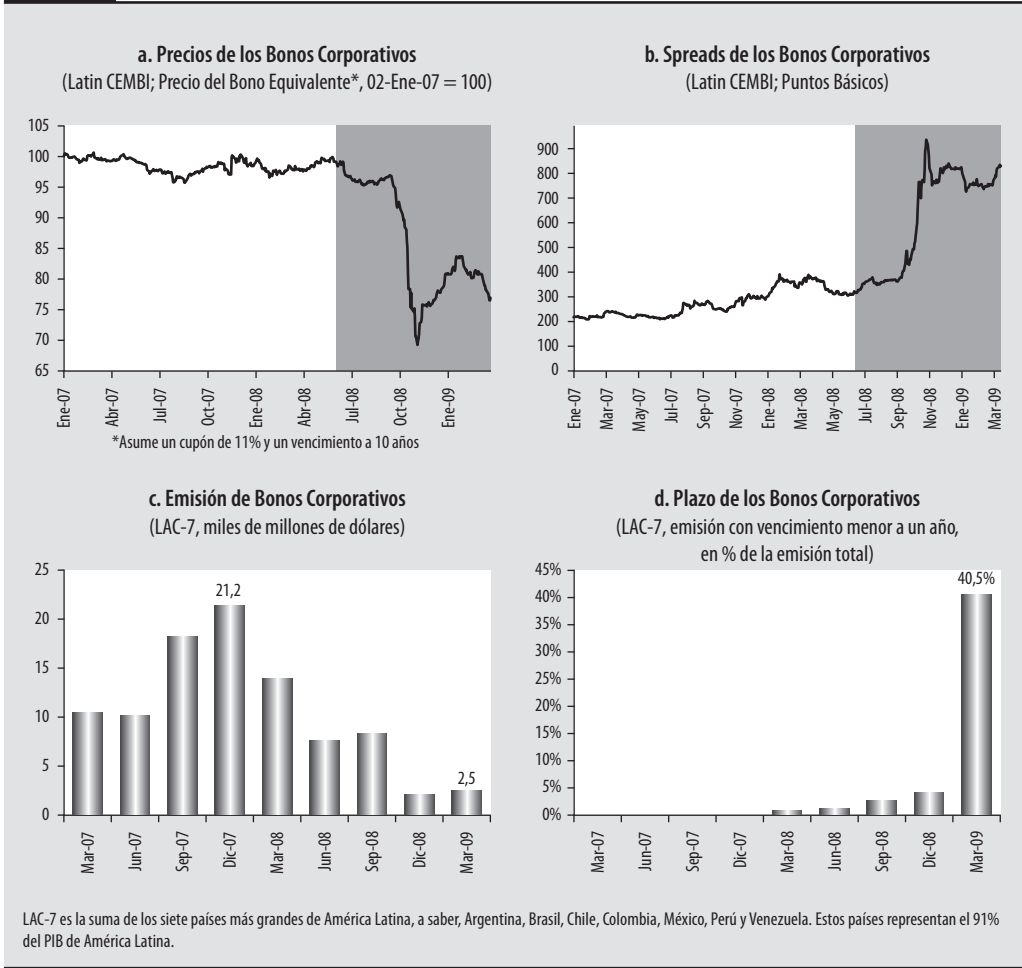
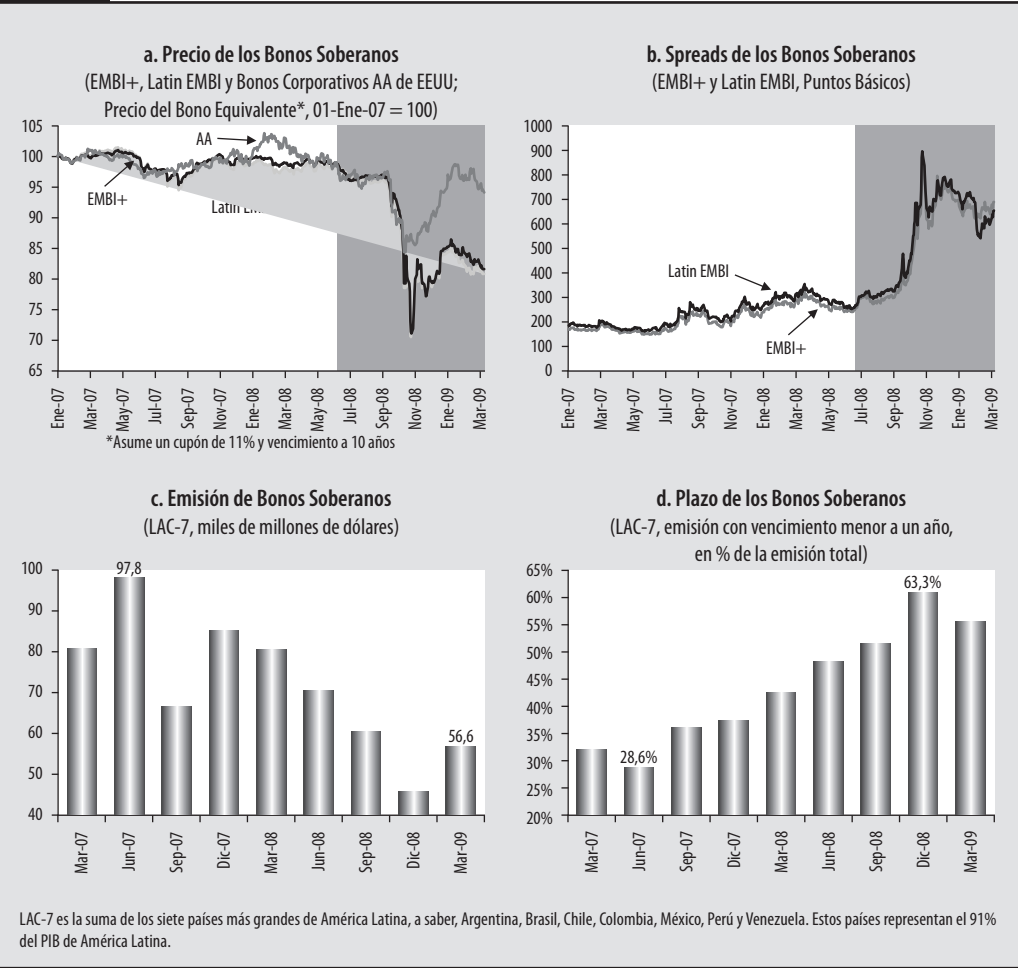


Gráfico 7 (paneles c y d) muestra un incremento en la emisión de deuda de corto plazo como parte de la emisión total del 29% en el segundo trimestre de 2007 al 63% en el cuarto trimestre de 2008.

Este contexto en el que el acceso a los mercados de capitales no se ha cerrado sino que está disponible a diferenciales de riesgo considerablemente mayores y vencimientos considerablemente más breves, es un contexto que puede definirse como de precarización financiera<sup>13</sup>. El contraste entre los frenazos súbitos y la precarización

<sup>13</sup> Para evidencia sobre cómo la precarización financiera puede variar considerablemente según las condiciones internacionales de liquidez, véase, por ejemplo, BID (2008) y Broner, Lorenzoni y Schmukler (2007).

**GRÁFICO 7 El Fin del Período Panglossiano: Condiciones Financieras Internacionales – Bonos Soberanos**



financiera es una distinción clave que tendrá grandes implicancias para la dinámica macroeconómica y los retos que enfrenta la región.

Este contexto se diferencia del observado en 1998, cuando apenas a un mes del inicio de la crisis rusa, los diferenciales de riesgo en los mercados emergentes alcanzaron casi 1700 puntos básicos y sus economías cayeron una tras otra como fichas de dominó. Los diferenciales de riesgo actuales de los gobiernos, de alrededor de 650 puntos básicos están muy por debajo de los imperantes al momento de la debacle rusa.

Detrás de este marcado contraste puede haber varios elementos. Por un lado, el hecho de que los mercados emergentes no formaran parte del epicentro de la crisis, sino que fueran básicamente espectadores accidentales, constituye un ingrediente importante de la combinación de explicaciones que fundamentan el acceso a los mercados.

Por otro lado, la crisis de los préstamos hipotecarios de alto riesgo encontró en la Reserva Federal de EE.UU. un sólido prestamista de última instancia que suministró una ingente liquidez; dicha función básicamente no existía durante la crisis rusa. El hecho de que la crisis actual tenga un alcance global introduce incentivos para que los países industrializados le den apoyo financiero a los mercados emergentes.

Además, LAC-7 parece tener una posición más sólida que la observada a finales de la década del 90 en ciertos aspectos relevantes. En particular, como ya se mencionó, los niveles de dolarización de pasivos son actualmente mucho más bajos en promedio que a finales de los años 90, y los déficit de cuenta corriente son mucho menos significativos que al momento de la crisis de Rusia. Estos dos factores son ingredientes claves de la probabilidad de un frenazo súbito en los movimientos de capitales en vista de las consecuencias de sus efectos de “hoja de balance”, o de valuación de pasivos financieros.<sup>14,15</sup>

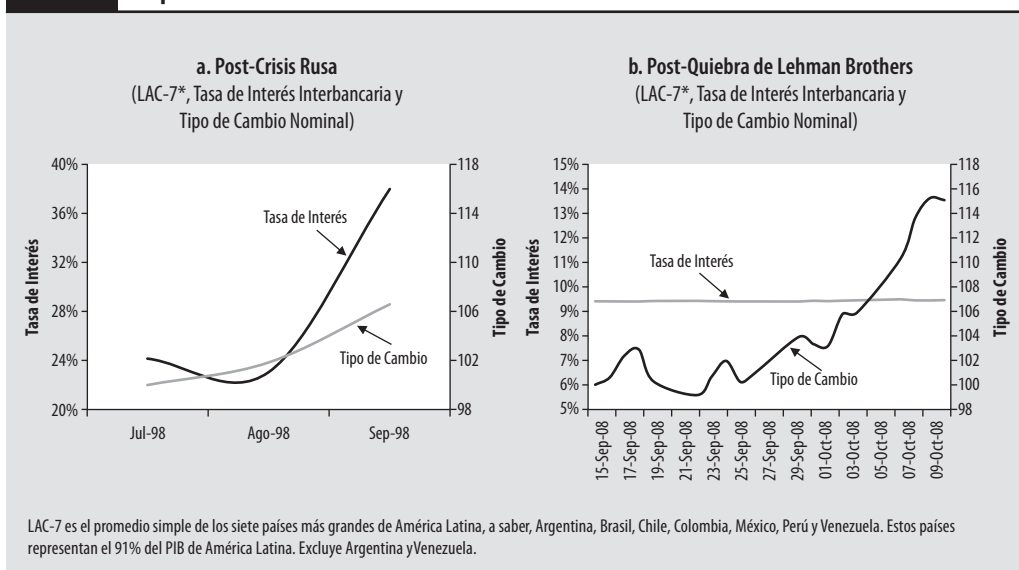
Independientemente de la importancia relativa de cada una de esas explicaciones posibles, el hecho es que hasta ahora se ha mantenido abierta la puerta de acceso a los mercados para los emisores soberanos, pero en un contexto de precarización financiera, es decir, a tasas más elevadas y vencimientos mucho más breves. Es relevante destacar, en vista de los argumentos a desarrollar a continuación, que la precarización financiera representa una situación totalmente distinta para la región que la de un frenazo súbito. En ésta última, debido a la pérdida completa de acceso a los mercados crediticios, las consideraciones de stocks plantean un peligro inmediato a la liquidez internacional, a medida que los países se van topando con dificultades para refinanciar deuda que va venciendo, lo que deja poco espacio de maniobra en términos de políticas. Por el contrario, en una situación de precarización financiera, el acceso a los mercados no se cierra, sino que es posible obtener crédito en términos más precarios. Esto será un elemento crucial del análisis que se presenta en la Sección 5 al evaluar cuestiones de liquidez.

El triple golpe de las fuerzas motrices externas —la recesión en los países industrializados, la caída pronunciada y brusca de los precios de los productos básicos y el deterioro de los términos de intercambio, junto con la precarización financiera antes mencionada— ha tenido implicancias duras para las proyecciones de crecimiento de LAC-7, las cuales se ajustaron a la baja para 2009, pasando de 2,5% apenas en octubre de 2008 a -0,9% en marzo de 2009, lo que se corresponde con el deterioro de las condi-

---

<sup>14</sup> Véase en Calvo, Izquierdo y Mejía (2004) y (2008) un análisis empírico formal y en Calvo, Izquierdo y Talvi (2003), y en Calvo y Talvi (2005) estudios de casos específicos de los canales de contagio y la importancia económica de la dolarización de los pasivos y los déficit de la cuenta corriente como factores que provocan frenazos súbitos.

<sup>15</sup> Este hecho se destaca en marcada diferencia con Europa Oriental, donde la dolarización es rampante y los déficit de la cuenta corriente son mucho mayores.

**GRÁFICO 8** Respuesta de Política Monetaria: Crisis Rusa vs. Crisis Actual

ciones globales. Sin embargo, se anticipa que la región volverá a registrar un crecimiento positivo de alrededor de 3% en 2010, de manera consistente con las expectativas de que la economía estadounidense llegará a su punto más bajo en el primer semestre de 2009 y a continuación comenzará un proceso de recuperación.

Los gobiernos reaccionaron con políticas monetarias y fiscales expansivas para compensar el deterioro de las condiciones externas, en muchos casos, con el apoyo tanto intelectual como financiero de la comunidad internacional. El grupo LAC-7, contando con un mayor grado de flexibilidad cambiaria y de independencia en sus políticas monetarias, ha devaluado sus monedas casi en 30%, al mismo tiempo que ha reducido las tasas de interés de política monetaria. Esta reacción de políticas se diferencia marcadamente de la que se aplicó tras la crisis rusa en 1998, cuando imperó la intervención cambiaria y las tasas de interés se dispararon en respuesta a la crisis (véase el Gráfico 8).

