

# Después *de* *la* crisis global

Lecciones de política económica  
y desafíos pendientes para  
América Latina y el Caribe

**Coordinadores:**

Alejandro Izquierdo

Ernesto Talvi



# Después de la crisis global

Lecciones de política económica y desafíos  
pendientes para América Latina y el Caribe

Banco Interamericano de Desarrollo

Marzo de 2010



# Contenido

Prólogo . . . . .	v
Introducción y resumen . . . . .	1
<b>Parte I</b>	
<b>Factores detrás de la resistencia de los mercados emergentes a la crisis global: implicaciones de políticas . . . . .</b>	<b>7</b>
Evaluación de la capacidad de resistencia de los mercados emergentes en el punto crítico de la crisis mundial . . . . .	7
Implicaciones sistémicas de política económica . . . . .	15
Problemas de diseño . . . . .	15
Respaldo a los PIUI . . . . .	18
¿Dónde estamos? . . . . .	19
Implicancias de política económica doméstica para LAC . . . . .	20
Consolidación de la credibilidad de las políticas macroeconómicas . . . . .	21
Desatar la capacidad productiva . . . . .	23
<b>Parte II</b>	
<b>Después de la crisis global: desafíos de política económica para los países de América Latina . . . . .</b>	<b>27</b>
La vida después de Lehman . . . . .	27
Escenarios globales alternativos . . . . .	31
De la primavera al verano y a una nueva etapa expansiva . . . . .	33
De la primavera al verano y de allí a un otoño frío . . . . .	34
Desafíos de política económica . . . . .	36
Gestión macroeconómica de corto plazo . . . . .	36

Referencias .....	51
Apéndice 1. Evaluación de la capacidad de resistencia de los ME a la crisis global: evidencia empírica. ....	57
Apéndice 2. La capacidad de resistencia de LAC-7 a la crisis global desde un enfoque de liquidez: un estudio de caso .....	63

# Prólogo

**D**espués de haber atravesado la más dura crisis global en tiempos recientes, América Latina y el Caribe ha demostrado tener una notable capacidad de resistencia al haber evitado el tipo de crisis financiera tan predominante en episodios anteriores de trastornos financieros globales. Este informe tiene tres objetivos: primero, entender cuáles son las fuentes de esa capacidad de resistencia, identificando de un lado el rol que jugó la ayuda financiera internacional sin precedentes en el punto crítico de la crisis y, del otro, la fortaleza de los fundamentos macroeconómicos domésticos; segundo, resaltar las lecciones de política económica que se desprenden de este análisis, tanto para la región como para la comunidad financiera internacional, y por último, identificar los desafíos macroeconómicos más críticos que enfrentará la región tras la crisis financiera global.

Este informe fue coordinado por Alejandro Izquierdo y Ernesto Talvi, con aportes de Luis Catao, Eduardo Cavallo, Eduardo Fernández Arias, Arturo Galindo, Eduardo Lora, Ignacio Munyo, Diego Pérez y Alessandro Rebucci<sup>1</sup>. Los puntos de vista expresados en este informe no necesariamente se corresponden con los de la gerencia del Banco Interamericano de Desarrollo ni con los de su Directorio Ejecutivo<sup>2</sup>.

*Santiago Levy*

Vicepresidente de Sectores y Conocimiento  
Banco Interamericano de Desarrollo

---

<sup>1</sup> Los colaboradores en este informe son miembros del personal del Departamento de Investigación del BID, con excepción de Ernesto Talvi, quien es Director de CERES (Uruguay) y está asociado al Departamento de Investigación del BID, e Ignacio Munyo y Diego Pérez, quienes son economistas investigadores de CERES.

<sup>2</sup> Los autores desean agradecer especialmente a Rita Funaro por su apoyo editorial y a los investigadores asistentes del BID Karina Otero y César Tamayo, así como a los investigadores asistentes del CERES Pía Zanetti, Federico Bermúdez, Carlos Díaz, Juan Martín Morelli y Santiago García da Rosa por su excelente labor.





## Introducción y resumen

**E**l mundo entero exhaló un suspiro de alivio después de las reuniones del G-20 de abril de 2009. Finalmente, la terapia de choque pareció estar dando resultado y el paciente comenzaba a dar señales de mejoría. Al final se consiguió evitar una depresión mundial, lo que trajo consigo —a la fecha de la redacción de este informe— perspectivas considerablemente mejores para los mercados emergentes y América Latina. Desde este punto de vista se podría sostener que la región tuvo “suerte”. Una recesión global más profunda o más prolongada, o ambas cosas, podría haber cambiado por completo el desenlace para la región

Sin embargo, incluso en el punto más crítico de la crisis, ante un precipicio sin fondo visible, los mercados emergentes en general y América Latina en particular salieron sorprendentemente bien librados en su mayor parte. Es cierto que tras la catástrofe de Lehman Brothers los precios de las acciones y los bonos se desplomaron, las monedas se devaluaron pronunciadamente y el crecimiento se detuvo, a medida que la región se deslizaba hacia una recesión en 2009. Sin embargo, la región consiguió evitar una crisis cambiaria y de deuda, así como el tipo de corridas contra los bancos tan característicos de episodios anteriores de turbulencia financiera mundial (1982, 1998 y 2001). La capacidad de resistencia de la región a un choque extremadamente fuerte sin experimentar mayores crisis financieras ha sido verdaderamente notable y amerita una explicación.

La opinión imperante indica que la fuente de la capacidad de resistencia de la región está en la solidez de sus fundamentos macroeconómicos, es decir, bajos niveles de inflación, superávits gemelos tanto externos como fiscales, un sistema bancario sólido, reservas internacionales cuantiosas y regímenes cambiarios más flexibles. Estas fortalezas subyacentes permitieron que los gobiernos respondieran con políticas monetarias, fiscales y crediticias anticíclicas estándar para atenuar los efectos adversos de la crisis global. Esta reacción contrasta marcadamente con episodios anteriores de turbulencia financiera global en los cuales los países de la región respondieron de manera cíclica aumentando las tasas de interés y aplicando políticas fiscales y crediticias restrictivas.

La Parte I de este informe analiza las causas del sorprendentemente positivo desempeño de la región en medio de la peor crisis financiera global desde la Gran Depresión. Se presentan elementos de juicio empíricos que indican que aunque los fundamentos más sólidos jugaron un rol sumamente importante, la *innovación clave* en este episodio de turbulencia financiera global fue la disposición de la comunidad internacional a actuar como prestamista internacional de última instancia al brindar ayuda oportuna, incondicional, preventiva y considerable a los mercados emergentes (ME) durante el punto crítico de la crisis financiera, evitando así que economías por lo demás sólidas sufrieran dificultades financieras graves. Esto se diferencia marcadamente de los episodios anteriores de turbulencia financiera global, como por ejemplo, durante la crisis rusa/Long Term Capital Management (LTCM), cuando el apoyo de la comunidad internacional fue lento, condicionado, más de carácter paliativo que preventivo y de menor magnitud.

Estas conclusiones tienen implicaciones muy importantes en cuanto a la arquitectura financiera internacional con respecto a los mercados emergentes. Puede que no baste con que un país tenga fundamentos sólidos. Como consecuencia de ello y en el contexto del impulso generado por la comunidad internacional en su respuesta a la reciente turbulencia financiera global, existe una oportunidad clara de fortalecer la arquitectura financiera internacional para proporcionar mecanismos de aseguramiento eficaces que protejan a los mercados emergentes contra crisis sistémicas de liquidez.

El informe propone una estrategia de dos componentes: el primero es la institucionalización, mejoramiento y ampliación de los mecanismos internacionales de prestamista de última instancia, principalmente impulsados por el Fondo Monetario Internacional (FMI), los cuales, se sostiene, resultaron críticos al momento de más graves dificultades financieras. El segundo elemento es la implementación de políticas nacionales, con un apoyo considerable de los bancos multilaterales de desarrollo (BMD), a fin de cumplir con los requisitos de acceso a los mecanismos de financiamiento de última instancia. Estas políticas probablemente incluirán la adopción de políticas macroeconómicas prudentes en cuanto a la liquidez así como regímenes fiscales, monetarios y cambiarios sólidos que respondan eficientemente a choques.

Estos dos componentes podrían constituir la base de un “pacto de estabilidad a largo plazo para mercados emergentes” con incentivos alineados. De acuerdo con la línea de crédito flexible implementada recientemente por el FMI, sólo podrían aprovechar los beneficios del acceso a este mecanismo de financiamiento del prestamista internacional de última instancia aquellos países que precalifiquen, en base a esfuerzos previos que establezcan marcos de política macroeconómica sólidos, previniéndose así el riesgo moral. El FMI y los BMD jugarían roles complementarios en este Pacto; actuando el primero como prestamista de última instancia para mercados emergentes y concentrándose los segundos en los programas de reforma estructural tan indispensables para que América Latina y el Caribe logren un crecimiento más rápido y equitativo. No

se justifica la complacencia, incluso si se asume que la economía mundial va camino a una recuperación sostenible. Habiendo evitado un colapso general, éste es el momento oportuno para tomar medidas audaces, tanto a nivel de países individuales de la región como al nivel del FMI y los BMD. Por ello conviene dotar tanto al FMI como a los BMD de los recursos necesarios para poder cumplir esa tarea.

La Parte I de este informe aclara el papel que cumplieron los fundamentos y el acceso a la liquidez internacional en los resultados de la crisis. Dado que fundamentos macroeconómicos más sólidos jugaron un rol significativo en la prevención de dificultades financieras graves en el punto crítico de la crisis global, el informe sugiere direcciones en las que se podrían mejorar los mismos. Por ejemplo, la institucionalización de los regímenes monetarios, fiscales y financieros podría consolidar estas mejoras de los fundamentos macroeconómicos y contribuir en gran medida al mejoramiento de la credibilidad de las políticas y la creación de economías con capacidad de resistencia a las crisis. Aunque en muchos casos se trata de un proceso todavía en marcha, varios países de la región ya han procedido a adoptar tales regímenes. Sin embargo, el importante avance en los fundamentos macroeconómicos no ha ido acompañado de un mejoramiento del nivel de crecimiento relativo a largo plazo de la región en comparación con el mundo industrializado y otras regiones emergentes, a causa del rezago en la productividad total de los factores. Basándose en la edición de 2010 de la publicación del BID *Desarrollo en las Américas*, este informe sostiene que la estabilidad macroeconómica por sí sola no basta para generar un mayor crecimiento y que es indispensable contar con políticas dirigidas al aumento de la productividad. El mejoramiento de la situación global podría ofrecer una oportunidad para que la región aborde este vital aspecto.

El notable vuelco de las perspectivas globales ha trasladado el foco de los desafíos inmediatos de política macroeconómica de las presiones recesivas y las preocupaciones sobre la liquidez internacional causadas por un acceso precario a los mercados internacionales de capitales, al manejo de los nuevos flujos de capitales, crecimiento rápido de los precios de los activos y el crédito, revalorización de las monedas y pérdida de competitividad. Así, el hincapié de la gestión macroeconómica a corto plazo se ha venido concentrando cada vez más en prevenir el recalentamiento (es decir, evitar déficits de cuenta corriente “excesivos”, la expansión del crédito, presiones inflacionarias y la revalorización de las monedas), mientras se fortalecen los niveles internacionales de liquidez aprovechando los favorables vientos de cola que soplan actualmente en los mercados financieros internacionales. Estos objetivos de política macroeconómica de corto plazo, a menudo en conflicto entre sí, plantean dilemas de fondo para las autoridades encargadas de formular políticas. La Parte 2 de este informe se concentra en estas cuestiones.

A fin de brindar un marco de referencia para el análisis de la política macroeconómica, este informe presenta dos escenarios mundiales alternativos posteriores a

la crisis financiera. El objeto de estos escenarios no es hacer las veces de ejercicio de proyección, cosa que conviene dejar por cuenta de los especialistas de los mercados, sino más bien servir de dispositivos analíticos que brinden un contexto coherente en el cual evaluar respuestas de políticas apropiadas.

El primer escenario presenta un contexto mundial optimista que produce una nueva etapa de expansión en la región, a medida que una política monetaria más restrictiva en Estados Unidos se vincula con una reducción del déficit de la cuenta corriente de ese país y los recursos excedentes se canalizan hacia mercados emergentes, sosteniendo así movimientos de capital cuantiosos y persistentes. En el segundo escenario, la eliminación de políticas monetarias expansivas, combinada con cuantiosas necesidades de financiamiento de déficits públicos en países industrializados, conduce a un alza de las tasas de interés que acaba por desplazar los movimientos de capital que hubieran llegado a los mercados emergentes. En otras palabras, el segundo escenario se diferencia del primero en que el contexto mundial favorable se ve interrumpido por una inversión parcial de los movimientos de capital hacia los mercados emergentes causada por una intensificación de políticas monetarias restrictivas, combinada con déficits fiscales elevados en los países industrializados.

Aunque algunos episodios aislados de dificultades financieras graves, tales como el incumplimiento de pago por parte de Dubai World y los persistentes problemas en Europa, añaden una medida de incertidumbre a la consolidación de la recuperación mundial, en este informe se pasará por alto la posibilidad de que esos peligros latentes produzcan dificultades financieras graves. Las implicaciones de tal posibilidad ya se trataron en el informe del año pasado. Además, prepararse para hacer frente a las consecuencias macroeconómicas de escenarios más benignos es útil no sólo porque la región podría tener por delante exactamente este tipo de situación, sino también porque contar con las políticas adecuadas durante períodos de bonanza es clave para reducir la probabilidad de que se produzcan nuevas crisis.

En cuanto al tema de la gestión macroeconómica de corto plazo, el informe concluye que aprovechar una coyuntura financiera internacional favorable al mismo tiempo que se atienden las consecuencias indeseables de ingresos de capitales cuantiosos plantea dilemas difíciles a las autoridades encargadas de formular políticas. El informe sostiene que los instrumentos disponibles para abordar esos dilemas son de una eficacia cuestionable. Es preciso aceptar de entrada esta debilidad inherente y tomar un punto de vista más ecléctico, lo que significa que las autoridades encargadas de formular políticas deben estar preparadas para movilizar el conjunto completo de instrumentos de política macroeconómica —política cambiaria/monetaria, política fiscal, política crediticia y controles de capitales— en diversa medida, en función de las características idiosincráticas de cada país.

El análisis de este informe se efectúa desde una perspectiva regional. En vista de las limitaciones de los datos, el grupo que se analiza más detalladamente en este informe y al que a menudo se hace referencia como “la región” incluye los siete países latinoamericanos más grandes, es decir, Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela (en lo sucesivo, “LAC-7”), los cuales, en su conjunto, representan 91% del PIB<sup>3</sup> de la región. Ésta ha resultado ser una abstracción útil ya que centra la atención en tendencias y patrones sistémicos comunes que fácilmente se pueden perder de vista cuando se realiza un análisis desde la perspectiva de un país individual, y sirve de parámetro de comparación para medir el comportamiento de países individuales, bien sea por contraste o por similitud. En palabras de Levitt y Dubner (2009) “... aunque cada regla tiene su excepción, también conviene conocer la regla. En un mundo complejo donde la gente puede ser atípica en una infinidad de maneras, resulta de gran valor descubrir la línea de base. Y saber qué ocurre en promedio es un buen punto de partida. Al proceder de esta manera nos sustraemos a la tendencia de erigir nuestra manera de pensar —nuestras decisiones cotidianas, nuestras leyes, nuestro gobierno— más sobre excepciones y anomalías que sobre la realidad”.

No obstante, el informe se concentra separadamente en los desafíos que encaran los países de Centroamérica y el Caribe, los cuales tienen características estructurales y vulnerabilidades macroeconómicas marcadamente distintas en algunas dimensiones de las del grupo de LAC-7, lo que plantea la necesidad de hacer recomendaciones de políticas diferentes.

---

<sup>3</sup> “LAC-7” se entenderá como el promedio simple de los siete países más grandes de la región salvo cuando se indique otra cosa. Con respecto a este grupo de países se dispone de suficiente información detallada para realizar el tipo de análisis que se presenta en este informe.



# Parte 1



## Factores detrás de la resistencia de los mercados emergentes a la crisis global: implicaciones de políticas

### Evaluación de la capacidad de resistencia de los mercados emergentes en el punto crítico de la crisis mundial<sup>4</sup>

Uno de los acertijos más curiosos que surgieron tras la debacle de Lehman es que la crisis actual, a pesar de ser de naturaleza global, propinó un golpe mucho menor a los mercados emergentes (ME) que su predecesora, la crisis rusa/LTCM de 1998<sup>5</sup>. Las medidas exógenas del riesgo financiero en relación con los ME hacen pensar que el choque más reciente fue de mayor magnitud en varios sentidos. Por ejemplo, los diferenciales de los bonos de alto rendimiento de EE.UU. sobre los bonos del Tesoro de EE.UU., que pertenecen a la misma clase de activos que los ME, aumentaron de manera mucho más significativa tras el colapso de Lehman que durante la crisis rusa/LTCM (en la primera, de 1200 puntos básicos (pbs) entre el punto más bajo y el punto más alto, y de 300 ppbs, en la segunda)<sup>6</sup>.

Además, el choque real fue mucho más grande durante la crisis actual. Por ejemplo, aunque para el momento de la debacle rusa las economías avanzadas *crecieron* a razón de 2,6%, esta vez su producción *disminuyó* en 3,4%. La inversión total en las economías avanzadas aumentó más de 5% durante la crisis rusa/LTCM, mientras que

<sup>4</sup> Esta sección se basa en Izquierdo y Talvi (2009).

<sup>5</sup> Long-Term Capital Management (LTCM) fue un fondo de inversión de alto riesgo de EE.UU. que en 1998 perdió US\$4.600 millones en menos de cuatro meses tras la crisis financiera rusa.

<sup>6</sup> Este indicador podría no revelar la magnitud total del choque durante la crisis rusa/LTCM, ya que esa crisis representó, por sí sola, un choque para la clase de activos de los ME en su conjunto y no necesariamente un choque para los diferenciales de alto rendimiento de EE.UU. (aunque por lo general ha habido una gran correlación entre ambos tipos de activos). Sin embargo, la Reserva Federal actuó con celeridad al brindarle su apoyo a LTCM en esa oportunidad, con lo que actuó, de hecho, como prestamista de última instancia, lo que previno un posible contagio a EE.UU. —una política que no se puso a disposición de los ME, cosa que no pasó en la crisis global más reciente. No obstante, una característica clave que distingue a ambas crisis es el hecho de que la más reciente fue de carácter global, mientras que la crisis rusa se limitó a los ME.

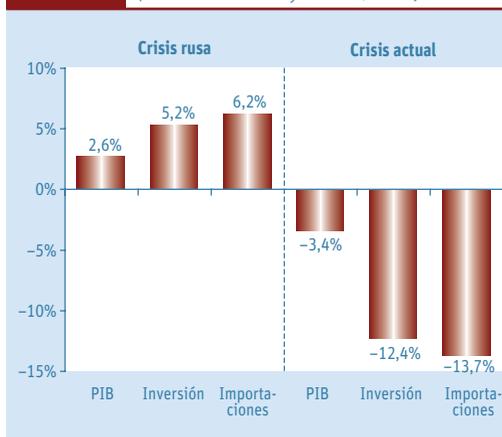
la misma cayó en más de 12% durante la crisis actual, y, aún más significativamente para los ME, sus importaciones aumentaron en más de 6% en 1998, mientras que en 2009 cayeron en casi 14% (véase el Gráfico 1).

Sin embargo, a diferencia de la crisis rusa/LTCM, en ningún momento tras la crisis de Lehman los diferenciales del Índice de Bonos de Mercados Emergentes (conocido por sus siglas en inglés “EMBI”) atravesaron el nivel crítico de 1.000 pbs, considerado en general por los mercados como el umbral en el que los países quedan excluidos del crédito y valorados a niveles de incumplimiento de pago (véase el Gráfico 2). Entonces, ¿cuál fue la diferencia esta vez? ¿Se trató de *fundamentos* más sólidos en los ME o la *disposición* de la comunidad internacional de ofrecer ayuda financiera a los ME?