La política fiscal también ha sido más bien expansiva. Varios países han anunciado programas de gasto extraordinario o recortes tributarios, o ambos, para poder mantener el crecimiento, que implican una expansión fiscal que podría ir desde 1,5% del PIB en el caso de México hasta 6,4% del PIB en el de Argentina. Una vez más, esos anuncios de políticas contrastan marcadamente con la reacción de políticas tras la crisis rusa de 1998, cuando los países de LAC-7 experimentaron un impulso fiscal negativo equivalente a 2% del PIB<sup>16</sup>.

<sup>16</sup> Véase Ortiz, Ottonello, Sturzenegger y Talvi (2007).

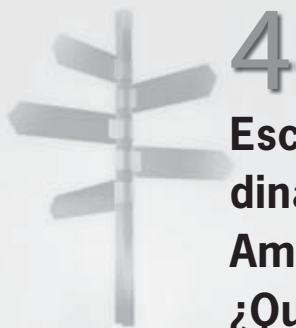
Para cerrar esta sección, permítasenos resumir la visión predominante que prevalece actualmente sobre la región a la luz de esta nueva y más grave etapa de la crisis global. Las características más destacadas son las siguientes:

- América Latina y el Caribe exhibe fundamentos sumamente sólidos que le permitirán soportar el deterioro de las condiciones globales.
- La región está mejor equipada para llevar adelante políticas monetarias y fiscales contracíclicas para amortiguar los efectos de golpes externos adversos
- Los organismos multilaterales están dispuestos a apoyar a América Latina y el Caribe, y para el caso, a otros mercados emergentes, en vista de la naturaleza global de la crisis
- En 2009 la recesión será relativamente profunda pero de poca duración y la región volverá a registrar crecimiento positivo en 2010
- Gracias a ello, los efectos de la crisis global se limitarán al sector real y se conseguirá evitar en gran medida tanto crisis de liquidez como colapsos económicos, que fueran tan habituales en el pasado.

Como se sostiene más adelante, esta visión predominante se justificaría si la crisis global llegara a tocar fondo en el primer semestre de 2009 y a partir de allí comenzara una recuperación relativamente vigorosa, tal como pueden estar esperando los mercados actualmente. Éste bien podría ser el caso. Sin embargo, la recesión también podría acabar siendo más prolongada y profunda que lo esperado, o incluso si no es así, la recuperación global podría proceder a un ritmo más lento que el anticipado por el mercado.

En las secciones siguientes se desarrolla un marco analítico para evaluar críticamente la visión predominante sobre la posición de América Latina y el Caribe. Se cuestionará estos puntos de vista y, como quedará claro, el análisis tendrá importantes implicancias para las recomendaciones de política económica y los programas multilaterales de apoyo para hacer frente a la crisis global en la región. La cuestión es que, quizá sin llegar a estar totalmente consciente de ello todavía, puede ser que América Latina y el Caribe deba superar obstáculos formidables si no llega a materializarse la recuperación global de la manera que anticipan los mercados. En tal caso, los acontecimientos a nivel global y las decisiones de políticas podrían ejercer una gran influencia sobre los resultados finales, en vista de la naturaleza de la crisis financiera, en la que los problemas de liquidez pasan a ocupar un lugar central.





## **Escenarios de la crisis global y dinámica macroeconómica en América Latina y el Caribe: ¿Qué tan vasto es el desierto?**

En las dos secciones siguientes se evalúan los puntos de vista predominantes sobre la región. A tal fin, el primer paso es hacer el seguimiento de la dinámica macroeconómica de un conjunto de variables claves según hipótesis alternativas sobre la manera en que se desempeña la economía global. Este ejercicio mostrará hacia dónde se encamina la región, si se mantiene en terreno seguro o si se adentra por un camino accidentado. En otras palabras, el objetivo no es quedarse simplemente con una foto de la región, sino ir más allá y de alguna forma ver la película hasta el final. El segundo paso es desarrollar un marco analítico simple en el que se hace hincapié en aspectos de liquidez como elemento clave de la evaluación de los riesgos de la región y las decisiones a favor de una u otra alternativa de políticas que enfrentan los hacedores de política económica. En la Sección 6 se presenta una evaluación de las políticas y algunas sugerencias.

### **4.1 Escenarios Globales**

Hasta la fecha persiste una gran incertidumbre en cuanto al desenlace de la crisis bancaria y sus efectos sobre la dinámica del nivel de actividad en Estados Unidos. Así, los hacedores de política enfrentan incertidumbre sobre los potenciales escenarios de desempeño de la economía global. ¿Será la recuperación del tipo rápido en forma de “V”, o será en forma de “L”, más prolongada? En otros términos, ¿qué tan vasto es el desierto que habrá que cruzar? Esta cuestión es clave porque su respuesta determinará en gran medida el conjunto apropiado de políticas que corresponda tomar. Si hay que atravesar una estrecha franja de desierto se podría consumir el agua que hay en la cantimplora a gusto. Pero, ¿qué ocurriría si el desierto es más vasto y la caravana se queda sin agua antes de culminar la travesía?

Se plantean dos escenarios que responden a la incertidumbre sobre los acontecimientos futuros a nivel global. El primero contempla una recuperación en forma de

“V” que se corresponde con las proyecciones actuales de los mercados. El segundo contempla una recuperación en forma de “L” que básicamente representa un período de recuperación más largo, pero en el que deliberadamente se evita toda clase de acontecimientos catastróficos en EE.UU. o la economía mundial que pudieran ocasionar *per se* un deterioro grave de los fundamentos de LAC-7. No se puede descartar un escenario catastrófico, pero el mismo sería menos interesante desde el punto de vista analítico. Por el contrario, es mucho más interesante, y de hecho más importante, analizar si perturbaciones relativamente moderadas del escenario en forma de “V” pueden o no producir un deterioro serio de los fundamentos de la región.

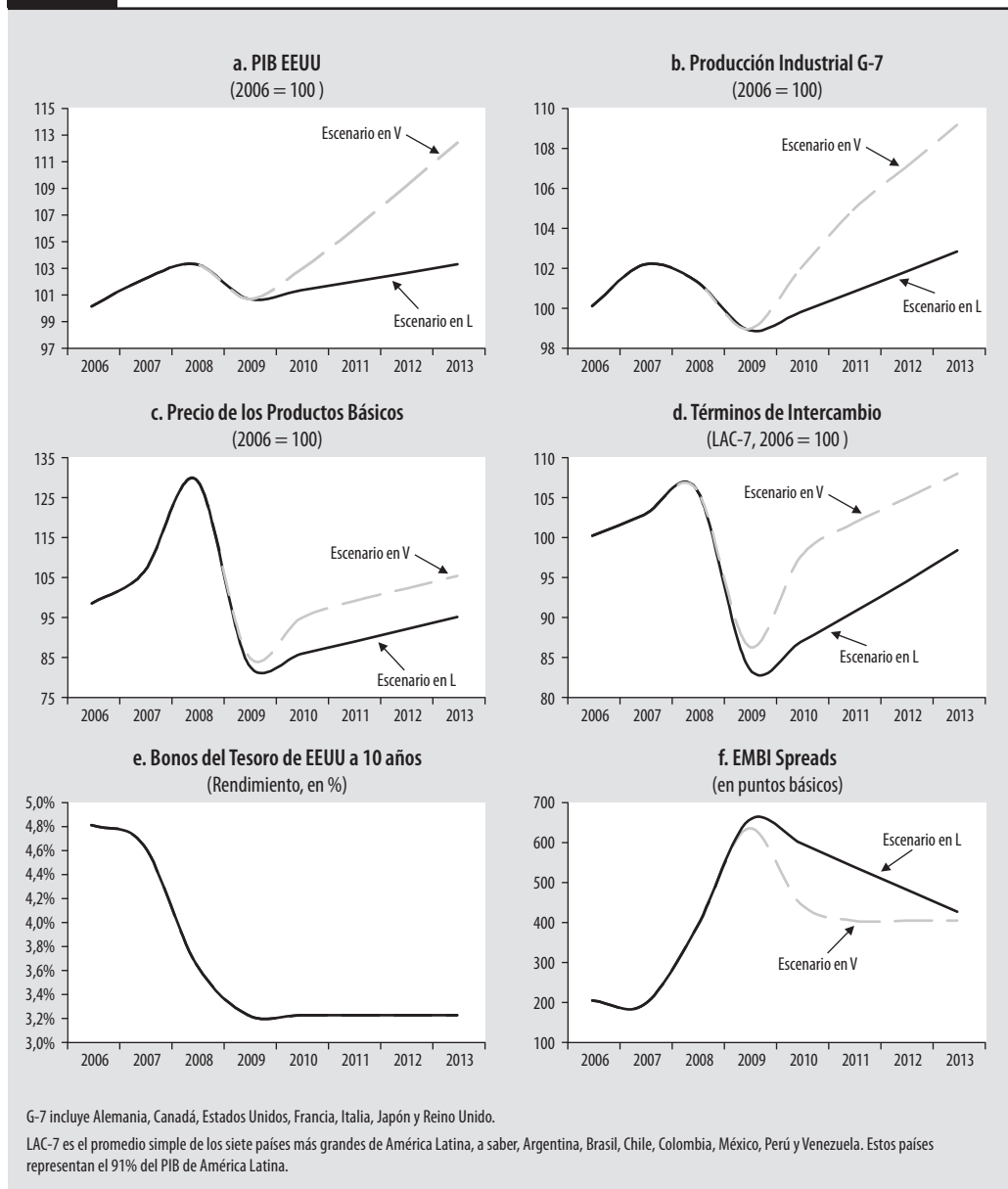
**Escenario de recuperación en forma de “V”.** La hipótesis de una recuperación en forma de “V” se muestra en el Gráfico 9. El crecimiento del PIB de Estados Unidos se toma de las proyecciones actuales del mercado, las cuales asumen que se llega al punto más bajo en la actividad económica en junio de 2009, lo que implica una contracción de pico a valle de 3,5% y una recuperación del producto a los niveles pre-crisis para septiembre de 2010. De ahí en adelante se supone que la economía crece a un ritmo aproximado de 3%, el promedio previo a la crisis para el período que incluye la década del 90 y hasta 2006. Dado que los modelos de crecimiento de países específicos que se usarán más adelante incluyen la producción industrial del G-7 como uno de sus insumos, también se fija una trayectoria para esta variable, que sigue el comportamiento del PIB de EE.UU. hasta su recuperación a niveles pre-crisis según su correlación histórica. De ahí en adelante, se asume que la producción industrial del G-7 crece a su ritmo promedio pre-crisis, lo que implica que se alcanzan los niveles pre-crisis en septiembre de 2010.

Se asume que los precios de los productos básicos se mantienen en sus niveles de diciembre de 2008 hasta que EE.UU. toca fondo en su actividad económica, y que se recuperan a los niveles previos a la crisis (diciembre de 2006) precisamente cuando el PIB de EE.UU. se recupera a su nivel pre-crisis. De ahí en adelante se incrementan a su ritmo histórico de crecimiento (1990–2006) de 2,9%. Los términos de intercambio de LAC-7 emulan el comportamiento de los precios de los productos básicos según correlaciones históricas.

Por último, se asume que el rendimiento de los bonos del Tesoro de EE.UU. se mantiene en los niveles actuales (levemente por encima de 3%) a todo lo largo del análisis, mientras que se asume que los diferenciales de riesgo EMBI alcanzan un pico en el primer semestre de 2009 a los niveles actuales (650 puntos básicos) y que van disminuyendo de manera ininterrumpida hasta llegar a 400 puntos básicos cuando el PIB de EE.UU. se recupera a su nivel pre-crisis. La elección del nuevo piso del EMBI representa la expectativa de que los diferenciales de riesgo se mantendrán a un nivel superior al del fin del período panglossiano —un nivel mínimo sin precedentes— pero más cerca de los niveles imperantes antes de que se desatara la crisis asiática/rusa de 1997/98.

**Escenario en forma de “L”.** El llamado escenario en forma de “L” presenta un entorno externo más complejo (véase el Gráfico 9). Sin embargo, como se verá claramente, no se trata de un escenario catastrófico ni de una diferencia radical con respecto al escenario en forma de “V”: el PIB de EE.UU. y la producción industrial del G-7 llegan a su punto más bajo al mismo tiempo que en el escenario en forma de “V”, la contracción de pico a valle del PIB de EE.UU. y la producción industrial del G-7 es idéntica en ambos

**GRÁFICO 9** Dos Escenarios Globales Alternativos



escenarios, pero en el escenario en forma de “L” el PIB estadounidense y la producción industrial del G-7 alcanzan sus niveles pre-crisis en diciembre de 2013. Como ya se había indicado, este escenario se corresponde más estrechamente con la evidencia sobre crisis financieras severas, lo que hace pensar que las mismas tienden a ser más profundas y a durar más que las recesiones comunes. En promedio, durante esos episodios el producto retorna a los niveles pre-crisis en alrededor de cuatro años<sup>17</sup>.

Igual que en la hipótesis del escenario en forma de “V”, se da por sentado que los precios de los productos básicos se mantienen en los niveles de diciembre de 2008 hasta que el G-7 cae al punto más bajo de su producción, pero esta vez la recuperación de los mismos a los niveles pre-crisis (diciembre de 2006) se produce cuando la producción industrial del G-7 toca sus niveles pre-crisis. En cuanto a los diferenciales de riesgo del EMBI, se asume que los mismos disminuyen más lentamente, llegando al piso de 400 puntos básicos en la misma fecha que la producción industrial del G-7 se recupera a sus niveles previos a la crisis.

#### **4.2 Dinámica de las variables macroeconómicas claves en los escenarios de recuperación en forma de “V” y en forma de “L”**

**Evolución del PIB.** Dados los supuestos externos de la sección anterior, la tarea siguiente es establecer la relación entre el desempeño externo y la actividad económica doméstica. Siguiendo a Izquierdo, Romero y Talvi (2008), se estimaron modelos de crecimiento para cada uno de los países del LAC-7 incorporando los efectos de la producción industrial del G-7, los términos de intercambio, el rendimiento de los bonos del Tesoro de EE.UU. y los diferenciales de riesgo del EMBI sobre la evolución del PIB<sup>18</sup>. El Gráfico 10 muestra un resumen de los resultados promedio de la región para los niveles de PIB y las tasas de crecimiento. Las simulaciones arrojan una reducción del PIB de 1,9% para LAC-7 en 2009, un crecimiento positivo de 1,1% en 2010 y de 3,9% en 2011. Esta dinámica implica que se toca fondo en septiembre de 2009, que se produce una contracción de pico a valle de aproximadamente 4%, y que la recuperación a los niveles previos a la crisis ocurre en marzo de 2011.

<sup>17</sup> Para consultar evidencia sobre las crisis financieras y los colapsos de producto véase, por ejemplo, Calvo, Izquierdo y Talvi (2006); Aiolfi, Catao y Timmermann (2006), y Reinhart y Rogoff (de próxima publicación).

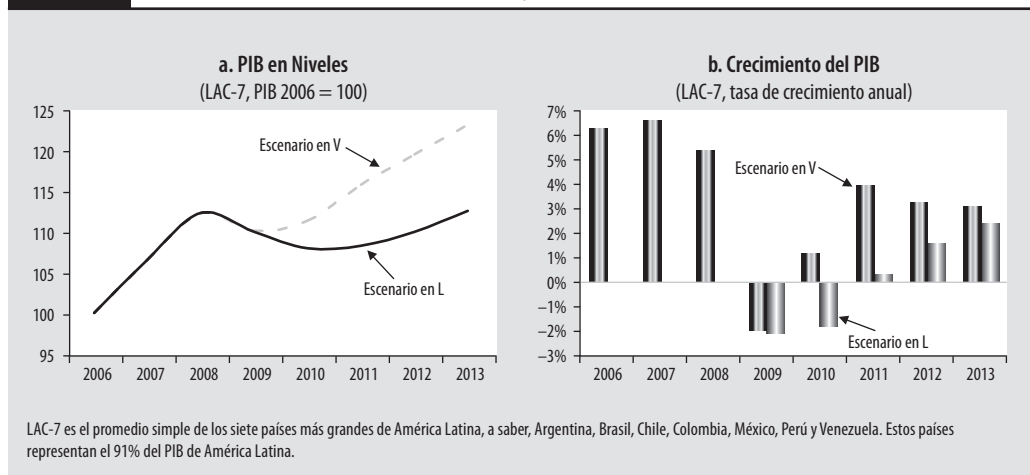
<sup>18</sup> Más específicamente, el PIB de cada país se ajusta a un vector de corrección de errores restringido que conecta el PIB doméstico con la mencionada lista de factores externos. Los modelos pueden variar levemente en términos de las variables externas empleadas en el cálculo (por ejemplo, el caso de México se ajusta mejor cuando se usa el PIB de EE.UU. en vez de la producción industrial del G-7). Para consultar una descripción detallada del tipo de cálculos en cuestión, véase Izquierdo, Romero y Talvi (2008).

La recesión en LAC-7 es mucho más severa y prolongada en el escenario en forma de “L”. La región enfrenta dos años de baja del PIB: 2,1% en 2009 y 1,8% en 2010, para registrar una recuperación muy débil de 0,3% en 2011. Esta dinámica implica que LAC-7 toca fondo en marzo de 2010, la contracción de pico a valle es de aproximadamente 5% y se produce una lenta recuperación a los niveles previos a la crisis en diciembre de 2013. Los factores que generan estos resultados son un crecimiento económico global más lento, una recuperación más leve de los términos de intercambio y persistentes y elevados diferenciales de riesgo del EMBI.

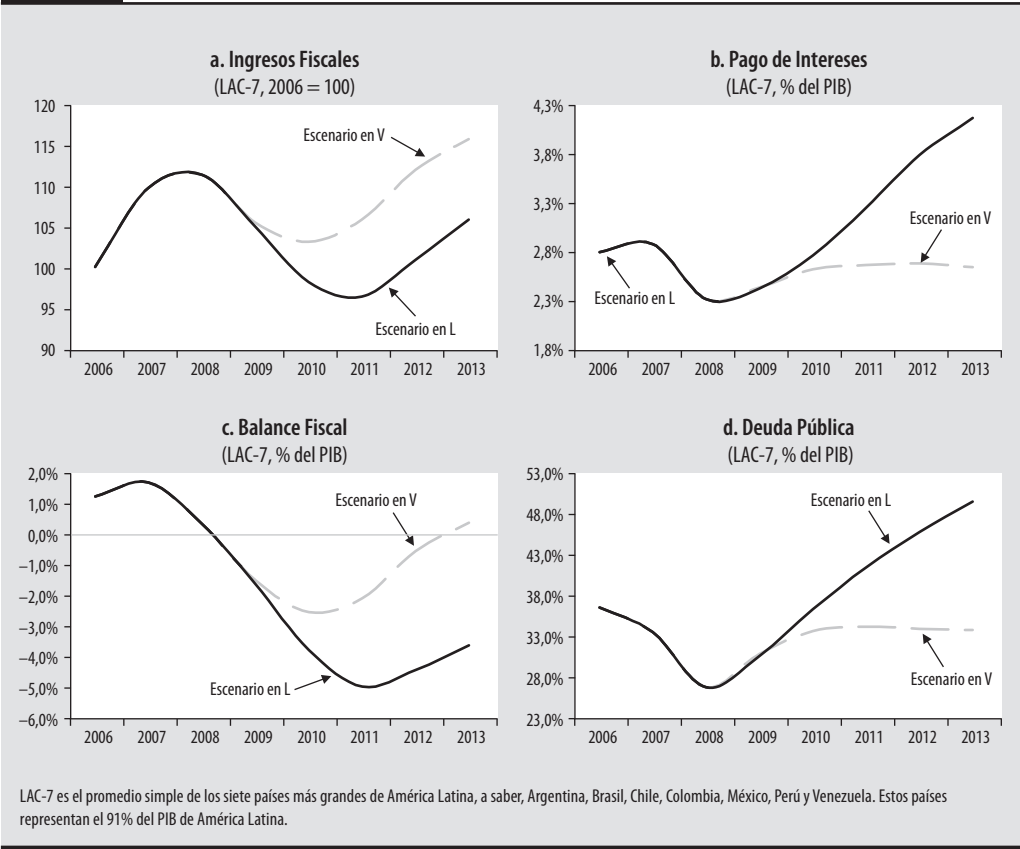
Las diferencias entre la recuperación del escenario en forma de “V” y el escenario en forma de “L” se pueden resumir de la siguiente manera: aunque en el escenario en forma de “V” el crecimiento de la producción regresa a su promedio histórico de 3% con relativa rapidez, el escenario en forma de “L” implica un persistente desempeño menor que el del promedio histórico en el horizonte analizado (véase el Gráfico 10, panel b). De todos modos, la evolución del producto durante los próximos cinco años será mediocre, en el mejor de los casos, y se ubicará muy por debajo de los niveles de crecimiento promedio de 6% del período panglossiano. Además, en el escenario en forma de “L” el crecimiento promedio será casi nulo durante los próximos cinco años, lo que indica que los daños secundarios de la crisis mundial se seguirán sintiendo durante años y que América Latina debe prepararse para lidiar con esta situación en el mediano plazo.

**Posición fiscal.** La posición fiscal de la región sufrirá por tres frentes distintos: una baja de los ingresos a medida que flaquea el PIB, precios relativamente bajos de los productos básicos y alza de los costos de financiamiento. Con las simulaciones sobre el PIB

**GRÁFICO 10 Actividad Económica en Latinoamérica Bajo Dos Escenarios Alternativos**



**GRÁFICO 11** Posición Fiscal en Latinoamérica Bajo Dos Escenarios Alternativos



doméstico y los precios de los productos básicos de que se dispone fue posible simular el desempeño de los ingresos públicos tomando en cuenta que estos dos factores son sus dos determinantes más importantes<sup>19</sup>. Las dos trayectorias que se corresponden con las hipótesis de los escenarios en forma de “V” y en forma de “L” se presentan en el Gráfico 11 (panel a). En el escenario en forma de “V” los ingresos fiscales caerían en promedio aproximadamente 5,2% en términos reales en 2009 y 2,2% más en 2010. En 2009 las diferencias con el escenario en forma de “L” no son notorias, con una baja de 5,7% de los ingresos, pero sí lo son y mucho para 2010, cuando los ingresos caen en 6,4%.

<sup>19</sup> En el caso de cada país los ingresos públicos se estimaron usando un vector de corrección de errores restringido que vincula los ingresos con el PIB doméstico y los precios de los productos básicos (o alternativamente, los términos de intercambio).

Para poder simular la dinámica del resultado fiscal es preciso hacer supuestos sobre el gasto primario y los pagos por concepto de intereses. En primer lugar, en cuanto al gasto primario, se asume un escenario pasivo en el que los mismos se mantienen constantes en términos reales a los niveles de 2008. Este supuesto podría no ser realista porque congelar el gasto es un planteamiento políticamente complejo, pero, una vez más, el objetivo no fue sesgar el análisis hacia la obtención de resultados excesivamente negativos por definición<sup>20</sup>. A pesar de que este escenario es pasivo en cuanto a que el gasto se mantiene constante, es un escenario contracíclico en el sentido de que inicialmente no se produce un ajuste del gasto, a pesar de que los ingresos disminuyen.

El elemento final que hay que tomar en cuenta antes de definir las medidas del déficit público es el tratamiento de los pagos por concepto de intereses. En aras de la simplicidad, se supone que las necesidades futuras de financiamiento se pactan a tasas de mercado, mientras que la deuda previamente adquirida y no vencida continua pagando la tasa promedio del período anterior (véase el Gráfico 11, panel b)<sup>21</sup>.

Con estos elementos en su lugar se puede construir dos medidas del balance del sector público correspondientes a los escenarios en forma de “V” y en forma de “L”. Los resultados se muestran en el Gráfico 11 (panel c). Lo primero que hay que señalar es que incluso en el escenario en forma de “V”, más moderado, con una política fiscal pasiva, el resultado fiscal se deteriora rápidamente hasta caer a  $-1,5\%$  del PIB en 2009 y a  $-2,6\%$  en 2010. El deterioro del resultado fiscal se hace más notorio en el escenario en forma de “L”, en el que cae a un piso de  $-5\%$  del PIB en 2011<sup>22</sup>. Estos resultados rápidamente dejan al descubierto la vulnerabilidad subyacente de las cuentas fiscales a condiciones globales adversas, en vista del comportamiento procíclico del gasto público durante el período panglossiano<sup>23</sup>. Quizá más revelador sea el sendero de la deuda pública. En el escenario en forma de “V”, con una política pasiva, la deuda del sector público aumenta de  $27\%$  del PIB en 2008 a  $34\%$  del PIB en 2012 y se estabiliza en ese nivel. Pero en el escenario en forma de “L” casi que se duplica a  $49\%$  del PIB (véase el Gráfico 11, panel d).

<sup>20</sup> En la Sección 6, cuando se tratan las opciones de políticas, se levanta el supuesto de que el gasto primario real se mantiene constante.

<sup>21</sup> La trayectoria de las tasas de mercado se construye basándose en la evolución de los rendimientos de los bonos del Tesoro de EE.UU. y los diferenciales de riesgo del EMBI. Por simplicidad, se asume que los diferenciales de riesgo del EMBI de cada país difieren del diferencial de riesgo del EMBI promedio (que forma parte del conjunto de variables externas) a lo largo del horizonte del análisis en la misma magnitud que la diferencia imperante antes de la crisis entre el diferencial de cada país y el diferencial promedio.

<sup>22</sup> Curiosamente, este último valor es aún mayor que las cifras del balance estructural obtenidas para 2007 en el informe del BID de 2008 titulado “No todo lo que brilla necesariamente es oro”.

<sup>23</sup> Véase BID (2008).

Para concluir, aunque la región parte de una situación fiscal sólida (con un superávit de 2% del PIB en 2007), la combinación de la baja de la actividad económica, el desplome de los precios de los productos básicos y el aumento de los costos financieros conduce a un deterioro gradual, persistente y potencialmente serio de la situación fiscal general en la región. Este deterioro se produce a pesar del supuesto de que los gastos primarios reales se mantienen constantes. El deterioro presupuestario acarrea una dinámica potencialmente exponencial de la deuda del sector público en el escenario en forma de “L”, que puede llegar a socavar la credibilidad en la sostenibilidad de la política fiscal.

Es con este telón de fondo de un escenario fiscal potencialmente frágil evolucionando en el tiempo que se deben evaluar las propuestas de políticas fiscales contracíclicas activas. De hecho, la deuda estructural del sector público de LAC-7 hasta finales de 2007 fue de alrededor de 50% del PIB y el saldo presupuestario estructural fue de -3,7% del PIB, lo que hace pensar que los problemas de sostenibilidad fiscal pueden llegar a disminuir la capacidad de poner en práctica políticas contracíclicas<sup>24</sup>. Se trata, claro está, de una afirmación para el promedio y hay que recordar que existe suficiente heterogeneidad entre los países de la región tal que, si bien algunos podrían llegar a verse excesivamente limitados, otros, como Chile, que ahorraron buena parte de la bonanza recaudatoria en vez de gastársela durante el período panglossiano, pueden de hecho tener suficiente espacio de maniobra para poner en práctica políticas contracíclicas sin suscitar inquietudes sobre su sostenibilidad.

**El sector bancario.** El sector bancario de LAC-7 entra a esta coyuntura con una posición relativamente sólida. En 2007, los créditos en mora (“NPLs”, por sus siglas en inglés) fueron relativamente pocos (menos de 3% del total de créditos) y las provisiones por créditos incobrables (“LLPs”) sobrepasaron con creces los créditos en mora en una proporción de 2,4 a 1<sup>25</sup>. Sin embargo, se anticipa que los NPLs aumenten a medida que la región vaya cayendo en recesión. Para poder cuantificar el posible deterioro de los niveles de mora en los pagos se efectuaron estimaciones empíricas que vinculan los NPLs con el desempeño del PIB<sup>26</sup>. Al introducir las simulaciones de desempeño del PIB en estas estimaciones es posible hacerse una idea del deterioro potencial de la cartera de préstamos. Estos resultados se presentan en el Gráfico 12 (panel a). Se

---

<sup>24</sup> Véase la metodología usada en el cálculo de los niveles estructurales de deuda del sector público y los déficits fiscales en IADB (2008) y en Ortiz, Ottonello, Sturzenegger y Talvi (2007).