### Explicaciones alternativas

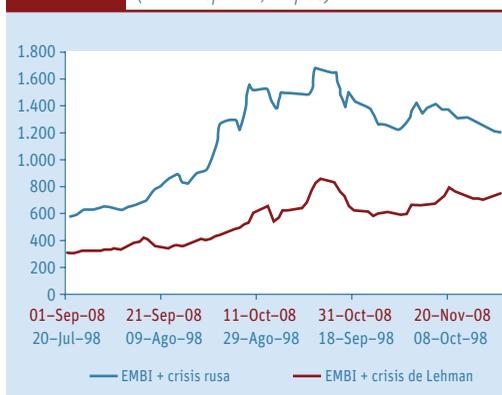
Una explicación inicial es que los ME tuvieron fundamentos más sólidos durante la crisis actual y que por lo tanto estuvieron en mejores condiciones para capear el temporal que se desató en los mercados financieros internacionales<sup>7</sup>. De hecho, si se toma la calificación crediticia de los ME como una medida de los fundamentos, entonces los éstos fueron más sólidos: el año anterior a la debacle de Lehman, los ME registraron una calificación promedio de BB+ (más cercana a los niveles de inversión), mientras que en el año anterior a la crisis

**GRÁFICO 1** Crisis rusa vs. crisis actual: impacto real en los países desarrollados (Variación 97-98 y 07-08, en %)



Fuente: WEO (septiembre 2009).

**GRÁFICO 2** Reacción del EMBI spread: crisis de Lehman (2008) vs. crisis rusa (1998) (EMBI+ spread, en pbs)



Fuente: Bloomberg.

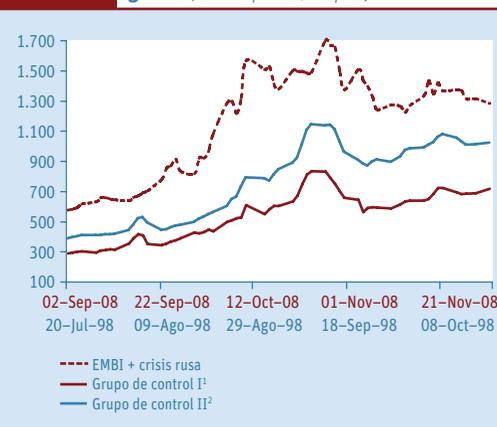
<sup>7</sup> En esta sección los cálculos se hacen usando una muestra de 37 ME incluidos en el índice EMBI Global de J.P. Morgan.

rusa/LTCM, registraron una calificación promedio de BB, según la escala de Standard & Poor's<sup>8</sup>.

A fin de analizar los efectos de la mejora de los fundamentos sobre las variaciones de los diferenciales, se analizan los diferenciales del EMBI durante el período de 60 días que se inicia el 1 de septiembre; dos semanas antes del colapso de Lehman Brothers, hasta el punto más alto de los diferenciales de los bonos de alto rendimiento de EE.UU. registrado a finales de octubre de 2009, es decir, el período de máxima incertidumbre sobre el destino de la crisis global. Se construyeron dos grupos, uno que incluye países de ME con calificaciones crediticias promedio previas a la crisis de Lehman y un segundo grupo de países de ME con calificaciones crediticias promedio previas a la crisis rusa/LTCM<sup>9</sup>.

No sólo se anticipaba que el desempeño de los diferenciales del EMBI del segundo grupo fuera peor que el del primero —lo cual de hecho ocurrió— sino que también se anticipaba que los diferenciales del EMBI de este segundo grupo tuvieran un desempeño peor que los diferenciales del EMBI durante la crisis rusa/LTCM, cosa que no ocurrió (véase el Gráfico 3). El aumento máximo de los diferenciales del EMBI durante ese plazo de 60 días durante la crisis de Lehman fue de 545 ppbs para los países del primer grupo y de 755 para los del segundo. Sin embargo, en ambos casos son mucho más

**GRÁFICO 3** El rol de los fundamentos macroeconómicos durante la crisis global (EMBI spread, en pbs)



Fuente: Bloomberg.

<sup>1</sup> Países con el mismo riesgo crediticio que el promedio de los países emergentes previos a la crisis de Lehman. Incluye Brasil, Colombia, Egipto, El Salvador, Kazajstán y Perú.

<sup>2</sup> Países con el mismo riesgo crediticio que el promedio de los países emergentes previo a la crisis rusa. Incluye Filipinas, Indonesia, Panamá, Turquía, Ucrania, Uruguay y Venezuela.

<sup>8</sup> Las calificaciones crediticias se toman como una medida resumen de los fundamentos porque son una medida sintética que engloba un conjunto de variables macroeconómicas que se toman en cuenta para su determinación y que son seguidas de cerca por los mercados. Una alternativa sería escoger explícitamente otros conjuntos de fundamentos económicos distintos a los que integran las calificaciones crediticias. Sin embargo, esta alternativa también podría estar sujeta a críticas basadas en sesgos en la selección de las variables. No obstante, las calificaciones crediticias guardan una correlación considerable con las medidas habituales de los fundamentos tales como las del equilibrio fiscal (0,50), el balance de cuenta corriente (0,33) y los coeficientes de liquidez internacional (0,25) —definidos como la proporción de reservas internacionales a necesidades de financiamiento de corto plazo. De hecho, tanto los equilibrios fiscales como los coeficientes de liquidez internacional resultan significativos cuando se someten a una regresión contra las calificaciones crediticias. Estos resultados se corresponden con Cantor y Packer (1996), quienes encuentran que las calificaciones crediticias concuerdan en general con los fundamentos macroeconómicos.

<sup>9</sup> Las calificaciones previas a la crisis de Lehman son de diciembre de 2007, mientras que las anteriores a la crisis rusa son de diciembre de 1997.

bajos que el aumento de 1.042 ppbs registrado durante el plazo equivalente de la crisis rusa/LTCM. Así, aunque los fundamentos fueron pertinentes y efectivamente hicieron diferencia, no parecen contar la historia completa.

Una explicación alternativa de las diferencias de comportamiento de los diferenciales tiene que ver con la disposición de la comunidad internacional a brindar apoyo financiero a los ME sujetos a problemas de liquidez. En vista del carácter global de la crisis actual y de la percepción de que los países de ME tienen poco que ver con ella, la comunidad financiera internacional exhibió desde un principio una predisposición a actuar con celeridad en calidad de prestamista internacional de última instancia (PIUI) para los ME, prestando una ayuda oportuna, incondicional, preventiva y considerable. La indicación más temprana se produjo en abril de 2008, cuando Japón anunció la apertura de líneas de crédito a corto plazo con fines de liquidez para Indonesia (que dos meses más tarde se extendieron también a India). Poco después de la caída de Lehman, la Reserva Federal de EE.UU. ofreció líneas de crédito a corto plazo a países sistémicamente importantes como Brasil, Corea, México y Singapur, y el FMI creó un mecanismo de financiamiento a corto plazo para fines de liquidez (MFCPL). Además de las iniciativas oficiales, desde círculos académicos y otros se hicieron llamados a favor del establecimiento de mecanismos crediticios de emergencia para que los ME pudieran lidiar con la crisis global<sup>10</sup>. Todos esos anuncios, medidas y llamados a actuar bien pueden haber influido en las expectativas de los inversionistas con respecto a la disposición de la comunidad internacional a proporcionar mecanismos de tipo PIUI esta vez (véase en el Cuadro 1 la lista completa de anuncios). La respuesta más enérgica se produjo en abril de 2009, cuando el G-20 decidió triplicar los recursos del FMI y éste creó su línea de crédito flexible (LCF) para ayudar —incondicionalmente y con vencimientos a plazos más largos— a países con políticas prudentes que enfrentaban restricciones de liquidez. Por el contrario, durante la crisis rusa/LTCM, el apoyo de la comunidad internacional procedió con lentitud, fue condicionado, fue de naturaleza más paliativa que preventiva y de menor magnitud.

A fin de evaluar los efectos del acceso a mecanismos de financiamiento como el de PIUI sobre los diferenciales de los ME, una vez más se organizaron dos grupos de países. El primero incluye países de ME que no se anticipaba que fueran a tener acceso a los mecanismos de financiamiento de PIUI durante la crisis actual, es decir, Argentina, Venezuela y Ecuador<sup>11</sup>. Para controlar por fundamentos, el segundo grupo incluye países con calificaciones crediticias iguales a las del primero, pero con acceso a los mecanismos de financiamiento de PIUI.

<sup>10</sup> Véanse, por ejemplo, CLAAF (2008) y BID (2008). Véase una propuesta anterior de PIUI concebida para prevenir el contagio entre ME en Calvo (2005).

<sup>11</sup> Los países sin acceso a mecanismos de financiamiento de PIUI se definen como aquellos que no han efectuado consultas con el FMI según el Artículo IV en los últimos dos años o que se encuentran en mora con el FMI o en incumplimiento con los tenedores de bonos, o todo ello.

**CUADRO 1** **Medidas de la comunidad internacional para asegurar la provisión de liquidez a las economías emergentes**

<b>Antes de la Cumbre del G-20 en Londres</b>	
<b>2008</b>	
Abril	– Japón firma swaps con Indonesia por un total de US\$6 mm
Junio	– Japón firma swaps con India por un total de US\$3 mm
Octubre	– La Reserva Federal de EEUU acuerda swaps por US\$120 mm con Brasil, Corea del Sur, México y Singapur – El FMI lanza el Servicio de Liquidez a Corto Plazo (SLC)
Noviembre	– Cumbre del G-20 en Washington, se acuerda “revisar los recursos disponibles para el FMI y otras instituciones” – Hungría recibe paquete de rescate por parte del FMI, el Banco Mundial y la Unión Europea (total de US\$25 mm) – Islandia, Pakistán, Seichelles y Ucrania firman acuerdo Stand-by con el FMI (total de US\$30 mm)
Diciembre	– El Banco de Japón y el Banco Popular de China firman swaps con Corea del Sur por un total de US\$43 mm
<b>2009</b>	
Enero	– El Banco Popular de China firma swap con Honk Kong (US\$29 mm)
Febrero	– El Banco Popular de China firma swap con Malasia (US\$12 mm)
Marzo	– El Banco Popular de China firma swaps con Argentina, Bielorrusia e Indonesia (US\$27 mm)
<b>Cumbre del G-20 en Londres</b>	
Abril	– Anuncio de nueva recapitalización del FMI (US\$500 mm) – Anuncio de nueva colocación de Derechos Especiales de Giro (US\$250 mm) – Anuncio de nueva recapitalización de los Bancos de Desarrollo (US\$100-300 mm) – Nuevo apoyo para la provisión de Crédito Comercial (US\$250 mm) – El FMI lanza la Línea de Crédito Flexible (LCF) y Acuerdos Precautorios de Rápido Acceso (APRA)
<b>Luego de la Cumbre del G-20 en Londres</b>	
Abril	– México accede a la Línea de Crédito Flexible del FMI (US\$47 mm)
Mayo	– Recapitalización efectiva del Banco Asiático de Desarrollo (US\$110 mm) – Colombia y Polonia acceden a la Línea de Crédito Flexible del FMI (US\$31 mm) – Rumania firma acuerdo Stand-by con el FMI (US\$17 mm)
Agosto	– Colocación efectiva de los Derechos Especiales de Giro (aproximadamente US\$250 mm)
Septiembre	– Recapitalización efectiva del FMI (US\$500 mm)

Tal como se anticipaba, entre los países con los mismos niveles de fundamentos, los que no tenían acceso a los mecanismos de financiamiento de PIUI experimentaron incrementos mucho mayores de sus diferenciales que los que sí tenían acceso. Los diferenciales del EMBI en países sin acceso aumentaron en un máximo de 1.537 pbs durante el plazo de 60 días de la crisis de Lehman y en 811 pbs en países con las mismas calificaciones crediticias pero con acceso a los mecanismos de financiamiento de PIUI (véase el Gráfico 4). Aún más notable es el hecho de que los diferenciales del EMBI de los países sin acceso durante el período de 60 días de la crisis de Lehman tuvieron un rendimiento peor que los diferenciales del EMBI de países de ME con calificaciones crediticias similares durante la

ventana equivalente de la crisis rusa/LTCM —aún otro grupo de control. Así, cuando se introducen controles con respecto al acceso a mecanismos de financiamiento de PIUI, los cuales básicamente estuvieron ausentes durante la crisis rusa/LTCM, y los fundamentos, los diferenciales del EMBI se comportan peor durante la crisis actual, lo que concuerda con lo que habría cabido esperar dada la mayor magnitud de la crisis actual.

Estos ejercicios estilizados que explican los efectos de los fundamentos en relación con el acceso a los mecanismos de financiamiento de PIUI se pueden efectuar formalmente mediante una regresión de la variación de los diferenciales de instrumentos soberanos de los 37 ME incluidos en el índice de diferenciales de EMBI soberanos de J.P. Morgan (durante el plazo de 60 días antes descrito) sobre las medidas de calificación crediticia, así como una variable binaria indicando la falta de acceso a mecanismos de financiamiento de PIUI. Los resultados muestran que ambas variables son significativas para explicar las variaciones de los diferenciales, confirmando así que tanto los fundamentos como los mecanismos de financiamiento de PIUI importan en tiempos de crisis de liquidez (véanse ejercicios econométricos en respaldo de esta sección en el Apéndice 1<sup>12</sup>).

**GRÁFICO 4** El rol del prestamista internacional de última instancia durante la crisis global (EMBI spread, en pbs)



Fuente: Bloomberg.

<sup>1</sup> Incluye Argentina, Ecuador y Venezuela.

<sup>2</sup> Países con acceso al prestamista internacional de última instancia durante la crisis global con el mismo riesgo crediticio que los países sin acceso durante la crisis global. Incluye Belice, Filipinas, Georgia, Ghana, Indonesia, Jamaica, Líbano, Pakistán, Serbia, Sri Lanka, República Dominicana, Turquía, Ucrania y Uruguay.

<sup>3</sup> Países que durante la crisis rusa tenían el mismo riesgo crediticio que los países sin acceso durante la crisis global. Incluye Brasil, Bulgaria, Líbano, Ecuador, Rusia, Turquía y Venezuela.

<sup>12</sup> Se podría sostener que los países con acceso a mecanismos de financiamiento de PIUI tuvieron un mejor rendimiento que los que no lo tienen, no debido al hecho propiamente dicho de que disponen

A fin de calcular si la falta de acceso se hace menos pertinente a niveles más altos de calificación crediticia, también se incluyó en una especificación alternativa un término de interacción de las calificaciones crediticias con la variable binaria. Este término de interacción también es significativo, lo que indica que el acceso es particularmente importante para países con fundamentos relativamente más débiles.

Los resultados anteriores son válidos para diversas especificaciones, incluido un conjunto amplio de variables de control adicionales, tales como indicadores de derechos políticos, antecedentes de incumplimiento soberano de los pagos, índices de libertad económica, medidas de crecimiento tendencial, integración financiera, integración comercial, así como rezagos en las variaciones de los diferenciales, ninguno de los cuales resulta significativo en presencia de las variables explicativas principales.

Como pruebas adicionales de robustez se calculó un segundo conjunto de regresiones usando la variación porcentual de los precios de los bonos soberanos del EMBI (correspondiente al período de 60 días antes descrito) como la variable dependiente y las calificaciones crediticias, las medidas de acceso al PIUI y su interacción como variables explicativas. Los resultados también son válidos en el mismo sentido que los presentados anteriormente<sup>13</sup>. Tanto las calificaciones crediticias como el acceso a los mecanismos de financiamiento de PIUI son significativos para explicar las variaciones porcentuales de los precios de los bonos.

Para ilustrar la importancia relativa de los fundamentos en comparación con los mecanismos de financiamiento de PIUI de LAC-7 se efectuó el siguiente ejercicio, usando el modelo base de la primera columna del Cuadro A1.1 del Apéndice 1<sup>14</sup>. Primero se calculó el efecto de calificaciones crediticias promedio más sólidas —en comparación con las imperantes durante la crisis rusa/LTCM— sobre las variaciones de los diferenciales durante el plazo de 60 días siguiente a la crisis de Lehman. A continuación también se calculó el efecto del acceso a los mecanismos de financiamiento de PIUI sobre las variaciones promedio de los diferenciales durante el mismo plazo de 60 días siguiente a la crisis de Lehman. Los resultados muestran que después de la debacle de Lehman los mejores niveles de calificación crediticia de LAC-7 (una mejora del nivel de BB previo a la crisis rusa/LTCM a BBB-, en el período inmediatamente previo a la crisis de Lehman) redujeron los aumentos de los diferenciales en 108 pbs, al mismo tiempo que el acceso a los mecanismos de financiamiento de PIUI redujeron los aumentos

---

de ese acceso, sino más bien porque se otorgó acceso a países que ya contaban con las políticas más adecuadas y que por lo tanto tenían mejores fundamentos. Sin embargo, en esta hipótesis la variable que indica el acceso no sería significativa, porque los efectos de los fundamentos serían recogidos por las calificaciones crediticias.

<sup>13</sup> Salvo por el plazo de interacción, el cual no resulta significativo.

<sup>14</sup> Este ejercicio se efectuó con respecto al grupo LAC-7 menos Argentina (cuyas calificaciones crediticias antes de la crisis de Lehman son peores que las observadas antes de la crisis rusa/LTCM).

de los diferenciales hasta en 718 pbs. Aunque a primera vista las diferencias llaman la atención, una inspección más detenida indica que tal cosa no debería sorprender. En épocas de extrema iliquidez en el mercado internacional de capitales, tener acceso a recursos líquidos es sumamente valioso. De hecho, eso puede marcar la diferencia entre superar o no la crisis<sup>15</sup>.

La interacción entre el apoyo financiero multilateral y los fundamentos macroeconómicos más sólidos se puede analizar siguiendo un enfoque alternativo que complementa los ejercicios econométricos efectuados anteriormente. Este enfoque alternativo es un estudio específico de países de LAC-7 y se concentra más en la dinámica de los coeficientes de liquidez internacional (CLI) —un instrumento robusto de predicción de crisis financieras, medido como la proporción de reservas internacionales a necesidades de financiamiento de corto plazo— para un período de varios años después de la crisis de Lehman, que en el desempeño de los diferenciales inmediatamente después de la debacle de Lehman para la muestra completa de ME incluidos en el EMBI (véase la exposición completa en el Apéndice 2)<sup>16</sup>.

Las conclusiones principales de este enfoque alternativo son las siguientes. Con fundamentos tan débiles como los registrados antes de la crisis rusa/LTCM de 1998, el apoyo multilateral habría llevado los senderos de CLI hacia terrenos más seguros, pero se habrían mantenido bastante cerca de los niveles críticos, con lo que no se hubiera eliminado completamente la incertidumbre en el punto crítico de la crisis. A su vez, los fundamentos más sólidos, aunque constituyen una primera línea de defensa en caso de una crisis global breve, habrían sido insuficientes por sí solos en caso de una crisis global más prolongada para evitar que los CLI comenzaran a deslizarse hacia un terreno financiero peligroso a falta del apoyo multilateral. Los CLI permanecen holgadamente por encima de la zona de peligro únicamente cuando se combinan el apoyo multilateral con fundamentos más sólidos, incluso durante una crisis global prolongada.

Habiendo determinado mediante distintos enfoques que tanto el apoyo multilateral como los fundamentos sólidos fueron claves para explicar la capacidad de resistencia de LAC-7 a la crisis global, con diversos grados de importancia relativa, este informe pasa

---

<sup>15</sup> Además, el aumento observado en las calificaciones crediticias no fue tan notable (apenas dos puntos de la escala) y por ende no se debería anticipar un efecto considerable. De hecho, si LAC-7 hubiese mejorado sus calificaciones crediticias llevándolas a los niveles actuales de Chile, los aumentos de los diferenciales habrían disminuido en 342 pbs más.

<sup>16</sup> Para los fines de este informe, los CLI se definen, tal como en el informe macro del BID (2009), como una versión modificada de la regla Guidotti-Greenspan, es decir, la proporción de reservas internacionales a obligaciones de deuda de corto plazo de la deuda del sector público que se vence dentro de un año, tanto interna como externa e incluye las existencias de instrumentos de esterilización de los bancos centrales, más las necesidades de financiamiento que puedan surgir de los déficits fiscales proyectados, así como las obligaciones de deuda externa de corto plazo del sector empresarial que se vencen dentro del plazo de un año.

a continuación a tratar las implicaciones de política económica. Primero, la atención se centra en las implicaciones sistémicas de política económica en cuanto a los arreglos financieros internacionales para los mercados emergentes y, en segundo lugar, se sugiere un programa tentativo para fortalecer aún más los fundamentos macroeconómicos y microeconómicos de la región.

### Implicaciones sistémicas de política económica<sup>17</sup>

Los elementos de juicio antes presentados hacen pensar que el acceso a los mecanismos de financiamiento de PIUI jugó un rol clave al evitar que los diferenciales del EMBI se dispararan e incluso llevaran a situaciones de dificultades financieras y contracciones económicas graves<sup>18</sup>. De modo que tiene implicaciones importantes para el diseño de una nueva arquitectura financiera internacional para los ME y las acciones futuras del FMI y de los BMD.