<sup>25</sup> En este análisis se usan datos de Bankscope que cubren más de 260 bancos que representan en promedio el 54% de los préstamos de LAC-7.

<sup>26</sup> Se realizaron estimaciones de panel dinámico en las que se regresó la relación de NPLs sobre el total de préstamos contra rezagos de esta variable y del componente cíclico del PIB utilizando un panel de bancos de todos los países de LAC-7, incluyendo efectos fijos por tiempo y a nivel de bancos.

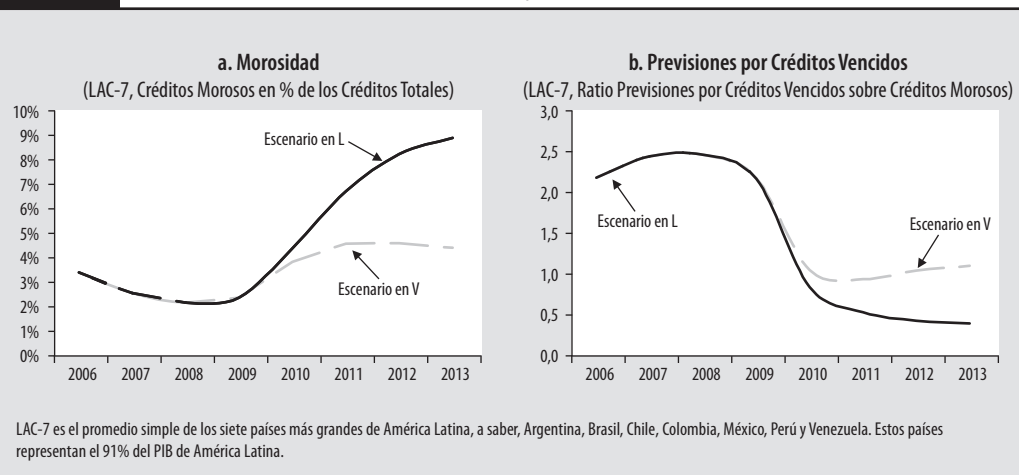


muestra que la participación de los NPLs en el total de préstamos podría aumentar considerablemente en los años venideros en el escenario en forma de “L” y que podría llegar a alcanzar 8,8% del total de préstamos en 2013, aunque en el escenario en forma de “V” su deterioro sería menos pronunciado.

Más importante aún es una comparación de la diferencia entre los NPLs y las LLPs como proporción del capital bancario. Resulta especialmente útil evaluar esta relación cuando el monto de NPLs sobrepasa al de las LLPs y comienza a erosionar el capital bancario. El Gráfico 12 (panel b) muestra la cronología de este indicador según los escenarios en forma de “V” y en forma de “L”, bajo el supuesto de que los préstamos bancarios y las LLPs se mantienen constantes en sus niveles de 2007. Según estas simulaciones, en el escenario en forma de “V” los NPLs podrían ser suficientemente cuantiosos como para sobrepasar el monto de las LLPs en 2011, y la diferencia entre los NPLs y las LLPs como parte del capital bancario se ubicaría en un nivel de 6%. Sin embargo, en el escenario en forma de “L” esta diferencia podría convertirse en una parte considerable del capital bancario, que podría alcanzar a 32%.

Para concluir, aunque las condiciones iniciales del sector bancario de LAC-7 son sólidas, la disminución de la actividad económica en el escenario en forma de “L” podría conducir a un deterioro gradual y relativamente considerable de las carteras de préstamos de los bancos que podría desembocar en pérdidas de capital igualmente cuantiosas. Aunque las pérdidas de capital se mantienen en niveles manejables en ambos escenarios, si no se toman medidas rápidas y decisivas para recapitalizar la banca de manera oportuna, los depositantes podrían comenzar a inquietarse ante la idea de mantener su capital en bancos subcapitalizados, lo que en algún punto haría aumentar la probabilidad de que se produzcan retiros de depósitos.

**GRÁFICO 12** Indicadores Bancarios en Latinoamérica Bajo Dos Escenarios Alternativos



Una vez más, es precisamente con el telón de fondo de un potencial debilitamiento a lo largo del tiempo de la situación bancaria que hay que evaluar las propuestas de políticas fiscales contracíclicas activas, dado que el sector público podría verse obligado a rescatar al sistema financiero. De hecho, no se tomaron en cuenta *ningún tipo de pasivos contingentes en* las simulaciones de la dinámica de los déficits fiscales y la deuda del sector público.



## La relevancia de la precarización de los mercados de crédito y la posición de liquidez

Una vez determinados los desafíos que se desprenden de los escenarios mundiales en forma de “V” y en forma de “L” tanto para los fiscos como para los sistemas bancarios de la región, es el momento de incorporar al análisis el tema de la liquidez.

En la Sección 3 se mostró claramente que actualmente el acceso a los mercados se encuentra prácticamente cerrado para la mayoría de las empresas de LAC y que el mismo se ha hecho mucho más precario para los gobiernos, lo que significa que aunque éstos no tengan cerrado el acceso, las nuevas emisiones deben colocarse a costos mayores y vencimientos mucho más breves. En este contexto de condiciones crediticias extremadamente restrictivas, la evolución de la posición de liquidez de un país en el tiempo se convierte en una preocupación primordial, ya que incide en la probabilidad de que se produzca una crisis de liquidez.

En esta sección se presentará en primer lugar un marco simple para analizar la posición de liquidez de un país, definiendo un conjunto reducido de indicadores de liquidez internacional (“ILRs”, por sus siglas en inglés), los factores que determinan la dinámica de los ILRs y sus implicancias para la evaluación de riesgo y de las políticas. A continuación, se calcula el desempeño de los ILRs en el contexto de los escenarios macroeconómicos descritos en la sección anterior.

***Un marco analítico simple para evaluar la posición de liquidez.*** Con el fin de fijar ideas, en este informe se analiza la liquidez en el contexto de la conocida regla de Guidotti-Greenspan (“GG”) —según la cual los países deberían mantener suficientes reservas internacionales como para cubrir las obligaciones de corto plazo (de menos de un año) que vayan venciendo<sup>27</sup>. Esta regla, que cambia el énfasis de los motivos de cautela que justifican la tenencia de reservas por razones reales— como ilustran las medidas tradicionales del coeficiente de reservas a importaciones —a razones financieras,

---

<sup>27</sup> Véase Greenspan (1999).

ganó aceptación en círculos de política económica tras las crisis del Sudeste Asiático y de Rusia y actualmente se sigue con atención como medida del grado de vulnerabilidad financiera<sup>28</sup>. El trabajo empírico de Rodrik y Velasco (1999) sugiere que el cociente de reservas a deuda de corto plazo es un predictor robusto de las crisis financieras, y que una mayor exposición al riesgo de corto plazo se vincula con crisis más serias cuando se revierte el sentido de los movimientos de capitales. Este punto de vista, junto con el hecho de que los frenazos súbitos pueden resultar sumamente costosos en términos de pérdida de producto, ha llevado a muchos investigadores a ocuparse de la determinación de un nivel óptimo de reservas, una cuestión que hasta hace poco se venía discutiendo profusamente, especialmente en vista de las políticas de ingente acumulación de reservas puestas en práctica por varios mercados emergentes<sup>29,30</sup>.

A lo largo de este informe se emplearán indicadores de reservas a deuda de corto plazo similares a la regla GG, a modo de “termómetro de liquidez”, que recojan los efectos combinados de las condiciones globales, la precarización financiera, las respuestas de políticas de los países y de los organismos multilaterales sobre la probabilidad de que se produzca una crisis de liquidez. En este informe se usan dos medidas de los indicadores internacionales de liquidez (“ILRs”, por sus siglas en inglés). La primera es una versión modificada de la regla GG (ILR<sub>1</sub>) que incluye bajo el rótulo de obligaciones de deuda de corto plazo a la totalidad de la deuda del sector público que vence, tanto interna como externa, dentro de un año, y las existencias de instrumentos de esterilización de los bancos centrales<sup>31</sup>.

Alternativamente, este indicador de liquidez internacional también se podría haber definido, como han sugerido numerosos autores, usando un concepto de reservas netas en el numerador, restando los instrumentos de esterilización de los bancos centrales. De hecho, este no es un tema menor. Esos instrumentos se usaron profusamente para comprar reservas durante el período panglossiano y actualmente representan una parte considerable de las reservas internacionales. Aunque el total de reservas de LAC-7 alcanzó aproximadamente US\$470.000 millones a finales de 2008, un concepto de reservas netas que excluya los instrumentos de esterilización hace disminuir esa cifra

<sup>28</sup> Véase, por ejemplo, Becker, Jeanne, Mauro, Ostry y Ranciere (2007).

<sup>29</sup> Véase evidencia sobre los costos de las paradas súbitas en términos de producto, por ejemplo, en Calvo, Izquierdo y Talvi (2006).

<sup>30</sup> Véase un marco analítico sobre políticas de reservas óptimas, por ejemplo, en Jeanne y Ranciere (2006).

<sup>31</sup> La regla Guidotti-Greenspan original hace énfasis en la cobertura de todas las obligaciones de deuda en divisas que se vencen en menos de un año. Las obligaciones en moneda del país también se incluyen en los coeficientes de liquidez analizados aquí, bajo el supuesto de que los países mantendrán sus compromisos actuales con políticas de metas inflacionarias implícitas o explícitas, evitando así el financiamiento de obligaciones internas mediante una expansión monetaria que pudiera provocar rápidamente presiones inflacionarias y hasta una posible corrida contra las reservas.

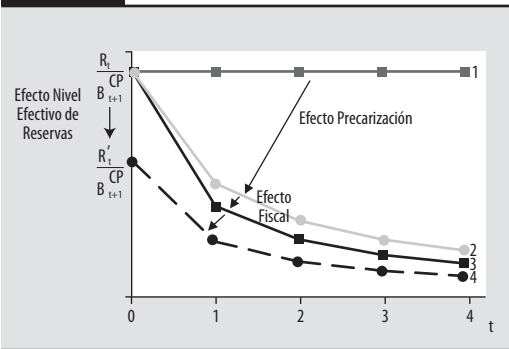
aproximadamente a US\$270.000 millones. Esta cifra podría representar de manera más precisa la disponibilidad de liquidez internacional para otros usos. Sin embargo, usar este concepto neto equivale a darle una mayor prioridad a los instrumentos de esterilización que a otros reclamos financieros. Por esta razón, los instrumentos de esterilización se incluyeron en el denominador del indicador de liquidez y se tratan en igualdad de términos que otras obligaciones financieras del sector público.

El segundo indicador de liquidez internacional es más amplio que el primero pues incluye pasivos externos de corto plazo del sector empresarial ( $ILR_2$ ). En vista de la pérdida de acceso de las empresas a los mercados crediticios internacionales mencionada en la Sección 3 y las iniciativas de los bancos centrales de apoyo a las empresas con sus propias reservas internacionales, se usará este indicador alternativo de liquidez para analizar cómo la cobertura de las necesidades de liquidez de este otro actor clave de la economía incide en la probabilidad de que se produzca una crisis de liquidez.

**Factores determinantes dinámicos de los ILRs.** Hay cuatro factores claves que determinan la dinámica de los ILRs: (1) los niveles iniciales de deuda del sector público, (2) el nivel “efectivo” de reservas, (3) el perfil temporal de amortización de la deuda y (4) la dinámica de los déficit fiscales y la deuda pública.

El acceso a los mercados en un contexto de precarización financiera puede incidir rápidamente en los ILRs al modificar el perfil de amortización de la deuda. Considérese, por ejemplo, el efecto del perfil de amortización de la deuda en una situación en la que el acceso a los mercados repentinamente se ve limitado a la emisión de deuda de corto plazo durante un período suficientemente largo. En tales condiciones, el total de obligaciones que vencen cada año podría irse acumulando fácilmente, dado que toda obligación que venciera hoy se sumaría completamente a las obligaciones de corto plazo del año siguiente, incidiendo de esa manera en los ILRs—mayor será ese efecto mientras mayor sea la concentración de pagos del perfil de amortización al inicio del período. El Gráfico 13 muestra dos casos opuestos; uno en que se puede refinanciar una deuda con vencimientos constantes en los mismos términos en que se contrató inicialmente, y otro en que la deuda que vence sólo se puede refinanciar a corto plazo. En el primer caso, los ILRs se mantienen constantes (línea 1), mientras que ante una precarización financiera van cayendo continuamente en los períodos subsiguientes (línea 2). Este fenómeno se

**GRÁFICO 13** Dinámica del Indicador de Liquidez Internacional (ILR): *Un Marco Analítico*



define como “efecto de precarización financiera” sobre los ILRs. Un caso diametralmente opuesto sería el de un frenazo súbito; una situación en la que la falta absoluta de acceso a los mercados de capitales implica que sólo se pueden usar las reservas para financiar las obligaciones que venzan, lo que provoca un deterioro acelerado de los ILRs.

La dinámica de los ILRs también se ve afectada por la dinámica de los déficit fiscales. Todo déficit que se financie más allá de las amortizaciones que vencen hace aumentar la necesidad de endeudamiento y por lo tanto deteriora aún más los ILRs, por encima de los efectos puros de precarización financiera. Este fenómeno se conoce como “efecto del déficit fiscal” sobre los ILRs (véase el Gráfico 13, línea 3).

Otro factor que hay que tomar en cuenta es el nivel “efectivo” de las reservas disponibles para la provisión de liquidez que constituye el numerador de los ILRs. Los países con “miedo a flotar”, quizá debido a la presencia de dolarización de pasivos, podrían emprender políticas de intervención cambiaria que podrían hacer bajar los niveles iniciales de reservas. Alternativamente, los gobiernos podrían estar sujetos a reclamos contingentes sobre las reservas internacionales, como podría ser el caso de políticas de provisión de liquidez en apoyo a empresas o a bancos, lo que también haría disminuir los niveles iniciales de reservas<sup>32</sup>. Otro elemento que también hay que tener en cuenta es que los mercados podrían tener reparos sobre la voluntad de un país a usar reservas para cumplir con los pagos de deuda. Bajo la percepción de una voluntad no absoluta a pagar, esto equivaldría a una caída de las reservas “efectivas”. En términos del marco analítico antes descrito, cualquiera de estas políticas o percepciones de mercado, o ambas cosas, equivaldrían a un desmejoramiento del perfil de los ILRs, como se muestra en la línea 4 del Gráfico 13. En este punto hay que subrayar que los niveles observados de reservas internacionales son por lo tanto un límite superior, ya que las reservas “efectivas” podrían ser menores que lo que indican las cifras reales<sup>33</sup>.

Cada punto en que cae la línea de la liquidez conlleva una probabilidad mayor de que se produzca una crisis de liquidez, es decir, que se produzca una corrida contra los pasivos de corto plazo. Una manera sencilla de racionalizar este peligro es considerar la existencia de un umbral de liquidez más allá del cual el país podría entrar en una situación de frenazo súbito, es decir, una pérdida total de acceso a los mercados crediticios.

La utilidad de este enfoque reside en la simplicidad del marco analítico, el cual tiene implicaciones muy claras: en primer lugar, la probabilidad de que se produzca una crisis de liquidez según lo determinen los ILRs dependerá de la interacción entre los factores externos (es decir, la duración de la crisis global) y los factores idiosincrásicos

---

<sup>32</sup> Por simplicidad, se asume que estas políticas reducen las existencias iniciales de reservas, aunque las sustracciones parciales de cada período también se podrían incorporar al perfil de liquidez.

<sup>33</sup> En este punto, el informe se abstrae de tratar la posibilidad de mejorar la situación de reservas mediante líneas de crédito provistas por organismos multilaterales u otros agentes internacionales. Este tema se tratará en la Sección 6.

(tales como las condiciones iniciales y las respuestas de políticas). Por ejemplo, la precarización financiera tendrá implicaciones distintas para países fuertemente endeudados, con un programa de amortización de deuda con pagos concentrados al inicio del período y que partan de una posición presupuestaria débil que para países con mejores condiciones iniciales. Además, los bajos niveles de reservas también pueden representar una amenaza peligrosa en un contexto de precarización financiera. Las políticas también pueden tener un efecto fuerte en la postergación o adelanto del momento del “juicio final” A este respecto y como se tratará en la Sección 6, las políticas de tipo expansionista que en apariencia son útiles, podrían tener consecuencias perjudiciales no anticipadas sobre los ILRs, lo que haría aumentar la probabilidad de que se produzca una crisis de liquidez.

En segundo lugar, no todos los países llegarían a entrar en crisis durante el período pertinente de la crisis global y, para aquellos propensos a verse afectados, el momento de la crisis podría ser distinto, es decir, que las crisis de liquidez, si se producen, serán más bien secuenciales que simultáneas. En otras palabras, la heterogeneidad será un elemento clave para explicar los resultados de cada país.

En tercer lugar, ante una precarización financiera, los problemas de liquidez van evolucionando gradualmente y podrían no hacerse evidentes sino hasta que sea demasiado tarde. El hecho de que la probabilidad de crisis de liquidez parezca baja en la actualidad —cuando los ILRs lucen bien y los gobiernos cuentan con acceso a los mercados crediticios— no necesariamente significa que un país sea lo suficientemente fuerte como para resistir una precarización financiera a lo largo del tiempo sin entrar en terreno peligroso. Un rasgo característico de la precarización financiera —en contraste con la furia de un frenazo súbito— es que la liquidez se va deteriorando de manera persistente a medida que pasa el tiempo y, por lo tanto, que el momento de enfrentar el “juicio final” podría ir llegando gradualmente, y no de forma repentina.

***Indicadores de liquidez ante escenarios globales alternativos.*** A la luz de este sencillo marco analítico es el momento de juzgar las implicancias de liquidez de cada uno de los escenarios globales analizados en la Sección 4. A tal fin, primero es necesario hacer algunos supuestos sobre el nivel de precarización en términos de acceso a los mercados crediticios, tal como se hizo en la Sección 4 con los factores externos.

Idealmente se debería estimar formalmente cómo varía la estructura de madurez de las emisiones de deuda del sector público ante cambios en las condiciones financieras internacionales. A falta de esa información para un período suficientemente largo que permita el cálculo de una relación empírica, es necesario tomar un atajo. Una opción es sencillamente analizar de qué manera las reservas como proporción de las obligaciones de deuda de corto plazo varía según las condiciones financieras internacionales. Dados los supuestos anteriores sobre el desempeño del EMBI, cálculos sencillos vinculando

los indicadores de liquidez con este último determinan implícitamente un perfil de emisión de deuda de corto plazo<sup>34</sup>. Bajo el supuesto de que las reservas internacionales se mantienen constantes, las obligaciones de deuda de corto plazo se determinan en base a los indicadores de liquidez simulados.

Otra opción, en línea con los supuestos hechos sobre la dinámica del EMBI, es suponer que la proporción de emisiones de corto plazo (de menos de un año) sobre el total de emisiones alcanza un punto máximo en 2009 a los niveles de finales de 2008 (63%), y que luego va disminuyendo gradualmente a medida que las condiciones financieras van regresando a niveles normales, es decir, en septiembre de 2010 en el escenario en forma de “V” y en diciembre de 2013 en el escenario en forma de “L”. En ambos escenarios se asume que la convergencia hacia niveles normales de emisión sigue una trayectoria lineal, partiendo de los niveles de finales de 2008 hacia los niveles normales (29%). Este último es el nivel más bajo de emisiones de corto plazo como proporción del total de emisiones imperante antes del inicio de la crisis de los préstamos hipotecarios de alto riesgo, y se usa como indicador del acceso a los mercados crediticios en condiciones normales. Ambas metodologías arrojan una dinámica similar para los ILRs y, por razones de simplicidad en la exposición, los indicadores de liquidez se muestran usando sólo la segunda medida de precarización financiera.

Al poner juntas las necesidades de financiamiento del sector público de cada período con el perfil de emisión de corto plazo definido anteriormente, se pueden determinar los ILRs a lo largo del tiempo. Se elaboran dos casos de referencia, uno sin precarización financiera y otro en condiciones de frenazo súbito. En el caso de referencia sin precarización financiera, la deuda nueva se emite con la misma estructura de madurez que el stock de deuda del período anterior<sup>35</sup>. En esas condiciones, el indicador medio de liquidez de LAC-7 ( $ILR_1$ ) oscilaría en torno a los niveles iniciales de 171% de finales de 2008 (véase el Gráfico 14, panel a)<sup>36</sup>. Esta trayectoria indica claramente que una política fiscal pasiva, en el contexto de una crisis relativamente moderada en EE.UU. combinada con condiciones de acceso a los mercados que no varían el perfil de madurez de la deuda del sector público, no representa un peligro para la región en su conjunto.

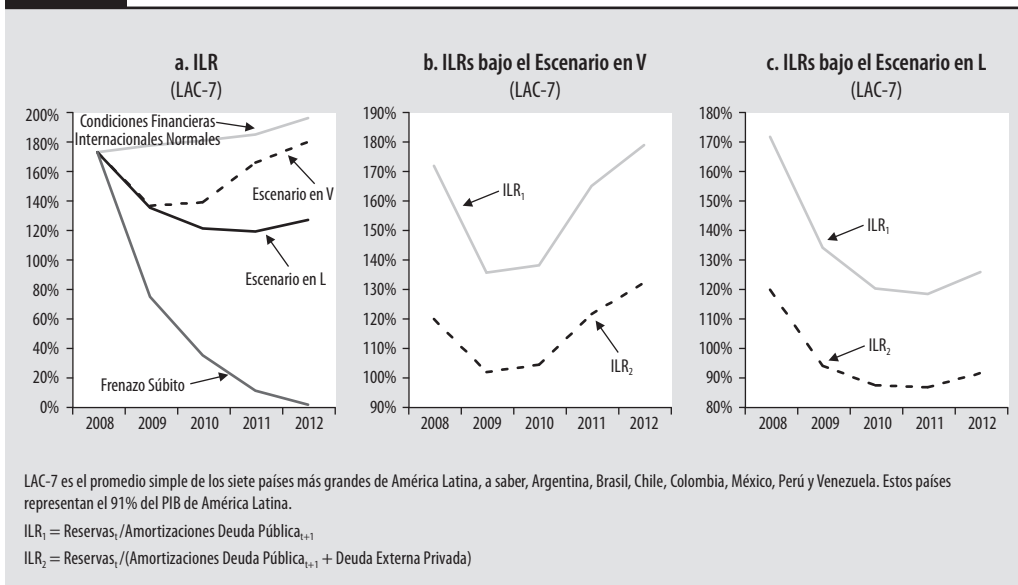
---

<sup>34</sup> Más precisamente, los indicadores de liquidez de reservas como proporción de las obligaciones de corto plazo se regresaron contra un índice de precios de bonos EMBI en una estimación de panel para los países de LAC-7. Para el período de la simulación, las trayectorias de los rendimientos EMBI definidos en los escenarios globales se convirtieron a su equivalente en términos de precios de los bonos, lo que se usó a su vez para determinar los indicadores de liquidez.

<sup>35</sup> Con el fin de facilitar la comparación, se le imputan a este escenario de referencia los déficit fiscales que se producen en el escenario en forma de “V” tras seguir la política fiscal pasiva.

<sup>36</sup> Es decir, que las reservas internacionales fueron 1.71 veces las obligaciones del sector público que vencían a fines de 2008.



**GRÁFICO 14** Indicadores de Liquidez Internacional (ILR) en América Latina Bajo Dos Escenarios Alternativos

Por el contrario, en el caso de referencia (extremo) de un frenazo súbito (es decir, de una pérdida total de acceso a los mercados crediticios),  $ILR_1$  cae considerablemente y acaba por agotar las reservas internacionales (véase el Gráfico 14, panel a).

Una vez que se introduce la precarización financiera, la dinámica de los indicadores de liquidez se ubica entre estos dos casos de referencia<sup>37</sup>. Según la hipótesis del escenario en forma de “V”,  $ILR_1$  cae hasta aproximadamente 135% en 2012 (véase el Gráfico 14, panel a). La diferencia entre este escenario y el escenario sin precarización resalta el papel que cumplen las condiciones de acceso a los mercados. Como se mostró anteriormente, si se pudiera renovar la deuda con el perfil de madurez previo a la crisis, entonces no se produciría deterioro alguno de los indicadores de liquidez.

Un cambio al escenario en forma de “L” hace disminuir aún más los indicadores de liquidez.  $ILR_1$  llega a un nivel mínimo de 118% en 2011. Pero en este escenario la liquidez no comienza a recuperarse sino hasta 2012 (véase el Gráfico 14, panel a) y persiste a niveles más bajos y más riesgosos.

Hasta ahora sólo se han analizado los indicadores de liquidez correspondientes al sector público. Sin embargo, hay motivos para pensar que puede ser necesario incorporar a la ecuación las necesidades de financiamiento del sector privado. En vista de la

<sup>37</sup> En una situación de precarización financiera, los indicadores de liquidez internacional se deterioran en menor medida que en el caso de un frenazo súbito cuando quiera que la razón de reservas internacionales a amortizaciones de deuda de corto plazo sea menor que 2.

dinámica descrita en la Sección 3 que indica un parate en la emisión, el sector privado se encuentra actualmente más cerca del modo de frenazo súbito, y según las proyecciones de mercado sobre sus costos de financiamiento, es probable que los diferenciales se mantengan alrededor de los 900 puntos básicos por el resto de este año. Así, no es imposible que el sector público termine por usar la liquidez internacional para cubrir los vencimientos del sector privado. De hecho, algunos países ya han comenzado a aplicar este tipo de política.

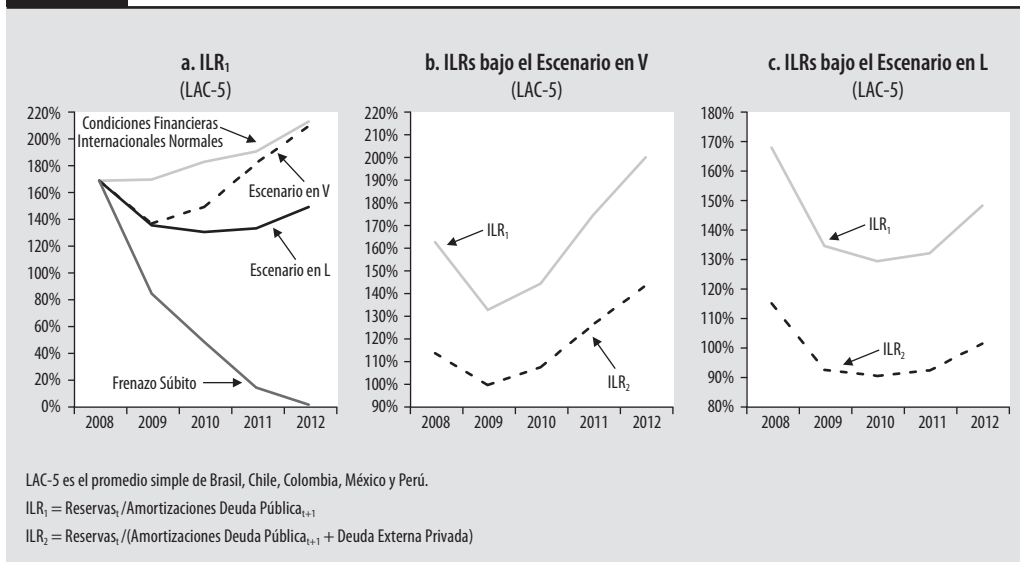
En aras de la simplicidad, se asume que en el escenario en forma de “V” sólo se cubren las obligaciones del sector privado que vencen en 2009. Pero en el escenario en forma de “L” se financian tanto las obligaciones de 2009 como las de 2010 con reservas internacionales. Los indicadores de liquidez cambian considerablemente cuando se introducen las obligaciones financieras externas de las firmas en el cálculo de los ILRs. En el escenario en forma de “V” el indicador de liquidez cae a niveles más riesgosos en 2009, pero aún así se recupera rápidamente en 2010 y de ahí en adelante (véase  $ILR_2$ , en el Gráfico 14, panel b). En el escenario en forma de “L”, cae por debajo del nivel de 100% y básicamente no se recupera, permaneciendo en una zona potencialmente peligrosa en la que las reservas quedan sistemáticamente por debajo de las obligaciones que vencen (véase  $ILR_2$ , en el Gráfico 14, panel c)<sup>38</sup>.