Todavía no está del todo claro si los recursos y los instrumentos exhibidos durante esta crisis estarán disponibles cuando los ME encaren la próxima crisis financiera sistémica, especialmente si la misma no se origina en el norte industrializado. Además, hay espacio para ampliar el conjunto de instrumentos y modificar las características de los que hay actualmente para poder manejar los diversos problemas restantes relacionados con las funciones de los PIUI. Como parte de la nueva arquitectura financiera que surja de la crisis actual, estas incertidumbres y brechas en la implementación se deberían manejar más pronto que tarde, aprovechando el impulso generado por la respuesta internacional a la crisis global. En este sentido, es prioritaria la institucionalización y el mejoramiento de los mecanismos ad-hoc de PIUI que se usaron durante la crisis global.

### Problemas de diseño

Una manera natural de analizar las características ideales que debería tener todo mecanismo de PIUI es comenzar por los principios establecidos para prestamistas de última instancia (PUI) a nivel nacional y evaluar en qué medida se pueden emular esos principios a la luz de las limitaciones que se encaran en un contexto internacional.

Un PUI debe ser lo suficientemente eficaz como para evitar una crisis de liquidez (la interrupción del acceso normal al financiamiento por parte de entidades solventes), desactivando así el poder destructivo que ésta pueda tener sobre entidades por lo

<sup>17</sup> Esta sección se basa en Izquierdo y Talvi (2009) y Fernández Arias (2010).

<sup>18</sup> Véase un análisis de los elementos de juicio sistémicos de los efectos adversos de los períodos de desajuste financiero internacional sobre el desempeño macroeconómico de los ME y las características de la recuperación subsiguiente en Calvo, Izquierdo y Talvi (2006).

demás solventes. En principio, un PUI creíble puede desactivar las crisis de liquidez causadas por el pánico sin siquiera llegar a desembolsar recursos, en la medida en que otros acreedores se den cuenta de que la solvencia no correrá ningún peligro. Para obrar el efecto deseado es imprescindible actuar con celeridad, seguridad y poder, a fin de cerrar la brecha financiera y disipar toda desconfianza innecesaria entre los inversionistas. Bahegot (1873) y autores posteriores han subrayado que en el contexto de crisis bancarias, la extensión de préstamos a entidades solventes es algo que debería dejarse sentado *ex-ante* (y que se debería darse de manera automática *ex-post*), debería estar disponible en grandes cantidades (cuando se requiera) en términos más exigentes que los del mercado en épocas normales y se debería emitir contra cualquier garantía valuada a su precio de tiempos normales.

Además, el PUI también debería estar listo para atender casos en los que se interrumpe el acceso al financiamiento de entidades insolventes. En este caso, al hacer un llamado a una reestructuración, el PUI debería apoyar medidas de atenuación y resolución de la crisis con poder y celeridad, dando su apoyo a procesos de quiebra en su condición de acreedor principal (en lugar de extender préstamos libremente contra activos garantizados a altas tasas de interés) y coordinar el manejo de la crisis mientras que las entidades insolventes se venden o liquidan. La participación del PUI también se debe dejar establecida *ex-ante* (y se debe mantener posteriormente de manera automática *ex-post*).

La primera dificultad práctica que encara el PUI es establecer si una crisis se basa en problemas de liquidez o de solvencia. Si una crisis de liquidez se interpreta erróneamente como una crisis de solvencia, se perderá valor a medida que se vayan reorganizando innecesariamente entidades viables (con el apoyo del PUI) a un costo oneroso. De otro lado, si una crisis de solvencia se diagnostica erróneamente como una crisis de liquidez, se perderá valor a medida que se vayan posponiendo los procesos de quiebra, lo que acaba por ocasionar pérdidas a los acreedores.

Otro costo, menos obvio, de esta dificultad práctica del diagnóstico del tipo de crisis es el riesgo moral. Para lidiar con el riesgo moral generado por un diagnóstico erróneo de una crisis de solvencia como crisis de liquidez, el PUI tradicionalmente depende de la regulación prudencial y el diseño de incentivos para promover el monitoreo del sector privado a fin de controlar el peligro que genera el riesgo moral. El diseño mismo de un PUI que estipule garantías sólidas y préstamos a altas tasas de interés se puede interpretar como una defensa inicial contra el riesgo moral, al aumentar el costo esperado para las entidades que recurran a ese mecanismo de financiamiento, con lo que se inducirá una menor propensión a correr riesgos.

Al pasar a un contexto internacional, un PIUI encara un problema clave adicional, es decir, el de la soberanía, ya que el PIUI no podrá aplicar regulación prudencial ni aplicar procedimientos de quiebra a gobiernos soberanos —una opción que sí tienen

disponibles los PUI. Esto justifica la introducción de la condicionalidad como un principio a incluir en la lista de características de un PIUI eficaz, ya que se puede considerar que la condicionalidad es un sustituto de la regulación (para prevención de crisis) y procesos de quiebra (para atenuación y resolución de crisis).

Sin embargo, para que la condicionalidad siga siendo un factor disuasivo del riesgo moral debe ir acompañada de reglas claras y creíbles en cuanto al retiro de apoyo financiero comprometido por el PIUI cuando un país se aparta de los términos de condicionalidad previamente convenidos<sup>19</sup>. Este tema, y en particular los desafíos que encaran los PIUI en cuanto al retiro del apoyo —debido a los costos que ello puede infligir a los gobiernos deudores— es un elemento clave a tener en cuenta al concebir arreglos prácticos de PIUI<sup>20</sup>.

En síntesis, las características de un PIUI ideal deberían ser:

- **Eligibilidad ex-ante:** elegibilidad de un país en función a condiciones previamente concertadas sobre la calidad de los regímenes de políticas que deben estar vigentes.
- **Certidumbre:** ayuda automática de liquidez (es decir, no discrecional) de acuerdo a mecanismos y condiciones previamente acordados con un plazo de pago que responda adecuadamente a necesidades financieras extraordinarias.
- **Rapidez:** desembolsos oportunos e inmediatos que eviten crisis en vez de tratar sus consecuencias o, si ya se ha declarado una crisis, que la atenúen a un costo mínimo.
- **Poder:** apoyo suficiente para cumplir con las obligaciones financieras de corto plazo y evitar un colapso de la demanda agregada.
- **Enfoque:** extender préstamos a tasas disuasorias sin impedimentos al pago anticipado y con comisiones por compromiso bajas o nulas que reduzcan los incentivos al uso del mecanismo de financiamiento cuando no haya una crisis financiera, pero que incentiven el uso preventivo del mismo.
- **Rol catalítico:** acuerdo financiero previamente convenido con acreedores oficiales y privados de no obrar de manera contradictoria y ayudar a configurar un plan financiero coherente.

Las condiciones de elegibilidad ex-ante podrían abarcar condiciones prudenciales ex-ante. Por ejemplo, un marco de políticas para acceder al financiamiento y dirigidas a promover la estabilidad podría incluir el siguiente conjunto de políticas:

<sup>19</sup> Véase, por ejemplo, Arozamena y Powell (2003).

<sup>20</sup> Véase un tratamiento detenido de este tema en Fernández Arias (2010).

- Políticas prudenciales tales como la cobertura de amortizaciones con reservas internacionales o reglas de liquidez (como las que se describen en la Parte 2).
- Marcos para la estabilidad del sistema financiero que se ajusten a las normas internacionales.
- Regímenes de políticas monetarias y cambiarias adecuados que respondan eficientemente a los choques.
- Políticas fiscales adecuadas, es decir, reglas fiscales anticíclicas combinadas con metas fiscales compatibles con la convergencia hacia niveles prudentes de deuda del sector público.

### *Respaldo a los PIUI*

La institución que se ubica naturalmente como eje de las funciones de PIUI es claramente el FMI. La creación de la línea de crédito flexible (LCF) del FMI ha sido decididamente una mejora de los arreglos financieros internacionales. Sin embargo, un elemento de inquietud es el hecho de que, aunque la LCF ha sido dotada por parte del G-20 de los recursos necesarios para hacer frente a esta crisis, la mayor parte de los fondos nuevos tiene un elemento de provisionalidad (debe ser aprobado quinquenalmente) y que es contingente a la ocurrencia de una crisis (potencial), lo que suma un elemento de incertidumbre<sup>21</sup> poco deseable. Esta dotación de recursos financieros y este apoyo al PIUI debe seguir adelante si es que la función de acreedor de última instancia ha de seguir siendo eficaz, lo que además llevaría a los países a adoptar arreglos con el PIUI en vez de seguir políticas menos eficientes de autoaseguramiento a través de la acumulación de reservas internacionales.

Otro elemento a tener en cuenta es el papel de apoyo de los BMD. Estos bancos, guiados por un propósito de desarrollo que les imprime una mayor disposición a extender préstamos en entornos más riesgosos cuando los beneficios sociales son grandes, han jugado en el pasado un rol crediticio anticíclico cuando los acreedores privados se retiran. La pregunta es cuál debería ser su papel en presencia de un PIUI como el que ya se ha descrito.

Primero que nada, los BMD deberían ser actores clave que ayuden a los países a alcanzar marcos de políticas que promuevan la estabilidad (los cuales son consistentes con las políticas estructurales que se tratan en la sección siguiente) necesaria para el acceso al PIUI.

---

<sup>21</sup> En Fernández Arias (2010) se presenta una discusión sobre otros problemas potenciales tales como las presiones políticas a favor de una mayor flexibilidad de los PIUI hacia ciertos países con mayor influencia política, cómo descalificar a un país que ha dejado de cumplir con los criterios fijados, así como el llamado estigma de unirse a un programa concebido para proporcionar financiamiento de emergencia como señal de debilidad.

Además, las funciones del PIUI se aplican principalmente a situaciones financieras extremas, lo que deja por fuera casos menos graves de inestabilidad de mercados financieros y las fluctuaciones naturales de la demanda financiera producto del ciclo económico normal de los países. Hasta tanto no se perfeccionen las funciones de PIUI, un PIUI podría dejar de actuar en una buena cantidad de situaciones extremas, bien sea debido a que algún país no reúne los requisitos, estigmatización o desconfianza, en las que se podría justificar el apoyo financiero internacional de los BMD<sup>22</sup>.

Asimismo, se recurre a los BMD en tiempos difíciles para que participen en la reasignación de actividades del sector público mediante préstamos de inversión y préstamos basados en políticas. Ellos apuntalan la integridad del desarrollo protegiendo aspectos clave del gasto público, el cual podría ceder bajo la presión del ajuste fiscal, colaboran en la concepción y protección de programas sociales dirigidos a contener los efectos de la recesión sobre los pobres y las generaciones futuras, y salvaguardan los proyectos de inversión y las reformas de política económica que podrían caer víctimas de un ajuste desordenado debido a la falta de financiamiento.

### *¿Dónde estamos?*

La LCF del FMI se creó en 2009 en respuesta a la crisis global y, aunque todavía se halla en plena evolución, comparte el espíritu de muchos de los principios de PIUI ya descritos y es de un espectro mucho más amplio que el mecanismo de financiamiento a corto plazo con fines de liquidez (MFCPL) que se creó en 2008 y se descontinuó en 2009 sin haber llegado a usarse<sup>23</sup>. La LCF también se puede usar a modo de arreglo preventivo (una línea de crédito previamente aprobada) en caso de choques a la balanza de pagos, no necesariamente un choque de liquidez que se pueda revertir rápidamente y que se corrija por sí solo sin necesidad de ajustes como en el MFCPL. En retrospectiva, el objetivo de la LCF era corregir los defectos de su precursora, la línea de crédito contingente (LCC), la cual no incluyó requisitos de precalificación para los países y por lo tanto estuvo sujeta a un proceso de aprobación lento e incierto y también a la condicionalidad ex-post<sup>24,25</sup>.

<sup>22</sup> Véase Fernández Arias, Powell y Rebucci (2009).

<sup>23</sup> El FMI ha descrito este logro como "... el cambio más importante en la forma en que el FMI interactúa con sus miembros desde el fin de Bretton Woods". Hasta ahora se han unido México, Polonia y Colombia.

<sup>24</sup> La LCC venció en 2003 y tampoco llegó a usarse.

<sup>25</sup> Los acuerdos de derecho de giro tradicionales también se flexibilizaron más en 2009 según los principios anteriores, en forma de acuerdos de giro de alto nivel de acceso y carácter precautorio ("HAPA", por sus siglas en inglés), dirigidos a países que no cumplen con los requisitos de las LCF. Siguen siendo arreglos tradicionales cuyos desembolsos están sujetos a criterios de fases y topes que se monitorean a través de la condicionalidad y revisión ex-post.

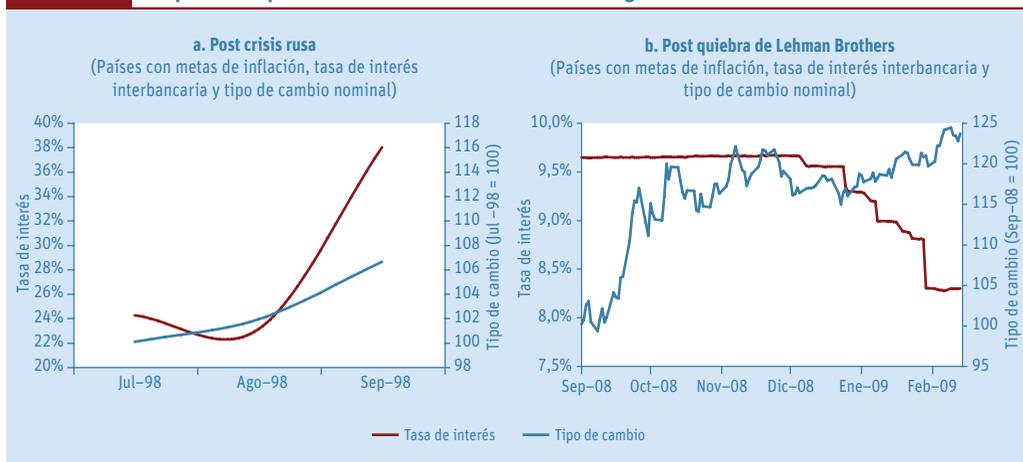
Partiendo de las ventajas y limitaciones propias de los arreglos actuales, la estrategia de cara al futuro debería tener dos elementos: el primero es la institucionalización y el mejoramiento de los mecanismos actuales de PIUI según los criterios expuestos. El segundo elemento de esa estrategia es la participación del país en el diseño de políticas dirigidas a cumplir los criterios de elegibilidad para acceder a los mecanismos de financiamiento de PIUI, con el respaldo de los BMD. Estos dos componentes podrían constituir la base de un “pacto de estabilidad a largo plazo en los mercados emergentes” compatible con incentivos. En consonancia con la LCF del FMI, sólo podrían gozar de los beneficios del acceso a mecanismos de financiamiento de PIUI aquellos países que precalificaran, en base a iniciativas previas dirigidas a alcanzar un marco sólido de políticas macroeconómicas, previniendo así el riesgo moral. En este pacto, como ya se expuso, el FMI y los BMD cumplirían funciones complementarias, el primero como PIUI para los ME y el segundo financiando el programa de reforma del marco de políticas macroeconómicas. De modo que se debe proveer al FMI y a los BMD de los recursos adecuados para esa tarea.

Desde la crisis mexicana del “Tequila” en 1994, pasando por la crisis asiática de 1997, la crisis rusa/LTCM de 1998 y la crisis de Enron en 2001/02, muchos países de ME con fundamentos perfectamente sólidos se vieron penalizados por el contagio, lo que infligió dificultades innecesarias a economías por lo demás saludables. De haberse contado con un PIUI que evitara la propagación del virus hacia economías saludables se habría evitado mucho sufrimiento, tanto económico como humano. La disposición de la comunidad internacional durante la crisis global a poner tanto los recursos como los instrumentos a disposición de los ME y la eficacia de esa intervención han creado las condiciones para la institucionalización de los mecanismos de financiamiento de PIUI, a fin de que los ME prevengan futuras crisis. La comunidad internacional debería aprovechar esta oportunidad para solidificar su apoyo.

### **Implicancias de política económica doméstica para LAC**

Los elementos de juicio ya presentados hacen pensar que fundamentos macroeconómicos más sólidos en los países de LAC-7 también jugaron un rol significativo en la prevención de dificultades financieras graves en el punto crítico de la crisis global. La institucionalización de los regímenes monetario, fiscal y financiero haría consolidar estas mejoras de los fundamentos macroeconómicos y contribuirían en gran medida a reforzar la credibilidad de las políticas y la capacidad de resistencia a las crisis en esas economías. Aunque en muchos países este proceso todavía está en marcha, varios de los países de la región ya han pasado a la etapa de adopción de estos regímenes.

**GRÁFICO 5** Respuesta de política monetaria: crisis rusa vs. crisis global



Fuentes: a. IMF; b. Estadísticas nacionales/Bloomberg.  
Los Países con metas de inflación son Brasil, Chile, Colombia, México y Perú.

### Consolidación de la credibilidad de las políticas macroeconómicas

Brasil, Chile, Colombia, México y Perú se orientaron hacia regímenes de metas de inflación (MI) que han demostrado ser sumamente eficaces para controlar la inflación y manejar la crisis global. Como se puede ver en el Gráfico 5, estos países respondieron a la crisis global con una política monetaria expansiva que consiguió reducir las tasas de interés y al mismo tiempo devaluar considerablemente el tipo de cambio, a fin de amortiguar choques externos sin provocar un caos financiero. Esta capacidad se ha debido en gran medida al proceso de desdolarización que tuvo lugar en la región y a la subsiguiente reducción del miedo a flotar la tasa de cambio por parte de los bancos centrales<sup>26</sup>. Además, los regímenes de MI de estos países fueron lo suficientemente flexibles como para adaptarse a desviaciones breves de las metas inflacionarias de largo plazo o usar reservas cuando las condiciones internacionales cambiaron drásticamente<sup>27,28</sup>. Chile

<sup>26</sup> Véase Ortiz, Ottonello, Sturzenegger y Talvi (2009).

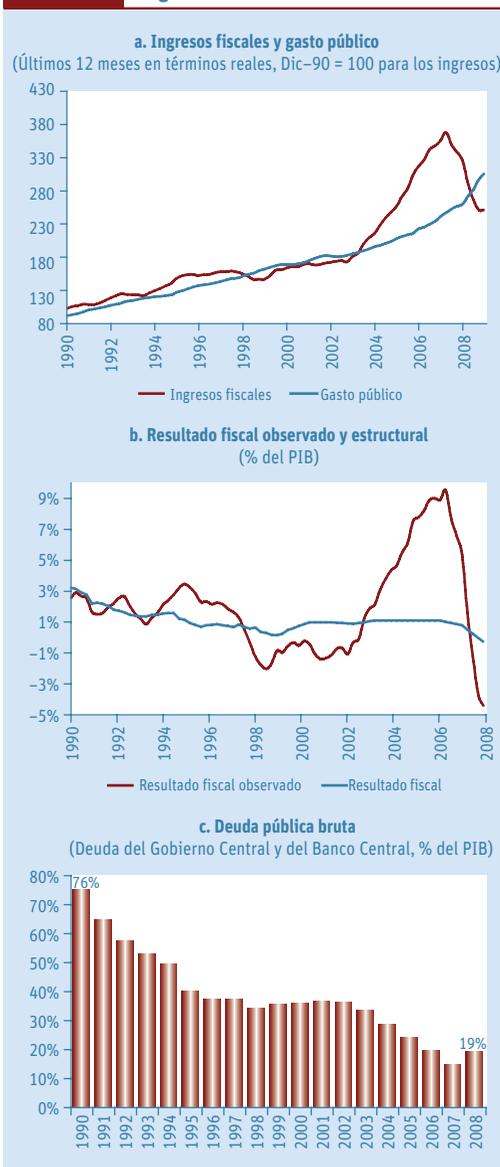
<sup>27</sup> Véase una racionalización de la optimalidad de regímenes de MI contingentes en Caballero y Krishnamurthy (2003) y, más recientemente, en Benigno, Chen, Otrok, Rebucci y Young (2009), y, en cuanto al uso de reservas en momentos de cambio drástico de las condiciones internacionales, véanse Calvo (2006) y Céspedes, Chang y García Cicco (2009).

<sup>28</sup> Es justo reconocer que la crisis global reciente hizo relativamente fácil seguir políticas expansivas en un contexto de MI sin perjudicar la credibilidad del régimen por dos motivos. Primero, el hecho de que la crisis se originó en países industrializados y luego adquirió una escala mundial dejó absolutamente en claro que la causa fue externa a las economías de LAC-7. En segundo lugar, la crisis global hizo que se desplomaran los precios de los productos básicos (*commodities*), lo que facilitó a los bancos centrales la tarea de mantenerse dentro del rango de las metas inflacionarias a pesar de devaluaciones considerables. Sin embargo, puede que las fluctuaciones externas futuras no sean tan claramente definidas como esta

y Perú son buenos ejemplos de ello. En vista del algo grado de dolarización del sistema bancario, el régimen de Perú incluye reglas contingentes que indican en qué momento el régimen puede pasar a una etapa de intervención cambiaria en presencia de presiones externas considerables. En Chile se emplean anuncios transparentes de justificación de los motivos de una intervención y se definen claramente los plazos de tiempo y la magnitud máxima de la misma<sup>29</sup>.

En el ámbito fiscal, Chile ha adoptado una regla fiscal estructural que ha contribuido considerablemente a regular el comportamiento procíclico tan generalizado entre los países latinoamericanos<sup>30,31</sup>. Mediante esa regla, Chile consiguió acumular grandes superávits fiscales en los años precedentes al estallido de la crisis y a llevar a cabo una política fiscal anticíclica cuando erupcionó la crisis sin comprometer la sustentabilidad (véase el Gráfico 6). Además, según el funcionamiento de esa regla, la cual fijó un superávit estructural de uno por ciento del PIB al año, se redujo el nivel de la deuda del sector público chileno a 15% del PIB en 2007 (véase el Gráfico 6, panel c), el nivel más bajo de la región y muy por

**GRÁFICO 6** Regla fiscal estructural chilena



Fuente: Estadísticas nacionales.

crisis global, lo que podría dar cabida a la posibilidad de que se presenten problemas de credibilidad, a menos que se especifique la contingencia de las reglas ex-ante.

<sup>29</sup> Véase De Gregorio, Tokman y Valdés (2005).

<sup>30</sup> Véase un tratamiento detallado de la regla fiscal de Chile en Marcel, Tokman, Valdés y Benavides (2003) y en García, García y Piedrabuena (2005).

<sup>31</sup> De hecho, el país medio de LAC-7 gastó 85% del incremento de sus ingresos fiscales entre diciembre de 2003 y marzo de 2008, un nivel mucho mayor que el aumento de 33% observado en Chile. Véase evidencia sobre el comportamiento pro-cíclico en América Latina, por ejemplo, en Cerisola y Singh (2006) y en BID (2008).

debajo de los niveles de seguridad calculados por el FMI (2003) y Reinhart, Rogoff y Savastano (2003).

En el ámbito financiero, algunos de los países de la región han adoptado o planean adoptar regímenes prudenciales anticíclicos basados en el éxito del modelo español de reservas dinámicas durante la crisis global. En pocas palabras, según el sistema español, los bancos deben aumentar sus reservas generales cuando el crecimiento del crédito sobrepasa su promedio histórico. Esto vincula implícitamente las reservas al ciclo económico, en vista de que, en general, los períodos de auge y el aumento del crédito van de la mano. El caso de Perú es un ejemplo de variación de la regla española en el que la regla anticíclica se activa al nivel de país en vez de al nivel específico de cada banco. En noviembre de 2008 Perú adoptó un régimen anticíclico de constitución de reservas en función de las fluctuaciones del PIB. La regla se activa cuando el crecimiento del PIB sobrepasa su nivel medio de largo plazo y, a diferencia del método español, se aplica a todos los bancos independientemente del desempeño individual en cuanto al crecimiento crediticio. Se espera que otros países, como Colombia, pongan en práctica un sistema similar al de España en 2010<sup>32</sup>.

La adopción de regímenes de políticas económicas en la dirección antes descrita no sólo mejoraría la estabilidad financiera propiamente dicha, sino que además haría aumentar las probabilidades de acceder a mecanismos de financiamiento de PIUI en el futuro, lo que le conferiría una mayor solidez a los mecanismos de aseguramiento financiero de largo plazo.

### *Desatar la capacidad productiva*

Independientemente de los significativos avances logrados en el fortalecimiento de los fundamentos de la política macroeconómica con miras a la estabilidad financiera a largo plazo, el desempeño de largo plazo de la región en comparación con el mundo industrializado y otras regiones emergentes ha sido bastante insatisfactorio.

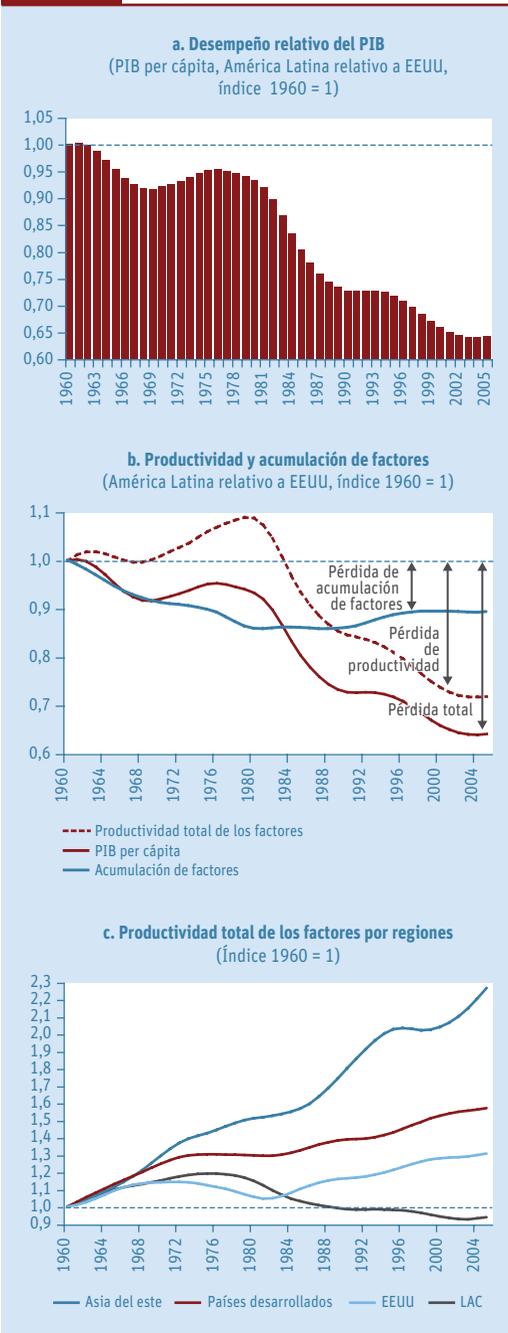
El Gráfico 7 (panel a) muestra un índice del desempeño relativo del PIB per cápita en América Latina comparado con el de EE.UU. Se puede ver que para 2005 la proporción

<sup>32</sup> La posibilidad de incluir elementos anticíclicos en la regulación prudencial de requerimientos de capital no ha alcanzado un nivel de consenso y actualmente se discute en todo el mundo sobre cómo implementarla. A fin de aplicar un régimen de requerimientos de capital anticíclico habría que resolver algunos aspectos que actualmente están en discusión, tales como si se debería tratar por igual todos los activos, independientemente de sus características de riesgo, así como de qué manera evitar la penalización excesiva de los bancos que están creciendo de manera segura. En cierta medida, para los países latinoamericanos la decisión es un poco más fácil que para las economías avanzadas, en vista de que la complejidad de los balances generales de las instituciones financieras es mucho menor. En países en los cuales el crédito es el elemento dominante de los activos bancarios, la diferencia entre adoptar un componente anticíclico —es decir, la constitución de provisiones o requisitos de capital— es menor.

del PIB per cápita en América Latina en comparación con el PIB per cápita de EE.UU. disminuyó aproximadamente en una tercera parte con respecto a 1960. De hecho, el ingreso medio per cápita en la región fue equivalente a una cuarta parte del de EE.UU. en 1960 y actualmente es apenas una sexta parte. En lugar de alcanzar al mundo industrializado, la región de América Latina y el Caribe se ha rezagado aún más.

¿Qué factores hay detrás de este desempeño tan débil? El informe *Desarrollo en las Américas* de 2010 del BID sobre la productividad analiza este problema detenidamente y determina que, contrariamente a la creencia general, estos antecedentes tan decepcionantes no necesariamente se pueden achacar a la acumulación de factores. Un crecimiento lento de la productividad, más que los impedimentos a la acumulación de factores, ofrece una mejor explicación de la divergencia del ingreso per cápita de América Latina con respecto al de las economías industrializadas. En el Gráfico 7 (panel b) se descompone el PIB per cápita en América Latina relativo al de EE.UU. entre acumulación relativa de factores y productividad total de los factores (PTF) relativa. Se puede apreciar claramente que aproximadamente 75% de la diferencia es atribuible a rezagos en la productividad relativa<sup>33</sup>. Según cálculos estimados en BID (2010), la productividad de América Latina es aproximadamente equivalente

**GRÁFICO 7** Actividad económica e ingreso per cápita en América Latina: una perspectiva de largo plazo



Fuente: Penn World Tables.

<sup>33</sup> En concordancia con los cálculos de Daude y Fernández Arias (2010)

a la mitad de su potencial y esa diferencia no se está reduciendo. Cerrar la brecha de productividad con respecto al potencial permitiría efectivamente cerrar la mayor parte de la brecha del ingreso per cápita con respecto a los países industrializados. Visto en un contexto comparativo mundial, el lento crecimiento de la productividad es responsable del crecimiento más lento en América Latina. El Gráfico 7 (panel c) muestra un índice de la PTF en América Latina y otros países o grupos de países. Muestra claramente en qué medida se ha rezagado la región: mientras que el Este de Asia ha más que duplicado sus niveles de PTF con respecto a los de 1960, América Latina ha permanecido estancada.

Para una región con hambre de crecimiento, diagnosticar las causas de esa precaria productividad y acometer sus raíces es una importante prioridad de desarrollo. En BID (2010) se identifican varias características del panorama productivo latinoamericano que sirven de punto de partida para el análisis de políticas y se resalta la complejidad de lograr avances de eficiencia agregada, lo que efectivamente constituye un problema intrincado que va mucho más allá del crecimiento tecnológico. Este proceso exige un marco de incentivos alineados, competencia leal por recursos y la oportunidad de que las empresas con buenas ideas prosperen y crezcan. La baja productividad es a menudo el resultado no intencional de una miríada de deficiencias de mercado y políticas económicas precarias que distorsionan los incentivos a la innovación, impiden la expansión de empresas eficientes y promueven la supervivencia y el crecimiento de compañías ineficientes.

El aumento de la productividad también exige una coordinación considerable para identificar políticas apropiadas, entender los conflictos entre los diversos objetivos, asegurar los recursos necesarios para implementar las políticas, tratar con los que preferirían el status quo a políticas distintas y mantener esfuerzos sostenidos en áreas complementarias hasta que los mismos fructifiquen. Un emprendimiento de este tipo depende de la capacidad del estado y del sistema político de mantener políticas estables y creíbles que permitan que el sector privado invierta e innove a un horizonte de largo plazo, así como de adaptar las políticas a los cambios de las circunstancias económicas y coordinar las políticas de distintas áreas —económica, social e institucional— tomando en cuenta sus efectos recíprocos.

Hasta ahora la región no ha podido implementar eficazmente un programa de mejoramiento de la productividad porque necesitaba destinar una gran atención a la solución de problemas macroeconómicos de larga data. Sin embargo, en la medida que los arreglos financieros internacionales recientes vayan evolucionando y se conviertan en un “pacto de estabilidad a largo plazo” como el ya descrito, varios países de América Latina y el Caribe podrían estar en condiciones de afrontar los desafíos microeconómicos pendientes para superar los obstáculos de productividad de larga data restantes en un contexto de estabilidad. Las aptitudes y el capital político de las autoridades encargadas de formular las políticas se podrían concentrar totalmente en

la eliminación de obstáculos fundamentales al crecimiento de la productividad, en vez de dedicarlos a manejar la próxima crisis macroeconómica.

Las medidas para mejorar el crecimiento basado en la productividad también deberían ser una prioridad de las instituciones multilaterales, las cuales deberían brindar un apoyo considerable en vista de su experiencia en el respaldo de esta clase de actividades en otros países o regiones, así como por su capacidad de proporcionar préstamos para el desarrollo a largo plazo. Y en la misma medida en que el FMI debería abordar de raíz las inquietudes macroeconómicas, el mejoramiento del crecimiento de la productividad es tarea de los BMD. Desde esta perspectiva, el diagnóstico y las perspectivas contenidos en el informe del BID de 2010 sobre la productividad deben tomarse como un aporte para superar lo que se podría considerar como el desafío para el desarrollo más importante de la región.

## Parte 2



## Después de la crisis global: desafíos de política económica para los países de América Latina

### La vida después de Lehman

Para finales de marzo de 2009 finalmente se había logrado contener la caída libre provocada por la crisis financiera global, lo que dio paso a un período de recuperación. En EE.UU. la crisis llegó a su punto más bajo cuando las tasas interbancarias indexadas a un día (“OIS”, por sus siglas en inglés) y los diferenciales bancarios y empresariales disminuyeron brusca y considerablemente, y en algunos segmentos del mercado volvieron a los niveles previos a la crisis de septiembre de 2009 (véase el Gráfico 8, paneles a y b). Además, como ya se expuso en la Parte 1, el ingente apoyo de liquidez proporcionado por la comunidad internacional a los ME desactivó problemas internacionales de liquidez potencialmente graves.

El mejoramiento de las condiciones financieras mundiales y el apoyo de la comunidad internacional le dieron un vuelco a las perspectivas para los ME en general y para América Latina en particular. La recesión en los países industrializados tocó fondo en el segundo trimestre de 2009, los precios de los productos básicos (*commodities*) exhibieron una recuperación importante y los ME recobraron el acceso a los mercados internacionales de capitales. Los diferenciales tanto soberanos como corporativos en los ME disminuyeron muy bruscamente y la emisión cobró un vigor importante. En particular, las emisiones corporativas, que casi se habían detenido del todo en el trimestre finalizado en diciembre de 2008, fueron regresando a los niveles previos a la crisis para septiembre de 2009. La madurez de los pasivos, que se había deslizado rápidamente hacia el corto plazo, se fue alargando gradualmente (véase el Gráfico 8, paneles c a h).

Estas mejoras bruscas y considerables de los factores externos condujeron a una reversión rápida de la dirección de los flujos de capital. Tras el estrepitoso desplome de más de 4% del PIB de las entradas de capital a LAC-7 que siguió a la crisis global, en el tercer trimestre de 2009 se produjo una recuperación rápida a los niveles anteriores

**GRÁFICO 8 Recuperación global y factores externos en América Latina**

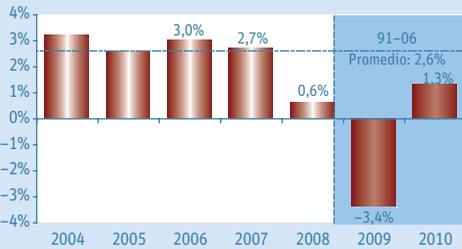
**a. Spreads de las instituciones financieras**  
(Money Center Banks<sup>1</sup>, en pbs)



**b. Spreads de las instituciones no financieras**  
(en pbs)



**c. Crecimiento en los países industrializados**  
(PIB<sup>2</sup>, variación anual)



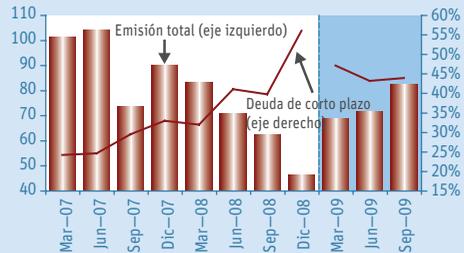
**d. Precio de los commodities**  
(Índice global de commodities<sup>3</sup>, promedio 91-97 = 100)



**e. Spreads de los bonos soberanos de países emergentes**  
(EMBI+ y Latin EMBI; en pbs)



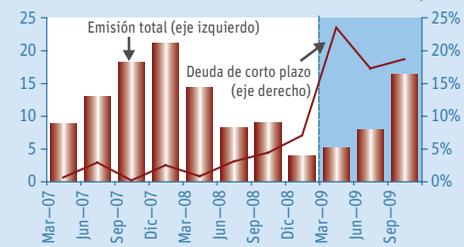
**f. Emisión de bonos soberanos de países emergentes**  
(LAC-7, emisión total en miles de mill. de US\$ y emisión con vencimiento a menos de 1 año en % de la emisión total)



**g. Spreads de los bonos corporativos de países emergentes**  
(Latin CEMBI; en pbs)



**h. Emisión de bonos corporativos de países emergentes**  
(LAC-7, emisión total en miles de mill. de US\$ y emisión con vencimiento a menos de 1 año en % de la emisión total)



Fuentes: a. Bloomberg; b. Bloomberg; c. WEO; d. FMI; e. Bloomberg; f. Bloomberg; g. Bloomberg; h. Bloomberg.

LAC-7 es el promedio simple de las siete principales economías de América Latina, a saber Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela. Estos países representan el 91% del PIB de América Latina.

<sup>1</sup> Promedio ponderado por capital de JP Morgan, Bank of America, Citibank y Wells Fargo.

<sup>2</sup> Fuente: WEO (Oct-09).

<sup>3</sup> Fuente: FMI.

a la crisis. Estas nuevas entradas llevaron a una recuperación pronunciada y rápida de los flujos de crédito y de los precios de los activos, una revalorización significativa de los tipos de cambio a pesar de la intervención considerable de los bancos centrales, la expectativa de una recuperación vigorosa de la actividad económica en 2010 y un alto a las presiones desinflacionarias (véase el Gráfico 9, paneles a–f)<sup>34,35</sup>.

El mejoramiento de las condiciones financieras globales también trajo consigo una mejora importante de los coeficientes de liquidez internacional (CLI) de los países de LAC-7. Los CLI se definen —tal como en el informe macro (2009) del BID— como una versión modificada de la regla Guidotti-Greenspan, es decir, la proporción de reservas internacionales a obligaciones de deuda del sector público que se vence dentro del plazo de un año, tanto interna como externa, e incluye los instrumentos de esterilización del banco central, más las necesidades de financiamiento que puedan surgir de los déficits fiscales proyectados, más las obligaciones de deuda externa de corto plazo del sector corporativo que venzan dentro del plazo de un año.

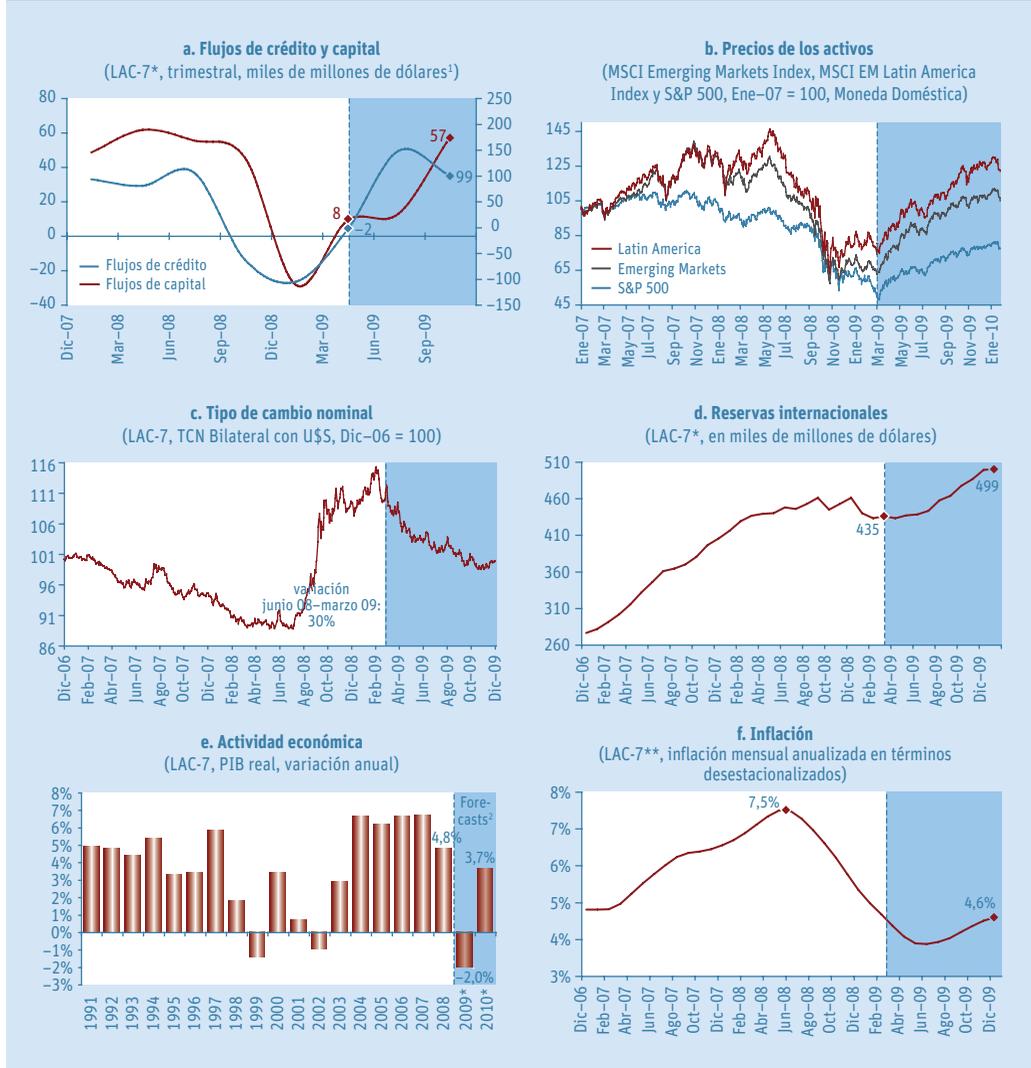
Tal como ya se analizó en el informe macro del BID (2009), en las condiciones globales imperantes en el primer trimestre de 2009, cuando no se podía descartar una crisis prolongada (definida como el Escenario de Invierno que se muestra en el Apéndice 2), los CLI podrían haber evolucionado hacia niveles críticos que podrían haber provocado crisis de liquidez y dificultades financieras graves, dado que las existencias de reservas internacionales no habrían bastado para cubrir las necesidades de financiamiento (véase el Gráfico 10, donde el CLI medio cae por debajo de 100% en el Escenario de Invierno). Esto se debió al efecto combinado de un acceso precario a los mercados internacionales de capitales, es decir, las dificultades para refinanciar deudas que vencen, y los efectos fiscales adversos de una recesión prolongada o una recuperación anémica, o ambas cosas, y precios deprimidos de los productos básicos (*commodities*)<sup>36</sup>.