Una implicación general que surge de estos escenarios es que, a falta de políticas, en algunos casos los indicadores de liquidez podrían alcanzar puntos peligrosos que podrían conducir a una crisis. Éste es particularmente el caso si llegara a materializarse el escenario en forma de “L”. Una vez más hay que hacer énfasis en que el escenario en forma de “L” no implica una catástrofe —sino simplemente una recuperación más lenta en EE.UU. relativa a las proyecciones del mercado— y no asume una recesión más profunda que la anticipada por el mercado.

Conviene subrayar una vez más que el análisis de la dinámica de las condiciones de liquidez para la economía promedio de LAC-7 en modo alguno implica que haya algún país en particular que sea propenso a cruzar un umbral de crisis. Además, aquellos países que pudieran acabar por llegar a ese umbral no necesariamente lo harán al mismo tiempo. Esto indica claramente que las trayectorias que sigan dependerán de las condiciones globales de los mercados, las condiciones iniciales y las respuestas de cada país. Dicho esto, es importante resaltar que los ejercicios de liquidez mostrados anteriormente no varían significativamente cuando se consideran únicamente países

---

<sup>38</sup> La situación se deterioraría aún más si se efectuaran retiros de depósitos que hicieran necesaria la provisión de liquidez del banco central a los bancos. Esta contingencia puede ser especialmente pertinente en el escenario en forma de “L”, en el que los créditos en mora se deterioran significativamente y las pérdidas de capital de los bancos pueden ser considerables. Esto pone de manifiesto la necesidad de evitar un escenario de ese tipo tomando medidas decisivas oportunamente.

**GRÁFICO 15** Indicadores de Liquidez Internacional (ILR) Bajo Dos Escenarios Alternativos para Países Latinoamericanos con Metas de Inflación

con diferenciales de riesgo menores y regímenes de metas de inflación, como se muestra en el Gráfico 15<sup>39</sup>. Esto apunta al hecho de que aunque la heterogeneidad es un elemento clave que hay que tomar en cuenta, las cuestiones de liquidez siguen siendo una dimensión importante que hay que incorporar en el análisis en el caso de muchos países de LAC-7<sup>40</sup>.

En síntesis, habiendo analizado la evolución probable de los fundamentos macroeconómicos claves —fiscales, financieros y de liquidez— bajo distintos escenarios globales, sería justo decir que la visión predominante parece estar básicamente en lo cierto únicamente bajo el supuesto de que la recesión en EE.UU. toca fondo durante el primer semestre de 2009 y que de ahí en adelante la economía de ese país inicia una recuperación relativamente fuerte, la llamada recuperación en forma de “V”, tal como anticipan actualmente tanto el gobierno estadounidense como los mercados. A su vez, una recuperación en forma de “V” en EE.UU. haría mejorar las perspectivas del crecimiento de los países industrializados, los precios de los productos básicos y las condiciones financieras internacionales, factores externos claves que gobiernan las fluctuaciones económicas de LAC-7. En un escenario así, América Latina y el Caribe

<sup>39</sup> Estos países incluyen a Brasil, Chile, Colombia, México y Perú.

<sup>40</sup> Sin embargo, como ya se indicó anteriormente, no sólo importan los indicadores de liquidez sino también la liquidez “efectiva”. Esto puede explicar por qué los diferenciales de riesgo del EMBI son tan altos en algunos países con altos indicadores de liquidez observados.

superará la coyuntura relativamente ilesa. Sin embargo, en un escenario moderadamente menos favorable pero que no implica una catástrofe en EE.UU., con una recuperación más prolongada en forma de “L” —consistente con la evidencia sobre las secuelas que dejan las crisis financieras— se produce un deterioro gradual, persistente y considerable de los fundamentos de la región.

Dicho de otro modo, el reto es anticipar los problemas que se avecinen desde temprano, para poder tomar medidas oportunas y concebir un conjunto de políticas que permitan evitar que los países entren en un terreno financieramente frágil, que pudiera dejarlos expuestos a crisis de liquidez y a un colapso económico de gran magnitud. La siguiente sección se concentra en los dilemas de política que deben sopesar los países de la región y en algunas propuestas de políticas concretas en un marco en que las consideraciones de liquidez juegan un papel clave.



## **Dilemas de política en tiempos sin precedentes: El enfoque de la liquidez**

El análisis de la dinámica macroeconómica que surge de escenarios alternativos sobre la economía global fue relevante para evaluar los órdenes de magnitud de sus efectos sobre los déficit fiscales y la deuda del sector público, los indicadores bancarios y un conjunto de ILRs claves. El paso siguiente es evaluar las políticas. El análisis que se presenta en esta sección se lleva a cabo en dos etapas. En primer lugar se ilustran a nivel conceptual los dilemas de política relevantes que surgen cuando las consideraciones de liquidez desempeñan un papel central. En segundo lugar se elaboran ciertos principios basados en aquellos dilemas de forma de guiar la agenda de políticas tanto de los países como de los organismos multilaterales. Por último, se presenta una estimación aproximada del costo financiero de las intervenciones de política que se sugieren.

### **6.1 Dilemas de política**

Como ya se planteó en la sección anterior, en un contexto en el que las empresas quedan casi excluidas de los mercados crediticios y los gobiernos sólo pueden acceder a esos mercados en condiciones precarias, la evolución en el tiempo de la posición de liquidez internacional de un país pasa a ser una cuestión clave, ya que incide en la probabilidad de que se produzca una crisis de liquidez. Por ese motivo, la situación de liquidez de un país también se convierte en un elemento medular del análisis al evaluar políticas alternativas. Los países inevitablemente tendrán ante sí disyuntivas entre los posibles beneficios de aplicar políticas macroeconómicas expansivas, por un lado, y sus costos en términos de sus efectos sobre las posiciones de liquidez, por el otro —y con ello, sobre la probabilidad de que se produzca una crisis de liquidez.

Por lo tanto, no es conveniente ponderar los beneficios de políticas alternativas contra sus costos basándose únicamente en consideraciones intertemporales, sino que también se los debe ponderar en base a sus efectos inmediatos sobre la posición de liquidez. Más aún, el mayor riesgo en términos de liquidez que emana del deterioro de

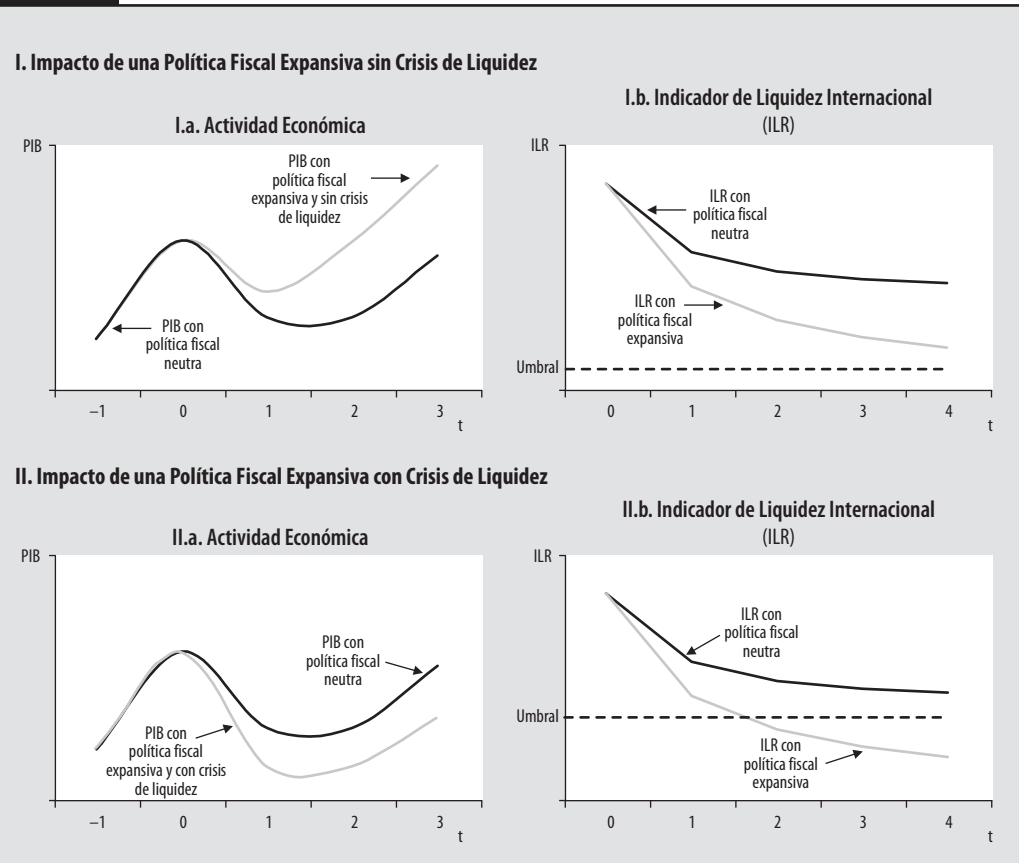
los ILRs podría llegar a eliminar los efectos expansivos de las políticas. A medida que aumentan las percepciones de riesgo de liquidez y la probabilidad de que se produzca una crisis de liquidez, se podría provocar una caída de la inversión y el consumo privados que bien podría anular los efectos expansivos de las políticas.

**Política fiscal.** Unos pocos países de la región pueden ser lo suficientemente fuertes tanto desde el punto de vista de la sostenibilidad fiscal como del de la liquidez internacional como para poner en práctica políticas fiscales expansivas sin arriesgarse a una pérdida de credibilidad. Sin embargo, aún aquellos países con políticas fiscales sostenibles podrían llegar a tener que resolver un dilema importante entre políticas expansivas y consideraciones de liquidez.

Para afianzar estas ideas, considérese el efecto potencial de dos políticas fiscales distintas en un país sin problemas de sostenibilidad fiscal: una neutra con respecto al ciclo económico (es decir, sin cambios en el gasto público ni en las tasas tributarias en respuesta a las presiones recesivas) y la otra contracíclica (es decir, un aumento del gasto público o una reducción de las tasas tributarias, o ambas cosas). Dado que en principio una política fiscal activa implicará un deterioro mayor del déficit fiscal, a falta de financiamiento multilateral (un tema que se trata en la siguiente sección), este déficit tendrá que ser financiado en el mercado de crédito en condiciones precarias, es decir, a corto plazo y a tasas de interés más altas. Por lo tanto, una política fiscal contracíclica implicará un deterioro mayor de los ILRs en comparación con una posición de política fiscal neutra.

El Gráfico 16 presenta un esquema con la disyuntiva entre ambas políticas en términos de los efectos sobre el producto versus los efectos sobre los ILRs. El panel I muestra el caso en que la política fiscal expansiva no provoca una crisis de liquidez. En este caso, los ILRs no llegan al umbral de una crisis (panel I.b) y las políticas fiscales expansivas en principio tendrían efectos positivos sobre el producto (panel I.a). Por lo tanto, a primera vista, las políticas fiscales contracíclicas prevalecerían en términos de producto sobre las políticas neutras. Sin embargo, tal como se puede apreciar en el panel II, si el deterioro de los ILRs inducido por las políticas contracíclicas es lo suficientemente grande, el país podría entrar en la zona de riesgo, llegando incluso a alcanzar el umbral de liquidez (panel II.b) más allá del cual podría entrar en el modo de frenazo súbito, o sea, en una pérdida absoluta de acceso a los mercados de crédito. En este caso se produciría a continuación una crisis de liquidez con una contracción severa del producto, y al final resultaría que las políticas fiscales contracíclicas habrían sido contraproducentes (panel II.a).

Es posible que otros países de la región no se puedan dar el lujo de considerar estas opciones, o que lo hagan pero exponiéndose a riesgos considerablemente mayores. De hecho, en vista de la naturaleza altamente procíclica de las políticas aplicadas por la mayoría de los países de LAC-7 durante la etapa expansiva de la década del 2000 (en

**GRÁFICO 16** Dilemas de Política: *Política Fiscal Expansiva*

promedio, los países de LAC-7 aumentaron el gasto público en 80 centavos por cada dólar recibido en concepto de ingresos fiscales extraordinarios entre 2003 y 2007), aplicar una política contracíclica durante una coyuntura desfavorable, lo cual implica aumentar el gasto aún más, podría traer consigo una dinámica de deuda exponencial (como se expone en la Sección 4). Esto acarrearía problemas de sostenibilidad fiscal y en algún punto afectaría seriamente la credibilidad. En esos casos, las políticas fiscales contracíclicas sencillamente no serían una opción viable o podrían acabar resultando una opción muy onerosa.

**Política de gestión de la deuda.** Otra política que algunos gobiernos han aplicado en respuesta al deterioro de las condiciones financieras internacionales es la recompra de la deuda en circulación del sector público, especialmente la de largo plazo, bajo el supuesto de que los rendimientos de ese tipo de instrumentos son demasiado altos actualmente, y que por lo tanto comprándolos “baratos” se puede obtener alguna ganancia. Aunque

este tipo de operación busca dar una señal positiva a los inversionistas y en principio podría reducir los costos financieros y mejorar las posiciones fiscales, la desventaja es que ocasiona directamente un deterioro de los ILRs, lo cual podría llegar a socavar —y hasta anular— la intención original de la operación de recompra de deuda.