<sup>34</sup> La situación es ligeramente distinta en los países que no se fijan metas de inflación (como Argentina y Venezuela), donde, a pesar de la recuperación de las entradas de capital, los movimientos de crédito, los precios de los activos y las reservas internacionales, no tuvo lugar una revalorización sustancial del tipo de cambio nominal y, en el caso de Venezuela, los mercados anticiparon un crecimiento negativo en 2010.

<sup>35</sup> Esta no necesariamente es la situación en algunos países centroamericanos y caribeños, donde, tal como se puede ver claramente en el Recuadro 1, la diferencia en cuanto a características estructurales y vulnerabilidades plantea desafíos también distintos.

<sup>36</sup> El Escenario de Invierno es casi idéntico al escenario en forma de “L” que se planteó en BID (2009). Se diferencia en que se usaron datos reales hasta el primer trimestre de 2009 pero las proyecciones de las variables externas (por ejemplo, el crecimiento industrial por país en el G-7, los términos del intercambio comercial internacional y los diferenciales) son básicamente los mismos que los que se usaron en ese informe macroeconómico. Se asumió que el PIB del G-7 bajaría a un nivel mínimo en junio de 2009 y que de allí en adelante mostraría un crecimiento lento hasta los niveles previos a la crisis para junio de 2012. Se supone que los precios de los productos básicos (*commodities*) permanecen estables a los niveles de marzo de 2009 hasta junio de 2009 y que de allí en adelante se van recuperando gradualmente hasta alcanzar los niveles de diciembre de 2006 (cuando el PIB del G-7 más China

**GRÁFICO 9 Recuperación global y desempeño macroeconómico en América Latina**



Fuentes: a. Estadísticas nacionales/IFS; b. MSCI / Bloomberg; c. Bloomberg; d. Estadísticas nacionales; e. Estadísticas nacionales/JP Morgan; f. Estadísticas nacionales.  
<sup>1</sup> Desde Mar-09 aproximado por Acumulación de Reservas Internacionales - Balanza Comercial  
<sup>2</sup> Fuente: JP Morgan.  
 LAC-7 es el promedio simple (\*suma, \*\*mediana) 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.

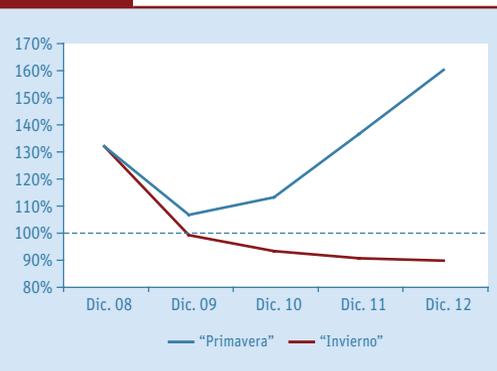
La mejora de las perspectivas globales dio pie a un desplazamiento importante del CLI, lo suficientemente fuerte como para devolver los coeficientes de liquidez a

alcanza los niveles previos a la crisis) y se mantienen estables de allí en adelante. Se asume que los diferenciales del EMBI se mantienen a los niveles de marzo de 2009 hasta junio de 2009 y que de allí en adelante van disminuyendo gradualmente hasta llegar a 300 pbs en junio de 2012, permaneciendo estables subsiguientemente.

niveles seguros, es decir, niveles a los que las reservas existentes bastan para cubrir las obligaciones financieras de corto plazo (véase el Gráfico 10). Esto se debió al efecto combinado de un mejor acceso a los mercados internacionales de capitales y al haber alcanzado un piso de la recesión global con la recuperación de los precios de los productos básicos (*commodities*) que hizo mejorar considerablemente las perspectivas fiscales (condiciones definidas como el Escenario de Primavera)<sup>37,38</sup>.

Con la mejora de las perspectivas globales, el foco de atención en cuanto a los desafíos de política económica para los países de LAC-7 se ha alejado actualmente de las inquietudes de liquidez internacional para centrarse en el manejo de entradas de capital renovadas, precios de activos y crédito pujantes, monedas en revalorización y pérdida de competitividad. Entonces, ¿qué les espera a los ME más adelante? ¿Vendrá el verano después de la primavera? ¿Cuáles son los desafíos de política macroeconómica más probables que deberá afrontar la región en vista de esta nueva oleada de entradas de capital?

**GRÁFICO 10** Coeficientes de liquidez internacional en América Latina: impacto de la mejora en las condiciones financieras globales (CLI, LAC-7)



Fuente: Estadísticas nacionales.

LAC-7 es el promedio simple 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.

CLI<sub>t</sub> = Reservas<sub>t</sub> / (Amortizaciones de Deuda Pública<sub>t+1</sub> + Amortizaciones de Deuda Externa Privada<sub>t+1</sub>)

<sup>1</sup> El apoyo multilateral incluye el 23,2% del PIB de Brasil, Colombia, México y Perú.

<sup>37</sup> El Escenario de Primavera, de carácter más benigno que el Escenario de Invierno, responde a lo que de hecho se observó durante 2009 y en él se asume que esta tendencia proseguirá. Más específicamente, se supone que el PIB del G-7 más China crecerá a las tasas históricas. Se supone que los precios de los productos básicos (*commodities*) siguen aumentando al nivel promedio que se observó durante el período de 2002-2006, asumiendo que el crecimiento vigoroso en China plantea presiones al alza de la demanda de productos básicos (*commodities*). Por último, a medida que los capitales siguen fluyendo hacia los ME, los diferenciales del EMBI van disminuyendo hasta alcanzar los niveles de diciembre de 2006 —los niveles imperantes antes del breve período de auge que duró bastante más de un año y hasta la crisis financiera de EE.UU. que comenzó en 2007— para diciembre de 2010 y que se mantiene estable de allí en adelante.

<sup>38</sup> Sin embargo, conviene subrayar una vez más que la mejora de las perspectivas globales, más rápida y vigorosa de lo anticipado, no fue el único factor que ayudó a los países de LAC-7 a evitar dificultades financieras graves. Como ya se trató en la Parte I, tanto la disposición de la comunidad internacional a desempeñar la función de PIUI, así como fundamentos macroeconómicos más sólidos, jugaron un rol clave durante la etapa más crítica de la crisis global, cuando todavía ni se divisaba el fondo del precipicio.

## Escenarios globales alternativos

Para el momento en que se redactó este informe los mercados en general esperaban que tras la primavera viniera el verano, es decir, un escenario en el que los mercados financieros siguieran mejorando y que la economía mundial continuara su recuperación. Sin embargo, episodios aislados de dificultades financieras graves, tales como el incumplimiento de pago de Dubai World o los persistentes problemas de Grecia, añaden una medida de incertidumbre a la consolidación de la recuperación global<sup>39</sup>. Si bien es posible concebir un regreso a la turbulencia financiera o a una recaída en la recesión, o ambas cosas, a lo largo de este informe se desestimará la posibilidad de que estos peligros latentes hagan volver a la región a la “modalidad de invierno” de la crisis financiera. Esta suposición se hace porque, en primer lugar, según las proyecciones de mercado, es altamente improbable que este escenario se materialice y, en segundo lugar, las propuestas de políticas de tal escenario ya se trataron detenidamente en BID (2009). Además, prepararse para afrontar las consecuencias macroeconómicas de escenarios más benignos resulta útil no sólo porque la región encara actualmente esos mismos desafíos, sino también porque aplicar políticas adecuadas en buenos tiempos es clave para reducir la probabilidad de que se produzcan nuevas crisis.

Antes de pasar a tratar más detalladamente los escenarios globales es importante dejar en claro que el cometido de estos escenarios no es el de servir de pronósticos, cosa que conviene dejar por cuenta de los especialistas de los mercados. Más bien, se conciben como dispositivos analíticos dirigidos a ofrecer un marco en el que poder evaluar la formulación de respuestas de políticas idóneas.

Sobre lo que no parece haber duda alguna es el hecho de que la Reserva Federal de EE.UU. en algún momento va a trazarse una ruta para abandonar las políticas de flexibilización cuantitativa y lasititud monetaria que implementó para hacer frente a la crisis financiera<sup>40</sup>. Todavía no está claro cómo incidirá ese relajamiento en las condicio-

<sup>39</sup> El 26 de noviembre de 2009, Dubai World —una compañía de inversiones que maneja empresas a nombre del gobierno de Dubai— propuso una demora de seis meses en el pago de una deuda de US\$26.000 millones, lo que provocó una caída brusca de los mercados. Desde comienzos de 2010, los mercados financieros temían que se produjera un incumplimiento por parte de Grecia de su deuda soberana. La deuda del sector público total que se vence este año monta a US\$75.000 millones (23% del PIB de Grecia). Sin embargo, a mediados de febrero, los estados miembros del área del euro anunciaron medidas decididas y coordinadas para salvaguardar la estabilidad financiera de la zona del euro. Si, de hecho, la Unión Europea decide ayudar a Grecia a superar su crisis de deuda, el rescate financiero de los préstamos soberanos griegos que se vencen en 2010 representaría 2,2% del PIB de Alemania y 0,5% del PIB de los 15 países miembros de la UE.

<sup>40</sup> Esto ya lo dejó en claro el presidente de la Reserva Federal de EE.UU., Ben Bernanke, en su presentación del 10 de febrero de 2010 ante la Comisión sobre Servicios Financieros de la Cámara de Representantes del Congreso de EE.UU. en Washington, D.C. y el reciente aumento de la tasa de descuentos.

nes financieras internacionales de los ME. Por este motivo se diseñaron dos escenarios alternativos posteriores a la crisis financiera global. El primero de ellos presenta un contexto global optimista que produce una nueva etapa expansiva en LAC-7, a medida que una política monetaria más restrictiva en EE.UU. se asocia con un déficit de la cuenta corriente de EE.UU. cada vez menor y que el ahorro excedente se vierte en mercados emergentes, lo que produce entradas de capitales grandes y sostenidas. En el segundo escenario, la eliminación de políticas monetarias expansivas, combinada con necesidades de financiamiento considerables para los déficits del sector público de países industrializados, lleva a tasas de interés más altas, lo que acaba por desplazar a los ME de los flujos de capital, invirtiendo parcialmente la tendencia actual. En otras palabras, el segundo escenario se diferencia del primero en que el contexto global favorable se ve interrumpido por una reversión parcial de los flujos de capital a los ME debido a la combinación de restricción monetaria y déficits fiscales considerables en los países industrializados. En la siguiente sección describimos detalladamente los escenarios que sirven de base para el análisis de la política macroeconómica que sigue.

### *De la primavera al verano y a una nueva etapa expansiva*

En el primer escenario se supone que, debido a los muy elevados niveles de liquidez internacional, después de la primavera viene el verano, es decir, que el capital internacional sigue fluyendo hacia los países de LAC-7 y que los precios de los productos básicos (*commodities*) se siguen recuperando, lo que crea las condiciones para un período de auge sostenido. Este escenario, que a grandes rasgos coincide con las expectativas de mercado para el momento en que se preparó este informe, se corresponde con una situación en la que EE.UU. sigue adelante con su proceso de reducción de obligaciones, eliminando su déficit de cuenta corriente, a medida que el ahorro en el sector privado supera los déficits del sector público, mientras que los ME reducen sus superávits de cuenta corriente. Así, a pesar de las medidas de restricción monetaria aplicadas en países industrializados, el nivel excedentario de ahorro mundial, combinado con tasas de interés reales bajas a largo plazo y el ajuste de la cuenta corriente global, conduce a grandes entradas de capital a los ME.

En este escenario se supone que el crecimiento de los países del G-7 se mantiene alrededor de 2%, mientras que se anticipa que China mantendrá su crecimiento de dos dígitos<sup>41</sup>. Se supone que los precios de los productos básicos (*commodities*) continúan creciendo al ritmo promedio observado durante el período de 2002–2006, ya que el vigoroso crecimiento de China sostiene la demanda de productos básicos (*commodities*).

<sup>41</sup> Véase un análisis de la importancia de China para América Latina en Cesa Bianchi, Hashem Pesaran, Rebucci, Tamayo y Xu (2009).

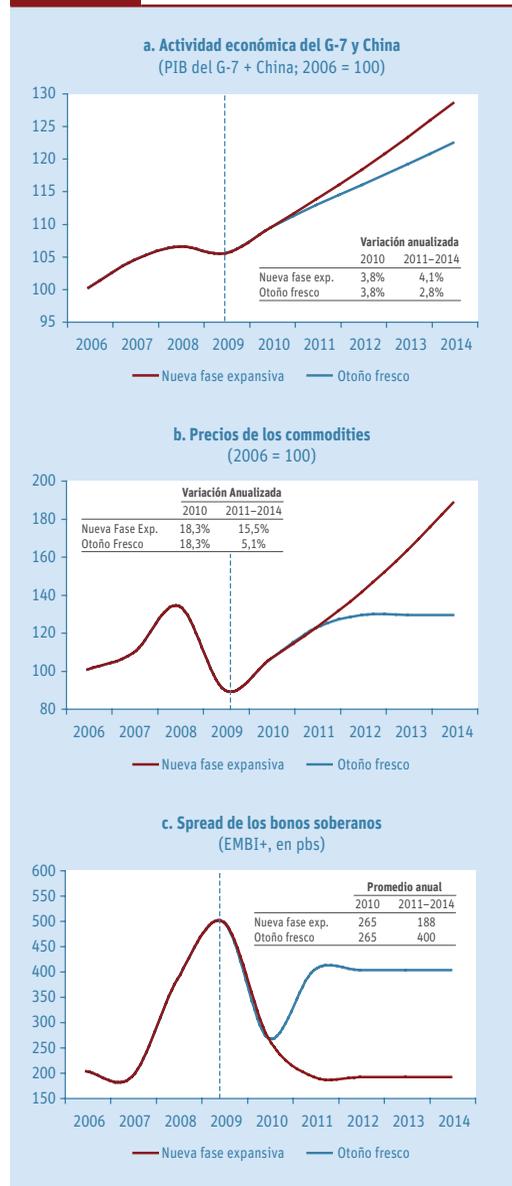
A medida que el capital continúa fluyendo hacia los ME, los diferenciales se mantienen en baja hasta llegar a los niveles de diciembre de 2006—sus niveles imperantes antes del breve período de auge que duró bastante más de un año y se extendió hasta la crisis financiera de EE.UU. que comenzó a inicios de 2007— para diciembre de 2010, manteniéndose estables de allí en adelante (véase el Gráfico 11, paneles a–c).

Un escenario internacional tan favorable se traduce en un auge sostenido en la región. Usando el marco econométrico desarrollado por Izquierdo, Romero y Talvi (2008) se puede transformar el comportamiento de las variables externas antes ilustradas en crecimiento de LAC-7, como muestra el Gráfico 12. El crecimiento medio del PIB en LAC-7 sería cercano a 3% en 2010 y luego aumentaría de manera sostenida hasta alcanzar un nivel anual medio cercano al 5% para el período de 2011–2014.

*De la primavera al verano y de allí a un otoño frío*

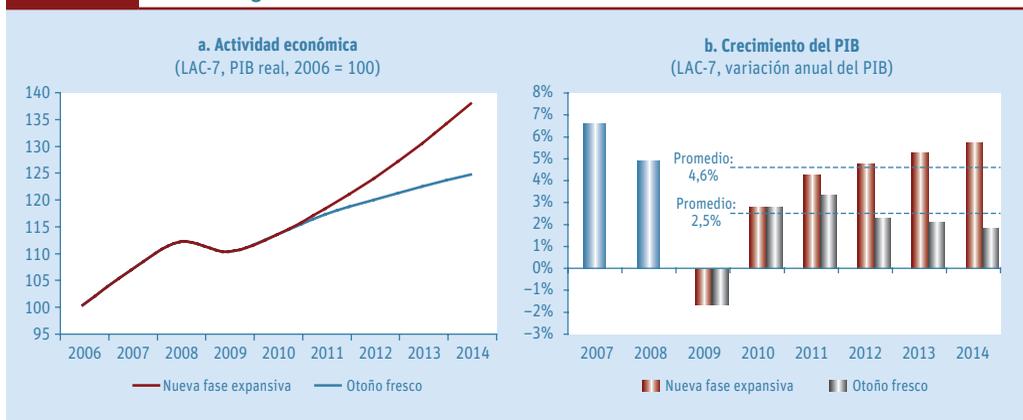
En este escenario, una versión más atenuada del anterior, se asume que después de la primavera viene el verano y que a éste le sigue un otoño frío, debido a las tasas de interés más altas en los países industrializados y condiciones financieras más restrictivas para los ME, a medida que la intensificación de la demanda por parte del sector privado de países industrializados y presiones inflacionarias provocan un abandono resuelto de la flexibilización cuantitativa y políticas monetarias más restrictivas. Esta clase de política, combinada con ingentes necesidades de financiamiento por parte del sector público, conduce a tasas de interés reales considerablemente más

**GRÁFICO 11** Escenarios globales alternativos: factores externos



Fuentes: a. Estadísticas nacionales; b. FMI; c. Bloomberg.

**GRÁFICO 12** Escenarios globales alternativos: actividad económica en América Latina



Fuente: Cálculos propios.

LAC-7 es el promedio simple 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.

altas en los países industrializados. Como consecuencia del desplazamiento, los flujos de capital regresan a los países industrializados y las condiciones financieras internacionales se deterioran para los ME, lo que pone fin a la estación veraniega.

En este escenario alternativo se supone que la transición de la primavera al verano dura hasta finales de 2010. Durante ese período se asume que las variables externas evolucionan de manera idéntica que en el primer escenario. Sin embargo, a medida que se deshacen las políticas expansivas en 2011 y más allá, el alza de las tasas de interés en EE.UU. y otros países industrializados conduce a condiciones crediticias más ajustadas para los ME y al enfriamiento de las entradas de capital. El crecimiento en China se desacelera en respuesta a este nuevo escenario. De otro lado, el crecimiento en los países del G-7 se mantiene estable debido a que los flujos de capital se devuelven parcialmente a las economías industrializadas a medida que el sector privado consolida su proceso de recuperación y aumenta su demanda de crédito. El menor crecimiento en China hace que se detenga el alza de los precios de los productos básicos (*commodities*) y se asume que los diferenciales aumentan a 400 pbs, a medida que EE.UU. y otros países industrializados aumentan sus tasas de interés y desplazan a los ME (véase el Gráfico 11, paneles a-c).

Este escenario internacional con altibajos conlleva una primera etapa de auge de las entradas de capital y de aceleración del crecimiento de los países de LAC-7, seguida por una segunda etapa de desaceleración del crecimiento. El comportamiento de las variables externas antes descrito se traduce en el crecimiento de LAC-7 tal como se muestra en el Gráfico 12. El crecimiento medio del PIB sería de 3% en 2010 y llegaría a un punto máximo en 2011, obedeciendo a una dinámica cualitativamente similar a la del escenario anterior, más optimista. Sin embargo, de 2012 en adelante, el crecimiento en

LAC-7 va disminuyendo de manera sostenida hasta llegar a poco menos de 2% en 2014, a medida que se deterioran las condiciones externas para los ME. Tal escenario, aunque dista mucho de ser nefasto, implica que el período de auge podría ser relativamente breve y que los países deberían aprovechar esa oportunidad para prepararse para un entorno externo menos benigno.

En síntesis, ambos escenarios comparten la misma dinámica de corto plazo para LAC-7 en 2010 y 2011. Como consecuencia de ello, los países de LAC-7 deberán hacer frente a desafíos de política macroeconómica similares en el futuro inmediato en ambos escenarios. Son estos desafíos inmediatos para los países de LAC-7 lo que aborda este informe en la siguiente sección. Sin embargo, si el escenario de la nueva etapa expansiva se hace más probable y los países enfrentan una situación financiera más holgada, el desafío para la implementación de políticas dirigidas a promover la estabilidad macro-financiera y la productividad según las directrices descritas en la Parte I deberían convertirse en una prioridad.

Las perspectivas macroeconómicas y los desafíos de política económica que enfrenta la región de Centroamérica y el Caribe son distintos en muchos aspectos que los que encara el grupo de LAC-7, el objeto principal de este informe. Estas diferencias en cuanto a las perspectivas, las vulnerabilidades y los desafíos de políticas requieren un análisis aparte, que se realiza detenidamente en el Recuadro I. De hecho, es probable que los desafíos pendientes para Centroamérica y el Caribe sean más exigentes, en vista de los lazos más fuertes con EE.UU., como indican los movimientos actuales del comercio internacional, las remesas y el turismo.

## Desafíos de política económica

En ambos escenarios la región podría tener por delante un período de auge de las entradas de capital en el futuro inmediato, de modo que la gestión macroeconómica de corto plazo debería concentrarse en la prevención del recalentamiento, es decir, evitar niveles excesivos de los déficits de cuenta corriente, de crecimiento del crédito, de las presiones inflacionarias y de la revalorización de la moneda, a la vez que se fortalecen los coeficientes de liquidez internacional aprovechando los favorables vientos de cola actuales en los mercados financieros internacionales. Estos objetivos de política macroeconómica de corto plazo, a menudo contradictorios, plantean dilemas de fondo a las autoridades encargadas de formular las políticas.

### *Gestión macroeconómica de corto plazo*

Aprovechar y al mismo tiempo manejar las consecuencias no deseadas de entradas cuantiosas de capital requiere tanto arte como el uso de todo el arsenal de instrumen-

tos de política a disposición de las autoridades gubernamentales. En esta sección se analizan cinco elementos clave del conjunto de instrumentos de políticas para atender las grandes entradas de capital; ellos son: gestión de la liquidez, política monetaria y cambiaria, controles de capitales, política crediticia y política fiscal.

### Gestión de la liquidez

El surgimiento de mecanismos de financiamiento del tipo de PIUI ofrecidos por la comunidad financiera internacional durante la crisis global exige la reevaluación de las políticas de acumulación de reservas. Sin embargo, para que estos mecanismos de financiamiento reemplacen a la acumulación de reservas primero se deben institucionalizar suficientemente; un tema que se trató detenidamente en la Parte I. Hasta que esto no ocurra y los mecanismos de financiamiento de PIUI no adquieran suficiente credibilidad a largo plazo lo más probable es que los ME deseen reconstruir sus posiciones de liquidez —que se debilitaron durante la etapa invernal de la crisis— mediante la acumulación de reservas, modificando los vencimientos de la deuda y manteniendo una relación fluida con el FMI y los BMD a fin de mejorar sus coeficientes de liquidez internacional.

Así, los países de LAC-7 deberían aprovechar los favorables vientos de cola que soplan actualmente en los mercados financieros internacionales y el auge de los flujos de capital concomitante para fortalecer su nivel de liquidez internacional. De hecho, los CLI en LAC-7 desmejoraron considerablemente durante la crisis global y actualmente se encuentran muy por debajo de los niveles previos a la crisis (120% en diciembre de 2009, comparado con 132% en diciembre de 2008) pese al hecho de que la región ha aumentado sus reservas internacionales en 14% desde abril de 2009. Reconstruir un nivel de liquidez comparable al de finales de 2008 requerirá una mayor acumulación de reservas, equivalente en promedio a un aumento de 10% de las existencias actuales de reservas internacionales. Además, los países que descubrieron que su nivel de reservas era insuficiente durante la crisis actual tendrán incentivos para acumularlas más rápidamente.

La reciente crisis financiera global, así como los episodios previos de desbarajuste financiero, combinados con la falta de un PIUI del todo consolidado, corroboran la utilidad de un nivel de liquidez internacional sólido. Investigaciones recientes muestran que la acumulación de reservas internacionales reduce la probabilidad de que se produzca una parada súbita de los flujos de capital<sup>42</sup>. Varios modelos de indicadores tempranos también tienden a indicar que las existencias de reservas internacionales son un buen

<sup>42</sup> Estos resultados surgen de una reciente extensión de Calvo, Izquierdo y Mejía (2008). Según su terminología, la acumulación de reservas contribuye a reducir la dolarización de los pasivos domésticos netos.

factor de predicción de prevención de crisis en la muestra. Así, adoptar políticas de autoaseguramiento mediante el aumento de las existencias de reservas internacionales se hace pertinente para prevenir las crisis financieras y los colapsos económicos<sup>43</sup>. Investigaciones recientes también hacen pensar que la acumulación de reservas no puede ser motivada únicamente por factores relacionados con el comercio o con la liquidez para cubrir deuda de corto plazo, sino que también debe tomar en cuenta aspectos de stocks financieros tales como el tamaño del sistema bancario, un resultado que apunta hacia una mayor acumulación de reservas en casos en los que esta dimensión no se haya tomado en cuenta previamente<sup>44</sup>.

Sin embargo, la acumulación de reservas por sí sola podría no bastar. Muchos se inclinan hacia políticas que complementan la acumulación de reservas con otros tipos de medidas, tales como acuerdos de intercambio con bancos centrales importantes, así como políticas de gestión de la deuda externa que obliguen a los deudores externos a internalizar las consecuencias del endeudamiento externo<sup>45</sup>. Sin embargo, como se expondrá más adelante, muchas de estas políticas —tales como un impuesto al endeudamiento externo o controles de capital— podrían ser difíciles de implementar.

Por último, para que la acumulación de reservas resulte beneficiosa, las reservas se deben usar en el momento de la crisis<sup>46</sup>. En el punto crítico de la crisis, países tales como Brasil aplicaron enérgicamente políticas para recurrir a reservas acumuladas previamente. Sin embargo, estudios recientes muestran que durante la reciente crisis global, muchos EM mostraron un “temor a perder reservas”, en parte debido a que no se sabía con seguridad cuánto duraría la crisis y también porque agotar las reservas demasiado rápidamente los podría haber expuesto al peligro de tener que aplicar un ajuste abrupto si la crisis hubiera resultado más profunda y prolongada<sup>47</sup>.

### Política monetaria y cambiaria

En la actual coyuntura financiera global, los países pueden experimentar el “miedo a la apreciación”, es decir, que en una situación de entradas considerables de capitales, podrían verse tentados a posponer la apreciación de sus monedas por motivos de competitividad, una estrategia que concuerda con la acumulación de reservas antes descrita. Sin embargo, esto pudiera ser opuesto al objetivo de prevenir un crecimiento rápido del

<sup>43</sup> Recuérdese la pertinencia de la acumulación de reservas descrita a través de los CLI para la capacidad de resistencia de la región a la crisis global descrita en la Parte I de este informe.

<sup>44</sup> Véanse tratamientos previos de este tema, por ejemplo, en Obstfeld, Shambaugh y Taylor (2009) y en Calvo (1995).

<sup>45</sup> Véanse, por ejemplo, Aizenman (2009a), Aizenman (2009b) y Aizenman (2009c).

<sup>46</sup> Véase Calvo (2006).

<sup>47</sup> Véase Aizenman y Sun (2009).

crédito, un deterioro considerable de la cuenta corriente y la contención de las presiones inflacionarias a fin de cumplir con las metas de inflación<sup>48</sup>. ¿Cuáles son las opciones que tienen las autoridades encargadas de formular las políticas ante estos dilemas?

No intervenir en los mercados cambiarios, es decir, dejar que el tipo de cambio se revalorice en respuesta al mejoramiento de las condiciones mundiales y las grandes entradas de capital es una prescripción de política dirigida a prevenir el recalentamiento. La desventaja es que la revalorización del tipo de cambio incide negativamente en la competitividad del sector exportador, especialmente si los demás ME no dejan que sus monedas se revaloricen a un ritmo comparable. Sin embargo, en economías altamente dolarizadas, la revalorización del tipo de cambio podría reducir el valor real de los pasivos denominados en divisas, lo que neutralizaría en parte sus efectos negativos sobre la economía.

En el extremo opuesto, los países podrían intervenir en el mercado de divisas para evitar que el tipo de cambio se revalorice abruptamente. Si esa intervención no se esteriliza, traería como consecuencia una inyección de liquidez considerable que se convertiría en inflación y, a la larga, en la erosión gradual de la competitividad.

Una intervención esterilizada por lo general se considera una mejor alternativa. Pero también tiene sus propias desventajas. Si resulta eficaz —es decir, si los títulos de esterilización del banco central no son un sustituto cercano del dinero y las operaciones de esterilización llevan a tasas de interés internas elevadas—, por lo general resulta fiscalmente onerosa y difícil de mantener por períodos prolongados cuando las entradas de capital son grandes. De hecho, la esterilización propiamente dicha puede contribuir a perpetuar entradas de capital cuantiosas. Por el contrario, si los títulos de esterilización del banco central sí son un sustituto cercano del dinero, o cuasidinerero, esa intervención esterilizada sería ineficaz para mantener la liquidez bajo control y tendría efectos parecidos a una intervención no esterilizada.

En una situación de grandes entradas de capital, manejar estos dilemas usando únicamente instrumentos de política monetaria/cambiaria es prácticamente una tarea imposible. Se necesitan instrumentos adicionales para manejar objetivos contrapuestos, tales como controles de capitales, restricciones cuantitativas al crecimiento del crédito y políticas fiscales más restrictivas.

### Controles de capitales

Los difíciles dilemas de políticas antes descritos han llevado a algunos países a tratar de abordar el problema de raíz introduciendo algún tipo de control sobre las entradas de

<sup>48</sup> Véase un análisis de la experiencia de mercados emergentes con políticas de “temor de revalorización” en Levy Yeyati y Sturzenegger (2007).

capital, es decir, requisitos de liquidez, impuestos o la prohibición total de ciertos tipos de operaciones. Brasil, por ejemplo, impuso un impuesto de ingreso de 2% sobre las entradas foráneas tanto en los mercados de acciones como en los de bonos en octubre de 2009, con el objeto de contener las entradas de capital de corto plazo [excluyendo la inversión extranjera directa (IED)]. Recientemente, en FMI (2010), se sugiere que los gobiernos de mercados emergentes podrían usar controles de capital en ciertas condiciones para protegerse de flujos de capital no deseados y también para estabilizar economías frágiles<sup>49</sup>.

La evidencia sobre la eficacia de los controles de capital todavía no es concluyente. Aunque algunos estudios han descubierto que dichos controles han resultado eficaces para moldear la composición de los flujos de capital de corto plazo hacia flujos de largo plazo, la evidencia es mucho más controversial en términos del efecto sobre el volumen de los flujos netos de capital y por lo tanto sobre su eficacia para combatir la revalorización del tipo de cambio real<sup>50</sup>. Conclusiones de estudios específicos de países de LAC-7 apuntan en la misma dirección: los controles de capitales no resultaron efectivos para evitar la revalorización del tipo de cambio, aunque sí alteraron la composición de la madurez de los flujos de capitales<sup>51</sup>.

En vista de que la evidencia no es concluyente, probablemente sea razonable mantener una mentalidad abierta en cuanto al uso de controles de capitales como instrumento para manejar grandes entradas de capital, a la vez que se tiene en mente que los mismos pueden resultar ineficaces o bien, si resultan eficaces, que podrían producir distorsiones<sup>52</sup>. En última instancia, el dilema dependerá de las características específicas de cada país.

## Política crediticia

Evidencia reciente hace pensar que el canal crediticio, es decir, los efectos del crédito sobre la actividad económica, parece ser más fuerte en América Latina que en países avanzados<sup>53</sup>. Esto implica que si se dejara que la política monetaria manejara por sí sola los choques crediticios positivos, la respuesta monetaria tendría que ser considerable<sup>54</sup>.

<sup>49</sup> Sin embargo, el uso de controles de capitales se justifica si la economía está funcionando cerca de su potencial, si el nivel de las reservas es adecuado, si el tipo de cambio no está subvalorado y si es probable que las entradas de capital sean transitorias.

<sup>50</sup> Véanse Reinhart y Smith (1998) y Magud, Reinhart y Rogoff (2005).

<sup>51</sup> En cuanto al caso de Chile, véase De Gregorio, Edwards y Valdés (2000), y en cuanto al caso de Colombia véanse Cárdenas y Barrera (1997), Rocha y Mesa (1998) y Concha y Galindo (2009).

<sup>52</sup> Véase, por ejemplo, Rodrik (2009).

<sup>53</sup> Véase Catao y Pagan (2009).

<sup>54</sup> Catao y Pagan (2009) calculan que un choque de un desvío estándar del crédito requiere aproximadamente una respuesta de un desvío estándar de parte de las autoridades monetarias (o alrededor de 100 pbs).

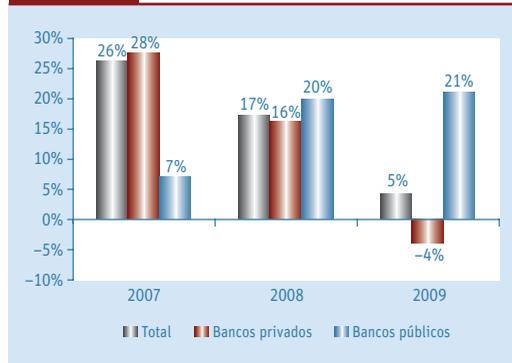
Este hecho exige instrumentos adicionales para manejar repuntes crediticios que podrían surgir durante la etapa de primavera a verano, en particular en la medida que el incremento del valor de los activos facilite el acceso al crédito.

Durante la crisis global varios países del grupo LAC-7 hicieron uso de otros instrumentos, a medida que aplicaban políticas crediticias expansivas que entraron en vigor durante la etapa de invierno, es decir, cambios del encaje legal o políticas crediticias activas por parte de bancos públicos de primer y segundo piso, o ambas cosas.

Entre los países de LAC-7, Brasil, Chile y Colombia son ejemplos en los que se empleó enérgicamente el encaje legal como instrumento de política para atenuar el ciclo. El caso de Colombia es notable. En mayo de 2007, durante una etapa de rápida expansión crediticia, el banco central eligió aumentar el encaje legal a fin de desacelerar el crédito y combatir las presiones inflacionarias. Posteriormente, en octubre de 2008, cuando la crisis financiera internacional se encontraba en su punto crítico, el encaje legal se redujo significativamente, como medio para estimular el crecimiento del crédito.

Los préstamos de parte de bancos públicos y de desarrollo fue el instrumento anticíclico que más se usó durante la crisis. El Gráfico 13 muestra la tasa de crecimiento real media del crédito en LAC-7 desde 2007 y hasta el tercer trimestre de 2009. En 2007 el crédito estaba creciendo en promedio a tasas reales de 25%. Este crecimiento fue impulsado mayormente por la banca privada. A medida que la crisis se desenvolvía en 2008, la tasa de crecimiento del crédito aportado por bancos privados comenzó a disminuir y estuvo acompañada de un aumento importante del crédito de bancos públicos de primer piso. Para el tercer trimestre de 2009, el crédito de bancos privados se estaba contrayendo en términos reales, mientras que la oferta de crédito de bancos públicos crecía vigorosamente<sup>55</sup>.

**GRÁFICO 13** Crecimiento del crédito en América Latina  
(LAC-7, crecimiento real anual del crédito bancario)



Fuente: Bankscope.

LAC-7 es el promedio simple 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.

<sup>55</sup> La conveniencia de usar el crédito de bancos públicos como instrumento anticíclico es objeto de acalorado debate. De un lado, esos bancos podrían representar un vehículo para el traspaso de reservas internacionales al sector privado en un momento en el que el crédito privado internacional se agota. De otro lado, hay abundante evidencia que demuestra que el crédito de bancos públicos tiende a ser de baja calidad y frecuentemente se asigna ineficientemente. Además, el crédito de bancos públicos durante toda la crisis global se otorgó mayormente a tasas de interés inferiores a las del mercado, contrariamente

Deshacer las políticas crediticias expansivas puestas en marcha en el punto crítico de la crisis global mediante el aumento del encaje legal y la fijación de topes al crecimiento del crédito de bancos públicos tendría sentido desde el punto de vista económico en esta coyuntura. En primer lugar, tendría un efecto de enfriamiento que en principio podría ayudar a compensar el impulso expansivo de las ingentes entradas de capital a la región y la concomitante recuperación de la actividad del sector privado. En segundo lugar, la restricción del crecimiento crediticio de los bancos públicos podría reducir los efectos potenciales futuros de atrasos en los pagos.

¿Son las políticas crediticias restrictivas eficaces para disipar las presiones de las grandes entradas de capital? La experiencia acumulada indica que en períodos de abundancia de crédito internacional, los mercados pueden fácilmente deshacer las medidas para controlar el crecimiento del crédito. Por ejemplo, la banca privada podría compensar la disminución del crédito de las instituciones públicas, mientras que la desintermediación podría compensar un mayor encaje legal en el sistema bancario a la vez que le resta transparencia a los riesgos financieros.

De cara al futuro, usar reglas anticíclicas en la regulación financiera prudencial tiene grandes ventajas, bien sea a través de provisiones o requisitos de capital, o una combinación de ambas cosas, para regular el ciclo. De un lado, no conllevan costos fiscales que podrían surgir del riesgo de préstamos en mora, mientras que, de otro lado, los mecanismos regulatorios son compatibles con reglas contingentes ex-ante.

## Política fiscal

Una política fiscal más restrictiva podría ayudar a reducir las presiones de recalentamiento producidas por un entorno externo favorable, a la vez que reduce la presión sobre el tipo de cambio real. Dado que la mayoría de los países del grupo de LAC-7 procuraron políticas fiscales expansivas para contener los efectos de la crisis global, sería natural deshacerlas al mejorar las perspectivas globales y a medida que se hagan cargo las fuerzas expansivas. De hecho, el Gráfico 14 muestra la medida del impulso fiscal expansivo desplegado por los países de LAC-7 a partir de la evolución de balances estructurales. Muestra que, efectivamente, tanto los balances fiscales observados como los estructurales se deterioraron entre 2008 y 2009, los primeros en 3,4% del PIB y los segundos, en 0,6% del PIB, lo que indica que a través de 2009 efectivamente se aplicaron políticas expansivas.<sup>56,57</sup>

---

a las reglas que rigen el comportamiento eficaz de un acreedor de última instancia. Por estos motivos, ampliar bruscamente el balance general de los bancos públicos podría llevar a niveles más altos de atraso en los pagos y a pérdidas para los bancos públicos que podrían llegar a convertirse en una carga fiscal.

<sup>56</sup> Los balances estructurales se construyeron ajustando los ingresos a la tendencia utilizando un filtro Hodrick-Prescott.

Deshacer las políticas expansivas puestas en marcha en el punto crítico de la crisis global tendría sentido económico. En primer lugar, podrían tener un efecto de enfriamiento que podría, en principio, ayudar a compensar el impulso expansivo de ingentes entradas de capital a la región y la concomitante recuperación de la actividad del sector privado. En segundo lugar, deshacer las políticas expansivas previas es importante para evitar cualquier inquietud en cuanto a la sostenibilidad a largo plazo, especialmente en una región que todavía exhibe altos niveles de deuda del sector público. Esta afirmación es especialmente pertinente en el escenario en el que la bonanza resulte provisional. En tercer lugar, en el contexto global actual podría resultar preferible proceder primero con el desmonte de la política fiscal expansiva, dado que deshacer enérgicamente la política monetaria expansiva podría conducir a tasas de interés más altas que podrían a su vez generar entradas de capital aún mayores.

El desmonte de las políticas fiscales expansivas es una tarea políticamente difícil. Su grado de dificultad depende en parte de la manera en que se haya distribuido la expansión del gasto gubernamental. Entre 2008 y 2009, 39% del aumento del gasto del sector público se concentró en gastos de capital<sup>58</sup>. Esto obra a favor de la capacidad de los países de deshacer sus respuestas anticíclicas a las crisis dado que los gastos de capital suelen ser más flexibles que otros gastos, tales como los salarios y las prestaciones sociales<sup>59</sup>. Sin embargo, el 61% restante del aumento se gastó en renglones de gasto difíciles de revertir. Al momento en que se preparó este informe, los datos disponibles hacían pensar que todavía no se había iniciado el desmonte de las políticas fiscales expansivas. Este es un problema al que los países deben mantenerse muy atentos.