**Política monetaria.** La región ha sido muy eficaz en absorber el choque financiero al permitir depreciaciones cuantiosas de sus monedas y mantener tasas de interés en niveles bajos, al menos en comparación con las tasas que habrían imperado de haber intervenido. Esto es un verdadero hito, impensable para muchos países durante la crisis rusa de 1998. Sin embargo, habría que considerar cuidadosamente políticas expansivas más allá de lo ya hecho. Para empezar, no está claro que en un contexto en que el sistema bancario pueda estar acumulando reservas para reducir su exposición a una crisis de liquidez, la política monetaria, bien sea mediante una reducción de las tasas de interés o de los encajes bancarios, funcionará tan eficazmente a través del canal de crédito. Además, las reducciones de las tasas de interés o de los encajes bancarios pueden ocasionar pérdidas de reservas internacionales, lo que incidiría negativamente en los ILRs y socavaría los efectos expansivos de una política monetaria menos restrictiva.

Una vez más, es importante subrayar que en este aspecto la región es sumamente heterogénea. Aunque algunos países tienen regímenes de metas de inflación bien establecidos que pueden permitir una mayor reducción de las tasas de interés sin producir un riesgo serio de pérdida de credibilidad, hay otros países que sí podrían enfrentar problemas de credibilidad, de manera que en esos casos el grado de libertad para hacer política monetaria expansiva sería más limitado.

**Asistencia de liquidez al sector privado.** Muchos bancos centrales de la región también han usado su posición de reservas internacionales para proteger líneas de crédito que se cerraron como consecuencia de la crisis global, y asegurar un refinanciamiento ordenado de las obligaciones externas de empresas que no pudieron refinanciar fácilmente sus deudas en las actuales condiciones del mercado. Aunque la intención de estas políticas es clara (es decir, evitar una restricción del crédito al comercio internacional y/o una restructuración costosa que pudiera deprimir la producción), la desventaja es que estas políticas debilitan directamente los ILRs y hacen aumentar la probabilidad de que se produzca una crisis de liquidez. Una vez más, una posición de liquidez más vulnerable puede socavar cualquier efecto expansivo de la medida de política original.

## 6.2 Principios de políticas

Muchos de los dilemas de políticas resaltados anteriormente no se aplican a países industrializados como Estados Unidos. Incluso en medio de la peor crisis en casi 80

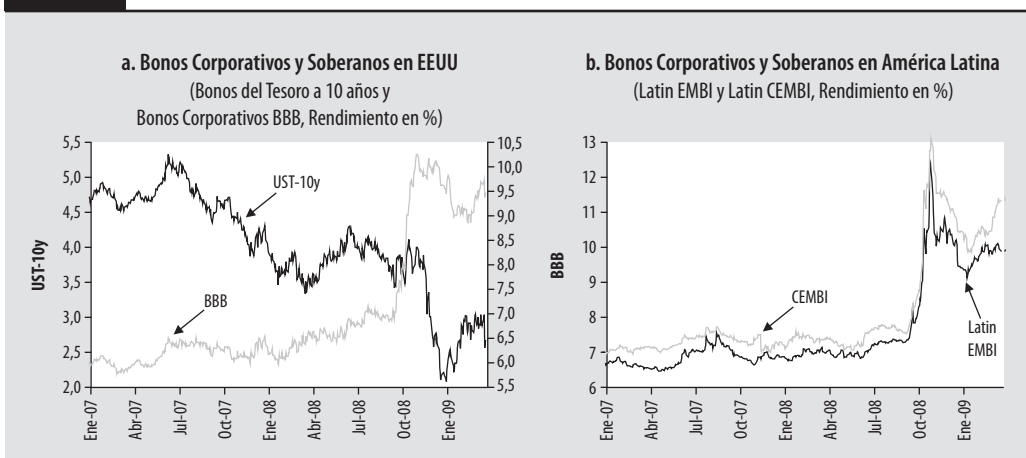


años, cuando la mayor parte del mercado de crédito al sector privado básicamente dejó de funcionar, el gobierno estadounidense ha gozado de un acceso preferencial a los mercados crediticios internacionales a costos muy bajos —alrededor de 3% en términos nominales— a pesar de que EE.UU. es el epicentro de la crisis financiera (véase el Gráfico 17, panel a). Esta capacidad le permite al gobierno actuar como un intermediario *de facto* entre agentes privados poco dispuestos a interactuar entre sí, y también le permite aplicar políticas fiscales expansivas.

Por el contrario, y especialmente después de la caída de Lehman Brothers, que provocó un brusco y considerable aumento de las percepciones de riesgo, cuando el sector privado de los mercados emergentes perdió acceso a los mercados crediticios, las condiciones financieras para los gobiernos de mercados emergentes en general, y para los de América Latina y el Caribe en particular, desmejoraron considerablemente, como se expuso en la Sección 3 (véase también el Gráfico 17, panel b). Tal es así que la capacidad de los gobiernos de mercados emergentes de actuar como intermediarios de agentes privados y financiar políticas fiscales expansivas sin recurrir a sus reservas internacionales es muy limitada, y dicha intervención conllevaría un deterioro de los ILRs y un aumento de la probabilidad de enfrentar una crisis de liquidez.

Queda claro entonces que el acceso precario al crédito de gran parte de los gobiernos emergentes hace necesario que los organismos multilaterales intervengan y cumplan en los mercados emergentes el mismo papel que desempeñan internamente los gobiernos con fuerte credibilidad, tales como el de EE.UU. La actuación de los organismos multilaterales podría permitir que los mercados emergentes accedan al crédito en términos y condiciones que actualmente no tienen a su disposición en los mercados financieros. De modo que no se trata tanto de que los organismos multilaterales deban

**GRÁFICO 17** Condiciones Financieras Internacionales: *EEUU vs. EMs*



o no cumplir un papel clave en la crisis actual, sino más bien de cuál es la manera más eficaz de canalizar su intervención y a qué costo financiero.

La dinámica de los indicadores de liquidez en los escenarios globales descritos en la Sección 5 y el análisis de los dilemas de política pertinentes tratados en la Sección 6.1 tienen implicancias importantes para las políticas. Toda intervención de política debe incluir como uno de sus objetivos más importantes evitar alcanzar niveles riesgosos de los ILRs, reduciendo así la probabilidad de que se produzca una crisis de liquidez y un colapso económico. Esto apunta a un conjunto de principios de políticas que difieren en ciertos aspectos de las visiones actuales<sup>41</sup>:

- El apoyo multilateral es vital en una situación de precarización financiera, tanto más cuanto más desfavorable sea la coyuntura mundial y más precario sea el acceso a los mercados crediticios
- Los organismos multilaterales deberían evitar el financiamiento de corto plazo y considerar la conveniencia del financiamiento a mediano y largo plazo, a fin de ayudar a “completar” los mercados en términos de madurez, lo que permitiría asegurar que una precarización financiera no ponga a los países en camino de una crisis de liquidez<sup>42</sup>
- Los organismos multilaterales no sólo deberían proveer financiamiento a mediano y largo plazo para los déficit fiscales —cuando la sostenibilidad fiscal no está en juego— que surjan de políticas expansivas que contribuyan a la demanda mundial, sino que —más importante aún— deberían proporcionar refinanciamiento a largo plazo de las obligaciones que vencen.
- La asistencia multilateral se debe complementar con condiciones que provean los incentivos correctos a los gobiernos, asegurando así una convergencia gradual hacia posiciones fiscales estructurales sostenibles.

Los primeros dos principios no necesitan explicación. Para ilustrar la importancia del tercero, supóngase que los organismos multilaterales debieran financiar políticas

---

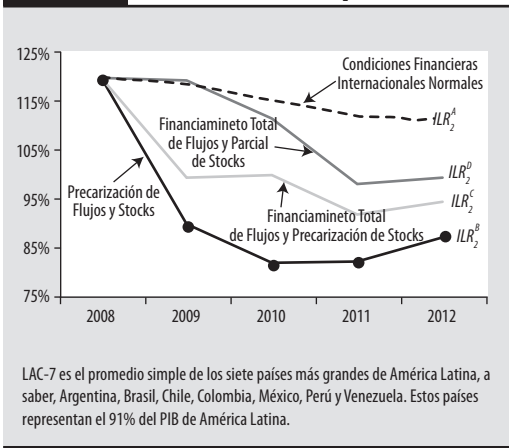
<sup>41</sup> Muchos de estos principios se aplicarían más generalmente a los mercados emergentes, pero aquí se mencionan específicamente para América Latina.

<sup>42</sup> El cambio del mecanismo de financiamiento de liquidez de corto plazo del FMI (“Short-term Liquidity Facility”), con un plazo de pago de nueve meses, por el mecanismo de financiamiento mediante línea de crédito flexible (“Flexible Credit Line Facility”) en marzo de 2009 (que ofrece un período de pago de hasta cinco años) es un paso en la dirección correcta que se corresponde con el marco de referencia del análisis presentado en este informe. El Programa de Liquidez para la Sostenibilidad del Crecimiento (“Liquidity Program for Growth Sustainability”) creado por el BID en octubre de 2008 funciona de una manera similar, proporcionando a los países préstamos con un plazo de pago de cinco años.

fiscales contracíclicas en los países de LAC-7. Más concretamente, supóngase que esta política se aplica en el contexto del escenario de recuperación en forma de “L”. Para enriquecer el análisis, tómesese además en cuenta la sugerencia de políticas fiscales de estímulo hecha recientemente por el secretario del Tesoro de EE.UU. a los países miembros del G-20, que incluye un aumento del gasto del sector público de 2% del PIB en 2009 y 2010. Esto significaría financiar los déficit fiscales pasivos que surjan del escenario de recuperación en forma de “L” descrito en la Sección 4, más 2 puntos adicionales del PIB en 2009 y 2010. Es importante recordar que en el escenario pasivo en forma de “L” los déficit fiscales alcanzan 4% del PIB en 2010. En la hipótesis más optimista sobre los efectos de una expansión de 2% del PIB en la producción y los ingresos, el déficit bajo la propuesta del Tesoro de EE.UU. se deterioraría en alrededor de 1% del PIB en comparación con el escenario pasivo.<sup>43</sup> Los déficit fiscales acumulados a ser financiados en 2009 y 2010 llegan aproximadamente a US\$240.000 millones.

Ahora considérense los efectos del apoyo financiero multilateral a las políticas fiscales expansivas sobre los ILRs. En el Gráfico 18,  $ILR_2^A$  ilustra el

**GRÁFICO 18** Dinámica del ILR bajo Políticas Alternativas (LAC-7, Escenario en L,  $ILR_2$ )



<sup>43</sup> Cálculos sencillos usando estimaciones que vinculan el producto a la recaudación de ingresos descrita en la Sección 4 indican que, en promedio, la elasticidad del gasto público al producto debería ser de alrededor de 0.9 para que la propuesta del Tesoro de EE.UU. sea neutra desde el punto de vista del déficit. Este resultado se debe comparar con alguna elasticidad de referencia. Considérese el caso optimista en el que el producto viene determinado por la demanda, de manera que el multiplicador keynesiano del gasto público es:

$$\frac{\Delta Y}{\Delta g} = \frac{1}{1 - b_c(1 - b_t) + b_m}, \quad (1)$$

donde  $Y$  es el producto,  $g$  es el gasto público,  $b_c$  es la propensión marginal a consumir,  $b_t$  es la tasa tributaria y  $b_m$  es la propensión marginal a importar. Valores plausibles de  $b_c$ ,  $b_t$  y  $b_m$  arrojan un valor del multiplicador de 1.8. Suponiendo que el tamaño promedio del sector público es de 30% del PIB, la elasticidad del gasto público al producto sería de 0.6. Esto muestra que la elasticidad requerida para la neutralidad del déficit tendría que ser 60% mayor que la del caso optimista del efecto multiplicador. Este hecho indica que el resultado más probable de un conjunto de medidas de estímulo del tipo de las propuestas por el Tesoro de EE.UU. resultaría en un deterioro de 0.8% del PIB en la situación fiscal de los países del LAC-7.

caso comparativo (e hipotético) en que *tanto* las políticas fiscales expansivas *como* las amortizaciones de la deuda pública se financian en el mercado, pero sin precarización financiera, es decir, con la estructura de vencimientos anterior a la crisis. En este caso, el indicador de liquidez disminuye muy gradualmente y se mantiene lejos de niveles peligrosos, lo que minimizaría la probabilidad de una crisis de liquidez. Por el contrario,  $ILR_2^B$  ilustra el caso comparativo opuesto, en el que los países deben financiar políticas fiscales expansivas y amortizaciones del sector público en una situación de precarización financiera sin apoyo multilateral alguno. En este caso, el indicador de liquidez cae rápidamente a niveles riesgosos y tarda en recuperarse.

A su vez,  $ILR_2^C$  ilustra el caso en el que las políticas fiscales expansivas en 2009 y 2010 son financiadas a largo plazo por los organismos multilaterales. En este caso, el deterioro del indicador de liquidez no es tan marcado. Sin embargo, en vista del hecho de que los países todavía deben refinanciar el vencimiento de la deuda del sector público en una situación de precarización financiera, el indicador de liquidez todavía se deteriora considerablemente y puede adentrarse en terreno potencialmente peligroso. Así, en un contexto de acceso precario a los mercados y desde un punto de vista regional, el simple financiamiento de los déficit puede ser insuficiente para prevenir la posibilidad de una crisis de liquidez.

Para evitar el deterioro y estabilizar los ILRs, se debería requerir a los organismos multilaterales que proporcionen financiamiento a largo plazo tanto para las políticas contracíclicas como para el refinanciamiento de las obligaciones de deuda del sector público. Sin embargo, al aflojar la tensión sobre los indicadores de liquidez, los gobiernos podrían verse tentados a aplicar políticas más laxas que podrían acabar por conducir a problemas de sostenibilidad. Es en este punto que entra en juego el cuarto principio de políticas: condiciones compatibles con incentivos. A fin de asegurar la aplicación de una política fiscal coherente, la convergencia gradual hacia posiciones fiscales estructurales sostenibles debería ser un requisito obligatorio, incluso si en algunos casos este criterio implicara un ajuste fiscal en medio de una recesión. La introducción de reglas fiscales estructurales al estilo chileno podría ser un instrumento adecuado para fijar metas fiscales específicas.