**GRÁFICO 14** Calculado aplicando el filtro de Hodrick y Prescott a los ingresos fiscales (LAC-7, % del PIB)



Fuente: Fuentes nacionales/cálculos propios.  
LAC-7 es el promedio simple 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.  
\* Calculado aplicando el filtro de Hodrick y Prescott a los ingresos fiscales.  
\*\* A septiembre 2009.

<sup>57</sup> A diferencia de los demás países de LAC-7, Venezuela ajustó su gasto fiscal para mejorar su posición fiscal estructural, en vez de aplicar políticas fiscales expansivas.

<sup>58</sup> Excluyendo a Colombia a causa de la escasa disponibilidad de datos.

<sup>59</sup> El relajamiento de los gastos de capital, aunque quizá sea más fácil de lograr que el relajamiento de otros tipos de gasto (muchos de ellos relacionados con salarios y prestaciones sociales), es contrario a la necesidad de aumentar la inversión pública de largo plazo con respecto a los niveles actuales.

Por último, hay un último aspecto que se debe atender. Incluso si fuese posible, ¿una política fiscal más restrictiva será eficaz para disipar las presiones generadas por las grandes entradas de capital? La evidencia disponible no es muy prometedora. Gavin y Perotti (1997) sugieren que aunque el sector privado en América Latina tiende a compensar, en promedio, alrededor de 60 céntimos por cada dólar ahorrado por el sector público, esta cifra aumenta a alrededor de 80 céntimos por dólar en períodos de acceso irrestricto a los mercados internacionales de capitales. Así, el sector privado podría deshacer gran parte del ahorro fiscal. Aunque este resultado es algo desalentador en términos de la eficacia de la política fiscal en tiempos de crédito abundante, es importante subrayar una vez más que todavía podría ser necesario desmontar las políticas expansivas previas para minimizar los riesgos fiscales reduciendo la deuda a niveles prudentes.

En síntesis, aprovechar condiciones financieras internacionales favorables a la vez que se atienden las consecuencias no deseadas de grandes entradas de capital no es una tarea fácil. Plantea a las autoridades encargadas de formular las políticas dilemas difíciles que se deben manejar usando un conjunto de instrumentos de políticas macroeconómicas, ninguno de los cuales es, por sí solo, suficientemente eficaz para la tarea en cuestión. Es preciso reconocer de entrada esta debilidad inherente, favoreciendo un punto de vista más ecléctico, lo que significa que las autoridades encargadas de formular las políticas deben estar preparadas para movilizar el conjunto completo de instrumentos de políticas —política cambiaria/monetaria, política fiscal, política crediticia y controles de capitales— en diversas medidas, en función de las características idiosincráticas de cada país. Aunque se ha evitado lo peor, persisten muchas incertidumbres; la política macroeconómica en América Latina y el Caribe tiene por delante desafíos importantes.

### RECUADRO 1. Desafíos de política económica para Centroamérica (CAC) y el Caribe (CAR)

Los desafíos macroeconómicos de corto plazo para Centroamérica y el Caribe son distintos que los de los países de LAC-7 por dos motivos: i) las características estructurales de CAC y CAR que influirán en el ritmo de la recuperación y ii) las vulnerabilidades macroeconómicas<sup>a</sup>.

#### Características estructurales y proyecciones de crecimiento

Los países de CAC y CAR se diferencian de los países de LAC-7 en cuatro aspectos clave: i) son mucho más abiertos al comercio internacional y por lo tanto están más expuestos a EE.UU. y otros países industrializados (véase el Gráfico 1.1, panel a), ii) dependen mucho de las remesas, especialmente las provenientes de EE.UU. (véase el Gráfico 1.1, panel b), iii) a diferencia de los países de LAC-7, los precios de los productos básicos (*commodities*) guardan una correlación negativa con los términos del comercio internacional en CAC y CAR (véase el Gráfico 1.1, panel c)<sup>b</sup>, y iv) dependen mucho más en los ingresos del turismo (véase el Gráfico 1.1, panel d).

A raíz de estas diferencias, se anticipa que el crecimiento en CAC y CAR será aletargado en 2010 (se proyecta que CAC-7 y CAR-4 crecerán a razón de 1,8% y 0,3%, respectivamente), a diferencia de los países de LAC-7, donde se anticipa que el crecimiento se recuperará de manera significativa y que alcanzará 3,7%. Un crecimiento lento en EE.UU. y los países industrializados, debilidad en los mercados laborales y la falta de una recuperación significativa de las remesas, así como términos de intercambio comercial adversos a causa del alza de los precios de los productos básicos (*commodities*) y la baja de los ingresos generados por el turismo proveniente de países industrializados, se combinan todos para atenuar las perspectivas de crecimiento. Además, la competencia creciente de China agregará una carga adicional al proceso de recuperación.

#### Vulnerabilidades macroeconómicas

Varias estadísticas indican que tanto CAC como CAR se encuentran en una posición macroeconómica más vulnerable que LAC-7. Las condiciones fiscales son más débiles que en los países de LAC-7: el panel a del Gráfico 1.2 muestra que el CAC y CAR los déficits fiscales son más grandes que en LAC-7. Además, en términos de porcentaje de los ingresos fiscales, lo cual es

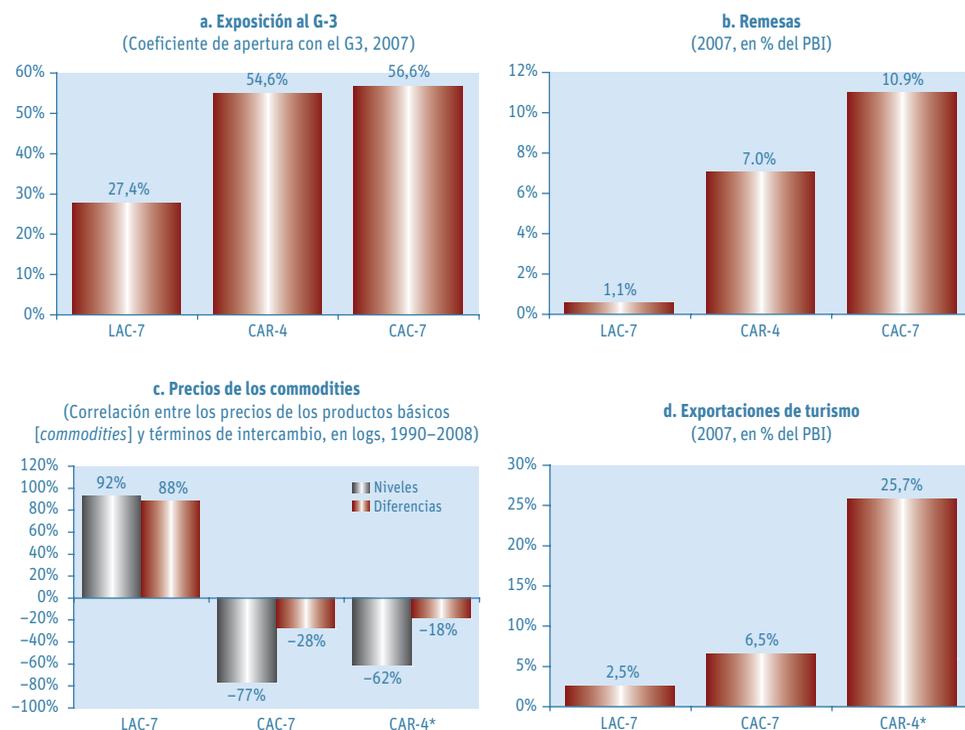
*(continúa en la página siguiente)*

<sup>a</sup> En este análisis CAC será representada por CAC-7, que consiste en el promedio simple de Costa Rica, República Dominicana, El Salvador, Guatemala, Honduras, Nicaragua y Panamá, mientras que CAR será representada por CAR-4, que consiste en el promedio simple de Bahamas, Barbados, Jamaica y Trinidad y Tobago. Haití, el otro país importante del Caribe, se excluye de este análisis debido a que encara desafíos de políticas totalmente distintos a causa del terremoto de comienzos de 2010.

<sup>b</sup> Con la excepción de Trinidad y Tobago, que es un país exportador de petróleo.

## RECUADRO 1. Desafíos de política económica para Centroamérica (CAC) y el Caribe (CAR) *(continuación)*

**GRÁFICO 1.1** América Central y el Caribe: diferencias estructurales



Fuentes: a. FMI-Estadísticas nacionales; b. Banco Mundial; c. FMI; d. World Travel and Tourism Council.

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

CAC-7 es el promedio simple de Costa Rica, El Salvador, Guatemala, Honduras, Nicaragua, Panamá y República Dominicana.

CAR-4 es el promedio simple de Bahamas, Barbados, Jamaica y Trinidad & Tobago.

\*Excluye Trinidad y Tobago.

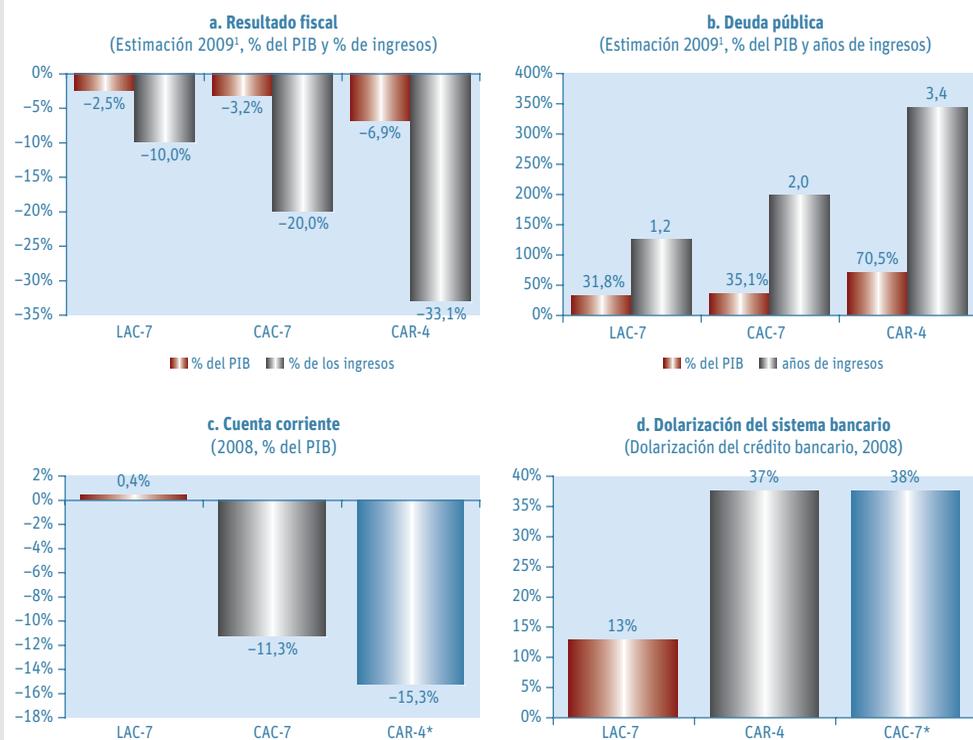
una medida más precisa del aumento de impuestos que se requeriría para eliminar el déficit presupuestario, los déficits fiscales de CAC y CAR son el doble y el triple de grandes, respectivamente, que el de LAC-7. A su vez, los niveles de deuda del sector público en CAC y CAR son mucho mayores que en LAC-7 medidos como porcentaje de los ingresos fiscales, un mejor indicador de la capacidad de pago (véase el Gráfico 1.2, panel b). En vista de las expectativas de crecimiento lento en el futuro cercano, convendría darle mayor atención al mantenimiento de las cuentas públicas bajo control.

Los déficits de cuenta corriente para 2008 son muy grandes en CAC y CAR; 11,3% y 15,3% del PIB, respectivamente, en comparación con una cuenta corriente casi en equilibrio en LAC-7

*(continúa en la página siguiente)*

## RECUADRO 1. Desafíos de política económica para Centroamérica (CAC) y el Caribe (CAR) (continuación)

**GRÁFICO 1.2** América Central y el Caribe: vulnerabilidades macroeconómicas



Fuentes: Estadísticas nacionales y cálculos propios.

<sup>1</sup> Cálculos propios basados en CEPAL y WEO.

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

CAC-7 es el promedio simple de Costa Rica, El Salvador, Guatemala, Honduras, Nicaragua, Panamá y República Dominicana.

CAR-4 es el promedio de Bahamas, Barbados, Jamaica y Trinidad & Tobago.

\* Excluye Trinidad & Tobago, el único exportador de petróleo de la región.

\*\* Excluye El Salvador y Panamá. Estos dos países están excluidos explícitamente ya que sus economías están totalmente dolarizadas, mereciendo un tratamiento diferente.

(véase el Gráfico 1.2, panel c). Además, la dolarización de los pasivos es mucho mayor que en los países de LAC-7 (véase el Gráfico 1.2, panel d)<sup>c</sup>. Trabajos empíricos han demostrado que la combinación de déficits de cuenta corriente cuantiosos y la dolarización de los pasivos puede ser un coctel peligroso, dado que un ajuste abrupto de la cuenta corriente puede provocar una

(continúa en la página siguiente)

<sup>c</sup> La dolarización de los pasivos se define como la participación del crédito del sistema bancario del país al sector privado denominada en divisas.

### RECUADRO 1. Desafíos de política económica para Centroamérica (CAC) y el Caribe (CAR) (continuación)

devaluación considerable del tipo de cambio real, lo cual, combinado con una dolarización significativa de los pasivos, puede provocar efectos adversos considerables en los balances generales y una situación de dificultades financieras graves<sup>d</sup>. De hecho, cálculos basados en la metodología desarrollada por Calvo, Izquierdo y Talvi (2003) indican que en caso de que CAC o CAR se vean obligadas a cerrar abruptamente la brecha de la cuenta corriente, la devaluación del tipo de cambio real necesaria sería significativa (véase el Cuadro 1.1).

#### CUADRO 1.1 Financiamiento de la IED y ajuste del TCR

	CAC-7	CAR-4*
Cuenta corriente (2008, % del PIB)	-11,3%	-15,3%
Depreciación requerida del TCR (en %)	37,5%	57,2%
Financiamiento de la IED (2008, % del PIB)	6,4%	8,5%
Cuenta corriente excluyendo IED (2008, % del PIB)	-4,9%	-6,8%
Depreciación ajustada del TCR (en %)	18,3%	36,6%

Fuente: Cálculos propios.

\* Excluye Trinidad & Tobago.

Sin embargo, estos cálculos pueden sobrestimar la necesidad de un realineamiento del tipo de cambio real. Varios países de CAC y CAR financian una parte importante de su cuenta corriente mediante la inversión extranjera directa (IED) (véase el Cuadro 1.1). Esta peculiaridad puede disminuir la vulnerabilidad efectiva a la alteración del financiamiento del déficit de la cuenta corriente. En muchos casos, las importaciones son la contraparte de una gran participación de la IED. La IED dirigida a la región proviene mayormente de EE.UU. y lo más probable es que la misma se reduzca a causa de la baja anticipada del consumo en EE.UU. con respecto a los niveles prevalescentes antes de la crisis global. Sin embargo, esto significa que la demanda de importaciones disminuirá proporcionalmente, lo que ejercerá una menor presión sobre el tipo de cambio real. La última columna del Cuadro 1.1 muestra el mismo ejercicio que se mostró en la primera, pero esta vez suponiéndose un caso extremo (favorable) en el que la baja de la IED se compensa totalmente por una baja de las importaciones. Muestra reducciones significativas del déficit de la cuenta corriente y, por lo tanto, de la devaluación del tipo de cambio real. Este resultado concuerda con la estabilidad histórica del tipo de cambio real en CAC y CAR en comparación con LAC (desde 1990 la inestabilidad observada en CAC y CAR es, en promedio, la mitad de la de LAC). Por lo tanto, aunque una menor IED acarreará una disminución de la

(continúa en la página siguiente)

<sup>d</sup> Véase Calvo, Izquierdo y Mejía (2008).

### RECUADRO 1. Desafíos de política económica para Centroamérica (CAC) y el Caribe (CAR) *(continuación)*

actividad económica, podría no tener un efecto tan fuerte sobre el tipo de cambio real como el que podría producir una pérdida de financiamiento de la demanda de importaciones por parte de los habitantes del país. Sin embargo, incluso en este escenario más benigno, la devaluación del tipo de cambio real podría ser considerable según los parámetros regionales.

#### Desafíos de políticas

En vista de las vulnerabilidades macroeconómicas antes descritas, en CAC y CAR la gestión macroeconómica de corto plazo debería hacer hincapié en la prevención de ajustes abruptos del financiamiento. Ambas regiones encaran actualmente un difícil dilema de políticas: las perspectivas de un crecimiento aletargado no favorecen el mejoramiento de las cuentas fiscales y habrá incentivos para que los gobiernos mantengan una posición expansiva. Sin embargo, en vista de que algunos países en ambas regiones ya tienen una posición fiscal vulnerable, un período prolongado de políticas fiscales laxas bien podría llevar a inquietudes sobre la sostenibilidad de la deuda.

De hecho, los balances primarios observados actualmente están, en promedio, muy por debajo de los superávits primarios que se requieren para asegurar la sostenibilidad a largo plazo (véase el Gráfico 1.3, panel a), lo que resalta la necesidad de un ajuste fiscal<sup>e</sup>. Sin embargo, esta desviación de los superávits requeridos podría deberse al hecho de que los países de CAC y CAR se encuentran actualmente en la etapa descendente del ciclo. Por este motivo se calcularon las desviaciones de los superávits *estructurales* primarios con respecto a los superávits primarios requeridos y las mismas se muestran en el Gráfico 1.3, panel b<sup>f</sup>. Estas cifras todavía indican la necesidad de ajustes, sobre todo si la demanda del sector privado de EE.UU. no se recupera. Esto resulta especialmente evidente cuando se toman las desviaciones entre los superávits observados y los superávits estructurales primarios como proporción de los ingresos fiscales (véase el Gráfico 1.3, paneles a y b), donde los países tanto de CAC como de CAR se distancian aún más de los de LAC-7.

De modo que es prioritario asegurar la sostenibilidad fiscal para prevenir interrupciones de los flujos crediticios internacionales. Para aquellos países con una posición relativamente más sólida, puede resultar beneficioso participar en programas que los comprometan a ajustes en el futuro cercano, una vez que la recuperación de la actividad económica esté en marcha, a la vez que se asegura el financiamiento de instituciones multilaterales. Sin embargo, en el caso

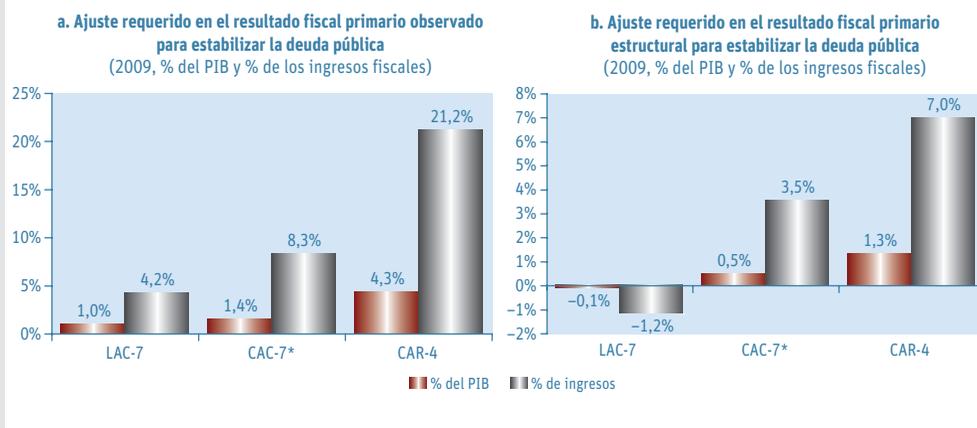
*(continúa en la página siguiente)*

<sup>e</sup> Los superávits primarios requeridos son aquellos que estabilizan las proporciones de deuda a PIB a los niveles de 2008.

<sup>f</sup> Los superávits estructurales se construyeron ajustando los ingresos a la tendencia mediante un filtro Hodrick-Prescott.

## RECUADRO 1. Desafíos de política económica para Centroamérica (CAC) y el Caribe (CAR) *(continuación)*

**GRÁFICO 1.3** América Central y el Caribe: análisis de sostenibilidad de la deuda pública



Fuente: cálculos propios.

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

CAC-7\* es el promedio simple de Costa Rica, El Salvador, Guatemala, Panamá y República Dominicana. Honduras y Nicaragua son excluidas porque son *Países Pobres Altamente Endeudados* (PPAE).