Pero no basta con reglas fiscales estructurales. Una preocupación crítica de la región que no se trata aquí pero que sí se explora en el informe paralelo del BID Políticas Sociales y Laborales en Tiempos Tumuluosos, es que la crisis puede tener implicancias potenciales muy negativas para el empleo y varios indicadores sociales, incluida la pobreza. Como consecuencia de ello, dado un escenario fiscal cada vez más complejo, los gobiernos pueden tener que llevar a cabo políticas de reorientación del gasto para proteger, y en algunos casos mejorar, los programas sociales.

Dicho de otro modo, el desafío para la región de América Latina y el Caribe ante esta crisis mundial tiene dos aspectos igualmente importantes e interrelacionados: la

protección de la estabilidad y la protección de los indicadores sociales claves —no uno a costa del otro, sino ambos a la vez. Y debido a que dos objetivos distintos reclaman dos instrumentos distintos, se requiere un enfoque de dos frentes complementarios entre el FMI y los Bancos Multilaterales de Desarrollo (“BMDs”) para implementar el apoyo financiero asegurando condiciones compatibles con incentivos. Si bien la fijación de metas para lograr un marco macroeconómico coherente debería ser primordialmente un papel del FMI, los BMDs, deberían colaborar en el diseño de políticas de composición óptima del gasto, o de políticas de aumento del gasto cuando ello sea viable, que maximicen los efectos a largo plazo del desarrollo y la paliación de la pobreza<sup>44</sup>.

Seguir estos principios generales de políticas produciría grandes efectos benéficos para América Latina y el Caribe, permitiendo que la región ponga en práctica políticas fiscales contracíclicas prudentes que contribuyan a minimizar los efectos de la crisis mundial sobre el crecimiento sin arriesgarse a una crisis de liquidez con efectos traumáticos (evitando así el colapso económico y los onerosos costos sociales que ello implica), y al mismo tiempo aislando a los hogares, especialmente los de bajos ingresos, de los efectos negativos de una potencial coyuntura desfavorable prolongada.

¿Cuáles serían los costos financieros de una estrategia de ese tipo? Los costos en 2009 y 2010 se muestran en la Tabla I. Alcanzarían alrededor de US\$640.000 millones, de los cuales aproximadamente US\$400.000 corresponderían a la amortización de la deuda del sector público con vencimiento en el bienio 2009–2010, US\$200.000 millones al financiamiento de los déficit fiscales que puedan surgir en el escenario pasivo con recuperación en forma de “L” y US\$40.000 millones más al financiamiento del conjunto de medidas adicionales de estímulo de 2% del PIB. Además, estas cifras no incluyen los pasivos de corto plazo de los bancos centrales, que representan US\$200.000 millones. Esto no es un elemento menor, ya que en muchos casos parte de la acumulación de reservas internacionales se hizo mediante la intervención esterilizada.

El gran tamaño de este paquete concebido para apoyar a los países de LAC-7 pone de manifiesto la importancia de las necesidades de liquidez. También apunta a

---

<sup>44</sup> Tal como se trata detenidamente en *Políticas Sociales y Laborales en Tiempos Tumuluosos: Cómo Enfrentar la Crisis en América Latina y el Caribe*, proteger los indicadores sociales no es sólo una cuestión de canalizar recursos presupuestarios a diversos programas sociales. Un factor determinante pero a veces ignorado de la respuesta social adecuada es la duración prevista de la crisis, dado que algunas medidas que podrían resultar útiles en el contexto de una crisis breve (o en un escenario en forma de “V”) podrían no serlo tanto en el contexto de una crisis más larga (o en un escenario en forma de “L”). Además, es fundamental tomar en consideración el efecto de las medidas sociales sobre los incentivos para los hogares, los trabajadores y las empresas, ya que algunas medidas pueden tener efectos negativos en los factores determinantes fundamentales de la productividad y el crecimiento a mediano plazo.

**TABLA 1** Costos Financieros de un Programa de Asistencia Total de los Multilaterales  
(LAC-7, en millones de dólares)

	2009	2010	2009–2010
<i>Amortizaciones de Deuda Pública</i>	227.903	173.857	401.760
Doméstica	194.084	155.458	349.542
Externa	33.818	18.399	52.218
<i>Financiamiento del Déficit Fiscal</i>	97.319	138.926	236.245
Déficit Fiscal Pasivo	79.515	118.127	197.642
Propuesta del Tesoro de EE.UU.*	17.804	20.799	38.603
<b>Necesidades de Financiamiento Total</b>	<b>325.222</b>	<b>312.783</b>	<b>638.005</b>

*Fuente:* Cálculos propios basados en fuentes nacionales.

\* Asume impacto total del Multiplicador Keynesiano sobre la actividad económica y los ingresos fiscales

LAC-7 es la suma de los siete países más grandes de América Latina, a saber, Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela. Estos países representan el 91% del PIB de América Latina.

los obstáculos políticos que una estrategia de ese tipo puede enfrentar, en vista de que el tamaño del apoyo completo de los organismos multilaterales se aproximaría al de un TARP para América Latina y el Caribe<sup>45</sup>.

Habiendo dicho esto, hay tres motivos para pensar que esta cantidad es una cota superior. En primer lugar, puede que no sea necesario financiar totalmente este paquete ya que algunos países todavía podrían mantenerse sólidos en términos de indicadores de liquidez, aún después de llevar adelante políticas fiscales expansivas. En segundo lugar y en el extremo opuesto, no todos los países podrán cumplir con los requisitos para recibir este tipo de financiamiento debido a cuestiones de sostenibilidad fiscal. En tercer lugar, se podría sostener que parte de la deuda interna se puede refinanciar a largo plazo mediante fondos de pensiones u otros inversores institucionales nacionales, en términos no coercitivos<sup>46</sup>. En cuarto lugar, el sector privado podría disponer de recursos líquidos internacionales que, por falta de datos, no se incluyen en el Gráfico 18.

En el escenario más realista en que no es viable un apoyo financiero completo por parte de organismos multilaterales tanto para el refinanciamiento de la deuda como para programas fiscales de estímulo, será preciso adoptar una estrategia de “segundo mejor”. Por ejemplo, se podría concebir una estrategia que requiera el financiamiento de las políticas fiscales expansivas y una cantidad mínima de refinanciamiento de la

<sup>45</sup> TARP corresponde a las siglas en inglés del Programa de Rescate de Activos Problemáticos (“Troubled Assets Relief Program”) de los EE.UU..

<sup>46</sup> Sin embargo, esta opción de financiamiento podría no estar disponible en la medida que las obligaciones internas estén en manos de extranjeros.

deuda tal que las reservas internacionales sean suficientes para cubrir los pasivos de deuda a corto plazo del sector público durante todo el período de crisis. Esta estrategia se ilustra mediante  $ILLR_2^D$  en el Gráfico 18 y para ello sería necesario refinanciar a largo plazo aproximadamente US\$230.000 millones en amortización de deuda del sector público. Además, sería necesario financiar alrededor de US\$240.000 millones para políticas fiscales expansivas.

Casualmente, esta cifra es muy similar a la amortización de deuda externa pública y privada con vencimiento en 2009 y 2010 (véase la Tabla 2), una cifra que los mercados observan con atención. En otras palabras, otra manera de interpretar la estrategia de políticas propuesta sería que los organismos multilaterales aseguren que la amortización de la deuda externa total que se vence en 2009 y 2010 se refinance a largo plazo y no en las actuales condiciones precarias de los mercados.

Obviamente que hay otras combinaciones posibles y todo depende en gran medida del total de recursos de que dispongan los organismos multilaterales y de las circunstancias de cada país. Lo que efectivamente muestra el análisis, y éste es uno de los puntos medulares de este informe, es que una estrategia del FMI y los organismos multilaterales que sólo se concentre en el financiamiento de políticas fiscales contracíclicas sería incompleto, y que pasar por alto los efectos de cualquier expansión fiscal sobre los indicadores de liquidez podría ser un error muy caro.

Para concluir, si la región de América Latina y el Caribe —y se podría sostener que otros mercados emergentes también— debe poner en práctica políticas fiscales de estímulo para minimizar los efectos de la crisis mundial sobre el crecimiento interno, será necesario que las funciones de prestatarario de última instancia similares a las que

**TABLA 2** Costos Financieros de un Programa de Asistencia de los Multilaterales:  
Una Estrategia de Segundo Óptimo  
(LAC-7, en millones de dólares)

	2009	2010	2009–2010
<i>Amortizaciones de Deuda Externa</i>	144.392	72.179	216.571
Pública	33.818	18.399	52.218
Privada	110.573	53.780	164.353
<i>Financiamiento del Déficit Fiscal</i>	97.319	138.926	236.245
Déficit Fiscal Pasivo	79.515	118.127	197.642
Propuesta del Tesoro de EE.UU.*	17.804	20.799	38.603
<b>Necesidades de Financiamiento Total</b>	<b>241.711</b>	<b>211.105</b>	<b>452.816</b>

Fuente: Cálculos propios basados en fuentes nacionales.

\* Asume impacto total del Multiplicador Keynesiano sobre la actividad económica y los ingresos fiscales

LAC-7 es la suma de los siete países más grandes de América Latina, a saber, Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela. Estos países representan el 91% del PIB de América Latina.

cumplen los gobiernos en las economías desarrolladas también sean puestas en práctica en América Latina y el Caribe por parte de los organismos multilaterales, a fin de mantener a raya los problemas de liquidez. Ésta es una estrategia que garantizará que las políticas de estímulo bien concebidas y consistentes con las metas de desarrollo no comprometan la estabilidad financiera. Esta estrategia tiene tres requisitos básicos: (i) el fortalecimiento de los recursos de los organismos multilaterales para permitirles actuar en una escala que se corresponda con la tarea que hay entre manos, (ii) una división adecuada del trabajo entre los organismos multilaterales y el FMI, y (iii) un cuidadoso análisis país por país que permita determinar la combinación de políticas de aumento y de reorientación del gasto fiscalmente sostenible en cada caso. El esfuerzo conjunto de los países y los organismos financieros internacionales puede ayudar a América Latina y el Caribe a transitar exitosamente estos tiempos inciertos y sin precedentes.



## Referencias

- Aiolfi, M., Catão L., y Timmermann, A. (2006), “Common Factors in Latin America’s Business Cycles”, Documento de trabajo del FMI 06/49.
- Banco Interamericano de Desarrollo (2008), “All That Glitters May Not Be Gold: Assessing Latin America’s Recent Macroeconomic Performance”, Informe del Departamento de Investigación del BID.
- Banco Interamericano de Desarrollo (2009a), “Dealing with an International Credit Crunch: Policy Responses to Sudden Stops in Latin America”, Eduardo Cavallo y Alejandro Izquierdo, editores.
- Banco Interamericano de Desarrollo (2009b), “Políticas Sociales y Laborales en Tiempos Tumultuosos: Cómo Enfrentar la Crisis Global en América Latina y el Caribe”.
- Becker, T., Jeanne, O., Mauro, P., Ostry, J., Ranciere, R. (2007), “Country Insurance: The Role of Domestic Policies”, Documento ocasional del FMI No.254.
- Broner, F., Lorenzoni, G. y Schmukler, S. (2007), “Why Do Emerging Economies Borrow Short Term?”, Documento de trabajo del NBER 13076.
- Calvo, G., Izquierdo, A., y Mejía, L.F. (2008), “Systemic Sudden Stops: The Relevance of Balance-Sheet Effects and Financial Integration”, Documento de trabajo del NBER 14026.
- Calvo, G., Izquierdo, A. y Mejía, L.F. (2004), “On the Empirics of Sudden Stops: The Relevance of Balance-Sheet Effects”, Documento de trabajo del NBER 10520.
- Calvo, G., Izquierdo, A. y Talvi, E. (2006), “Phoenix Miracles in Emerging Markets: Recovering without Credit from Systemic Financial Crises”, Documento de trabajo del NBER 12101.
- Calvo, G., Izquierdo A. y Talvi, E. (2003), “Sudden Stops, the Real Exchange Rate and Fiscal Sustainability: Argentina’s Lessons”, Documento de trabajo del NBER 9829.
- Calvo, G. y Talvi, E. (2005), “Sudden Stop, Financial Factors and Economic Collapse in Latin America: Learning from Argentina and Chile”. Documento de trabajo del NBER 11153.

- Greenspan, A. (1999), "Currency Reserves and Debt", discurso ante la Conferencia del Banco Mundial sobre las Tendencias Recientes en la Gestión de Reservas, Washington DC, 29 de abril de 1999.
- Izquierdo, A., Romero, R. y Talvi, E. (2008), "Booms and Busts in Latin America: The Role of External Factors", Documento de trabajo 631, Departamento de Investigación del BID.
- Jeanne, O., y Ranciere R. (2006), "The Optimal Level of International Reserves for Emerging Market Countries: Formulas and Applications", Documento de trabajo del FMI 06/229.
- Ortiz, A., Ottonello, P., Sturzenegger, F. y Talvi, E. (2007), "Monetary and Fiscal Policies in a Sudden Stop: Is Tighter Brighter?", Universidad de Harvard, Escuela de Gobierno John F. Kennedy RWP 07-057, también disponible en Banco Interamericano de Desarrollo (2009a).
- Reinhart, C. y Rogoff, K. (de próxima publicación), "This Time Is Different: Eight Centuries of Financial Folly".
- Rodrik, D. y Velasco, A. (1999), "Short-Term Capital Flows", Documento de trabajo del NBER 7364.
- Ruiz, J. (2009), "Latinoamérica 2009: el privilegio de ser como todos", Política Exterior, Número 128. Marzo/abril de 2009.
- Sturzenegger, F., y Talvi, E. (2008), "Unveiling Monetary Policy in Latin America", Preparado para la presentación ante la XXVII Reunión de la Red Latinoamericana de Bancos Centrales y Ministerios de Finanzas, BID, Washington DC.





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

---