CAR-4 es el promedio de Bahamas, Barbados, Jamaica y Trinidad & Tobago.

de países con gran incertidumbre en cuanto a la sostenibilidad, un ajuste rápido de las finanzas públicas con la ayuda financiera de entidades multilaterales bien podría ser una opción menos adversa que verse obligados a efectuar un ajuste abrupto provocado por los mercados financieros.

Además, las correcciones de la política fiscal deberían ayudar a ajustar los déficits de la cuenta corriente, ya que la evidencia hace pensar que la compensación de los ahorros del sector público con aumentos del gasto del sector privado es mucho menor en épocas difíciles, cuando el acceso al crédito es en general más restringido<sup>8</sup>. Esto debería ayudar a disipar las presiones en el financiamiento de la cuenta corriente.

<sup>8</sup> Véase Gavin y Perotti (1997).

## Referencias

- Afonso, A., Gomes P. y Rother P. 2007. “What ‘Hides’ behind Sovereign Debt Ratings?”. Documento de trabajo 711. Francfort, Alemania: Banco Central Europeo.
- Aizenman, J. 2009a. “On the Paradox of Prudential Regulations in the Globalized Economy; International Reserves and the Crisis: a Reassessment”. Documento de trabajo departamental de SCIIE / UCSC. Santa Cruz (California) EE.UU. (Universidad de California en Santa Cruz – UCSC). Febrero.
- Aizenman, J. 2009b. “Financial Crisis and the Paradox of Under and Over-Regulation”. Documento de trabajo departamental de SCIIE / UCSC. Santa Cruz (California) EE.UU. (Universidad de California en Santa Cruz – UCSC). Agosto.
- Aizenman, J. 2009c. “Hoarding International Reserves versus a Pigovian Tax-cum-Subsidy Scheme: Reflections on the Deleveraging crisis of 2008–9, and a Cost Benefit Analysis”. Documento de trabajo departamental de SCIIE / UCSC. Santa Cruz (California) EE.UU. (Universidad de California en Santa Cruz – UCSC). Octubre.
- Aizenman, J. y Sun, Y. 2009. “The Financial Crisis and Sizable International Reserves Depletion: From ‘Fear of Floating’ to the ‘Fear of Losing International Reserves’?”, Documento de trabajo departamental de SCIIE / UCSC. Santa Cruz (California) EE.UU. (Universidad de California en Santa Cruz – UCSC). Septiembre.
- Arozamena, L. y Powell, A. 2003. “Liquidity Protection Versus Moral Hazard: The Role of the IMF”. *Journal of International Money and Finance*. Elsevier, vol. 22(7), páginas 1041–1063. Diciembre.
- Bahegot, W. 1873. *Lombard Street: A Description of the Money Market*. Londres, Reino Unido: H.S. King.
- Banco Interamericano de Desarrollo. 2005. *Unlocking Credit: The Quest for Deep and Stable Lending in Latin America*. Progreso económico y social en América Latina. Banco Interamericano de Desarrollo (Inter-American Development Bank – IDB). Washington, D.C., EE.UU.

- Banco Interamericano de Desarrollo. 2010. *The Age of Productivity: Transforming Economies from the Bottom Up. Desarrollo en las Américas*. Banco Interamericano de Desarrollo (Inter-American Development Bank – IDB). Washington, D.C., EE.UU.
- Benigno, G., Chen, H., Otrok, C., Rebucci, A. y Young, E. 2009. “Optimal Policy with Occasionally Biding Credit Constraints”. Banco Interamericano de Desarrollo. Documento mimeografiado.
- Caballero, R. y Krishnamurthy, A. 2003. “Inflation Targeting and Sudden Stops”. Documento de Trabajo 9599 de la Oficina Nacional de Investigación Económica (National Bureau of Economic Research – NBER). Cambridge (Massachusetts) EE.UU.
- Calvo, G. 1995. “Varieties of Capital Market Crises”. Universidad de Maryland. Documento mimeografiado.
- Calvo, G. 2005. “*Emerging Capital Markets in Turmoil: Bad Luck or Bad Policy?*”. Cambridge (Massachusetts) EE.UU.: MIT Press.
- Calvo, G. 2006. “*Monetary Policy Challenges in Emerging Markets: Sudden Stop, Liability Dollarization, and Lender of Last Resort*”. Documento de Trabajo 12788 de la Oficina Nacional de Investigación Económica (National Bureau of Economic Research – NBER). Cambridge (Massachusetts) EE.UU.
- Calvo, G., Izquierdo, A. y Mejía, LF. 2008. “Systemic Sudden Stops: The Relevance of Balance-Sheet Effects and Financial Integration”. Documento de Trabajo 14026 de la Oficina Nacional de Investigación Económica (National Bureau of Economic Research – NBER). Cambridge (Massachusetts) EE.UU.
- Calvo, G. y Reinhart, C. 2000. “When Capital Inflows Come to a Sudden Stop: Consequences and Policy Options”. Documento No. 6982 de MPRA.
- Calvo, G., Izquierdo, A. y Talvi, E. 2003. “Sudden Stops, the Real Exchange Rate and Fiscal Sustainability: Argentina’s Lessons”. Documento de Trabajo 9828 de la Oficina Nacional de Investigación Económica (National Bureau of Economic Research – NBER). Cambridge (Massachusetts) EE.UU.
- Calvo, G., Izquierdo, A. y Talvi, E. 2006. “Phoenix Miracles in Emerging Markets: Recovering without Credit from Systemic Financial Crises”. Documento de Trabajo 12101 de la Oficina Nacional de Investigación Económica (National Bureau of Economic Research – NBER). Cambridge (Massachusetts) EE.UU.
- Cantor, R. y Packer, F. 1996. “Determinants and Impacts of Sovereign Credit Ratings”. *FRBNY Economic Policy Review*. Octubre. Banco de la Reserva Federal de Nueva York. Nueva York (Nueva York). EE.UU.
- Cardenas, M. y Barrera, F. 1997. “On the effectiveness of capital controls: The experience of Colombia during the 1990s”. *Journal of Development Economics*. Elsevier, vol. 54(1), páginas 27–57. Octubre.

- Catao, L y Pagan, A. 2009. "The Credit Channel and Monetary Transmission in Brazil and Chile: A Structured VAR Approach". Conferencia Anual 2009 del Banco Central de Chile de 2009. Documento mimeografiado.
- Cerisola, M y Singh, A. 2006. "Sustaining Latin America's Resurgence: Some Historical Perspectives". Documento de trabajo del FMI No.252. Fondo Monetario Internacional (International Monetary Fund – IMF). Washington, D.C., EE.UU.
- Cesa-Bianchi, A., Hashem Pesaran, M., Rebucci, A., Tamayo, C. y Xu, T. 2009. "On the Transmission of Global Shocks to Latin America Before and After China's Emergence in the World Economy". Banco Interamericano de Desarrollo. Documento mimeografiado.
- Céspedes, LF., Chang, R. y García Cicco, J. 2009. "Heterodox Central Banking". Conferencia Anual 2009 del Banco Central de Chile. Documento mimeografiado.
- Concha, A. y Galindo, A. 2009. "An Assessment of Another Decade of Capital Controls in Colombia: 1998–2008". Documento mimeografiado.
- Daude, C. y Fernández Arias, E. 2010. "On the Role of Productivity and Factor Accumulation for Economic Development in Latin America and the Caribbean". Documento inédito.
- De Gregorio, J., Edwards, S. y Valdes, R. 2000. "Controls on Capital Inflows: Do They Work?", *Journal of Development Economics*. Elsevier, vol. 63(1), páginas 59–83. Octubre.
- De Gregorio, J., Tokman, A. y Valdes, R. 2005. "Flexible Exchange Rate with Inflation Targeting in Chile: Experience and Issues". Documento de trabajo No.540 del Departamento de Investigación del Banco Interamericano de Desarrollo. Banco Interamericano de Desarrollo (Inter-American Development Bank – IDB). Washington, D.C., EE.UU.
- Fernández Arias, E. 2010. "International Lending of Last Resort and Debt Restructuring". Documento inédito.
- Fernández Arias, E., Powell, A. y Rebucci, A. 2009. "The Multilateral Response to the Global Crisis: Rationale, Modalities, and Feasibility". Documento de trabajo No. 4629 del Departamento de Investigación del Banco Interamericano de Desarrollo. Banco Interamericano de Desarrollo (Inter-American Development Bank – IDB). Washington, D.C., EE.UU.
- Fondo Monetario Internacional. 2003. "Public Debt in Emerging Markets: Is It Too High?" en *Perspectivas Económicas Mundiales*. Capítulo 3. Fondo Monetario Internacional (International Monetary Fund – IMF) Washington, D.C., EE.UU.
- Fondo Monetario Internacional. 2009. "Preparing for a Post-crisis World". *Finance and Development*. Volumen 46, Número 2.

- Fondo Monetario Internacional. 2010. “Capital Inflows: The Role of Controls”. Documento de posición del personal 10/04. Fondo Monetario Internacional (International Monetary Fund – IMF) Washington, D.C., EE.UU.
- García, M., García, P. y Piedrabuena, B. 2005. “Fiscal and Monetary Policy Rules: the Recent Chilean Experience”. Documento de trabajo 340 del Banco Central de Chile.
- Gavin, M. y Perotti, R. 1997. *Fiscal Policy in Latin America*. Macroeconomic Annual, 1997, MIT Press. Cambridge (Massachusetts) EE.UU.
- Greenspan, A. 1999. “Currency Reversals and Debt”. Discurso ante la Conferencia del Banco Mundial sobre Tendencias Recientes en la Gestión de Reservas. Washington, D.C., EE.UU. 29 de abril de 1999.
- Izquierdo, Alejandro y Talvi, E. coordinadores. 2008. *All That Glitters May Not Be Gold*. Banco Interamericano de Desarrollo (Inter-American Development Bank – IDB). Washington, D.C., EE.UU.
- Izquierdo, Alejandro y Talvi, E., coordinadores. 2009. *Policy Trade-offs for Unprecedented Times. Confronting the Global Crisis in Latin America and the Caribbean*. Banco Interamericano de Desarrollo (Inter-American Development Bank – IDB). Washington, D.C., EE.UU.
- Izquierdo, A., Romero, R. y Talvi, E. 2008. “Boom and Busts in Latin America: The Role of External Factors”. Documento de trabajo 631, Banco Interamericano de Desarrollo, Departamento de Investigación. Banco Interamericano de Desarrollo (Inter-American Development Bank – IDB). Washington, D.C., EE.UU.
- Izquierdo, A. y Talvi, E. 2009. “A Stability Pact à la Maastricht for Emerging Markets”. [www.voxEU.org](http://www.voxEU.org).
- Laeven, L. y Valencia, F. 2008. “Systemic Banking Crises: A New Database”. Documento de trabajo 224 del FMI. Fondo Monetario Internacional (International Monetary Fund – IMF). Washington, D.C., EE.UU.
- Lane, P. y Milesi Ferretti, G. 2003. “International Financial Integration”. Documento de discusión No.03 del Instituto de Estudios de Integración Internacional (IIS). Instituto de Estudios de Integración Internacional (Institute for International Integration Studies – IIS). Dublín, Irlanda.
- Latin-American Shadow Financial Regulatory Committee (CLAAF). 2008. “Latin America in the Midst of the Global Financial Meltdown: A Systemic Proposal”.
- Levitt, S. y Dubner, S. 2009. “Superfreakonomics”. HarperCollins Publishers, Nueva York (Nueva York), EE.UU.
- Levy-Yeyati, E. y Sturzenegger, F. 2007. “Fear of Appreciation”. Documento de trabajo de investigación de políticas Serie 4387. Banco Mundial, Washington, D.C., EE.UU.
- Magud, N., Reinhart, C. y Rogoff, K. 2005. “Capital Controls: Myth and Reality A Portfolio Balance Approach to Capital Controls”. Documentos de trabajo 2006–10 de la Facultad de Economía de la Universidad de Oregon. EE.UU.

- Marcel, M., Tokman, M., Valdés, R. y Benavides, P. 2003. “Structural Budget Balance: Methodology and Estimation for the Chilean Central Government 1987–2001”. Serie de Conferencias y Seminarios No.28, CEPAL. Santiago, Chile: CEPAL.
- Obstfeld, M., Shambaugh, J. y Taylor, A. 2009. “Financial Instability, Reserves, and Central Bank Swap Lines in the Panic of 2008”. *American Economic Review*, vol. 99(2), páginas 480–86. Mayo.
- Ortiz, A., Ottonello, P., Sturzenegger, F. y Talvi, E. 2009. “Monetary and Fiscal Policies in a Sudden Stop: Is Tighter Brighter?”, en *Dealing with an International Credit Crunch: Policy Responses to Sudden Stops in Latin America*, E. Cavallo y A. Izquierdo, editores. Banco Interamericano de Desarrollo, Washington D.C.
- Rodrik, D. 2009. “Growth after the Crisis”. Documento inédito. Cambridge (Massachusetts) EE.UU. Facultad de Gobierno Kennedy, Universidad de Harvard.
- Rodrik, Dani. 2009. “The IMF Needs Fresh Thinking on Capital Controls”. Project Syndicate. <http://www.project-syndicate.org/commentary/rodrik37/English>
- Rodrik, D. y Velasco, A. 1999. “Short-Term Capital Flows.” Documento de trabajo No.7364 de la Oficina Nacional de Investigación Económica (National Bureau of Economic Research – NBER). Cambridge (Massachusetts) EE.UU.
- Reinhart, C. y Rogoff, K. y Savastano, M. 2003. “Debt Intolerance” Documento de trabajo No. 9908 de la Oficina Nacional de Investigación Económica (National Bureau of Economic Research – NBER). Cambridge (Massachusetts) EE.UU.
- Reinhart, C. y Smith, R. T. 1998. “Too Much of a Good Thing: The Macroeconomic Effects of Taxing Capital Inflows”. Documento de trabajo No.13234 de MPRA. Munich, Alemania.
- Rocha, R. y Mesa, F. 1998. “Flujos Internacionales de Capital en Colombia: un Enfoque de Portafolio”. Archivos de Macroeconomía. Bogotá, Colombia: Departamento Nacional de Planeación, Unidad de Análisis Macroeconómico. No.78.



# Apéndice 1. Evaluación de la capacidad de resistencia de los ME a la crisis global: evidencia empírica

El ejercicio econométrico básico que se hizo para evaluar la importancia relativa de los fundamentos con respecto al acceso a los mecanismos de financiamiento de PIUI como factores que inciden en los diferenciales del EMBI consiste en una regresión de variaciones de los diferenciales soberanos de los 37 ME incluidos en el Índice EMBI Global de J.P. Morgan sobre medidas de calificación crediticia, así como una variable binaria que representa la falta de acceso a los mecanismos de financiamiento de PIUI, definida bien sea como la falta de consultas según el Artículo IV del FMI en los últimos dos años, o bien que se está en mora con el FMI, o en incumplimiento de pago con los tenedores de bonos, o todo ello. El período del análisis de los diferenciales soberanos es el plazo de 60 días a partir del 1 de septiembre de 2009, dos semanas antes del colapso de Lehman Brothers, y se extiende hasta el punto más alto de los diferenciales de alto rendimiento de EE.UU. a finales de octubre de 2009, es decir, el período de máxima incertidumbre sobre el destino de la crisis global. Así, la ecuación que se usa es la siguiente:

$$\Delta S_i = \beta_0 + \beta_1 CR_i + \beta_2 NA_i + \varepsilon_i \quad (1)$$

donde  $\Delta S$  representa la variación de los diferenciales,  $CR$  representa la calificación crediticia antes de la crisis de Lehman y  $NA$  es una variable binaria que indica la falta o no de acceso a mecanismos de financiamiento de PIUI. Las calificaciones crediticias corresponden a las que imperaban el año anterior a la crisis, a fin de reducir los problemas potenciales de endogeneidad que pudieran surgir entre los diferenciales y las calificaciones crediticias. Las calificaciones crediticias se transforman en una escala numérica como en Afonso y otros (2007), donde un valor más alto indica una mejor calificación crediticia. Los resultados de esta regresión base se presentan en la primera columna del Cuadro A1.1 y muestran que todas las variables son significativas al nivel de 5%.

**CUADRO A1.1 Regresión con cambio en los spreads: resultados de estimación**

	Regresión con término interactivo		Índice de libertad política		Índice de libertad económica		Historia de los defaults			Regresión controlada por			Cambio rezagado en los spreads
	Regresión principal	Regresión con término interactivo	Índice de libertad política	Índice de libertad económica	Suma	Valor presente	Crecimiento tendencial	Integración financiera	Integración comercial				
Constante (C)	1.286**	1.222**	1.430**	2.222**	1.219**	1.191**	1.308**	1.326**	1.275**	1.088**			
Calificación crediticia (CR)	-65**	-59**	-67**	-55**	-59**	-59**	-57**	-56**	-57**	-51**			
Dummy de no acceso (NA)	718**	3.421**	3.310**	3.698**	3.406**	3.243**	3.469**	3.347**	3.437**	3.135**			
Término interactivo (NA*CR)	n.a.	-350**	-342**	-406**	-349**	-334*	-361**	-344**	-355**	-317*			
Variable de control	n.a.	n.a.	-16	-17*	2,3	37	-2.637	-80	-0,83	1,37			
R <sup>2</sup>	45%	53%	56%	58%	53%	53%	54%	55%	53%	56%			

Fuente: Cálculos propios.

\* Significativo al 10%; \*\* Significativo al 5%.

Para poder controlar la posibilidad de que la falta de acceso se haga menos importante a niveles más altos de calificación crediticia también se incluyó un término de interacción de las calificaciones crediticias con la variable binaria. El término de interacción también es significativo al nivel de 5%, lo que confirma el hecho de que el acceso se hace más importante para países con fundamentos más débiles. Los resultados se muestran en la segunda columna del Cuadro A1.1.

En esta regresión base no se incluyen otras variables explicativas potencialmente importantes. Para fines de robustez se calcularon regresiones adicionales usando las primeras tres variables explicativas antes descritas, pero controlando por variables explicativas adicionales, tales como:

- *Indicadores de derechos políticos.* A fin de dar cuenta de la posibilidad de que las variaciones de los diferenciales fueran determinadas en parte por la disposición de un país de efectuar pagos durante períodos de turbulencia financiera, se incluyó un índice de democracia de la Unidad de Inteligencia de The Economist como variable de control. Esta variable clasifica la democracia de cada país; cabría esperar que mientras más consolidada sea una democracia mayor será la probabilidad de que el país esté dispuesto a pagar su deuda.
- *Índices de libertad económica.* Se incluyó el índice de libertad económica de la Fundación Heritage como variable de control, para comprobar si los países más reprimidos se perciben como menos dispuestos a pagar su deuda durante épocas difíciles y que por lo tanto pueden exhibir un mayor aumento de los diferenciales.
- *Antecedentes de incumplimiento soberano de pago.* Podría ocurrir que el historial de incumplimiento de pago de un país se vea reflejado en cambios de los diferenciales durante períodos de dificultades financieras graves. Por este motivo se construyeron dos medidas sintéticas del historial de incumplimiento de pago usando la base de datos de Laeven y Valencia (2008): la primera medida es la suma aritmética del número de incumplimientos de pago, mientras que la segunda es el valor presente del número de incumplimientos de pago (para acomodar la posibilidad de que exista un proceso de memoria finita sobre las sanciones por incumplimientos de pago previos).
- *Crecimiento de tendencia.* También se incluyó la tasa de crecimiento de la tendencia del PIB histórico como variable de control vinculada con la capacidad de pago de un país.
- *Integración financiera.* Se podría sostener que el nivel de liquidez del mercado puede incidir en la decisión de deshacerse primero de ciertos bonos, es decir, que los inversionistas tenderán a vender primero activos líquidos para garantizar la liquidez, a la vez que se minimiza la posibilidad de incurrir en costos

asociados con ventas a precios de remate. Por lo tanto, cabría esperar que los diferenciales aumenten más en países con mercados financieros líquidos. Por este motivo se incluyó como variable de control aquella que mide la integración financiera de cada país siguiendo a Lane y Milesi Ferretti (2003) (calculada como la suma absoluta de los activos y pasivos financieros externos de un país como proporción del PIB).

- *Integración al comercio internacional.* A fin de captar el hecho de que es probable que una economía más integrada al comercio internacional sea más vulnerable a una crisis global, también se usó una variable que mide el grado de apertura al comercio internacional como control.

Cada una de estas variables se introdujo individualmente debido a la falta de grados de libertad para un cálculo conjunto. Los resultados se muestran en el Cuadro A1.1, columnas 3 a 9. Indican que ninguno de los controles adicionales es significativo al nivel de 5%, y que tanto el coeficiente que acompaña a la medida de calificación de riesgo como el coeficiente que acompaña al indicador de falta de acceso son significativos al 5% (el término de interacción es significativo al 5% en la mayoría de las especificaciones y es siempre significativo al nivel de 10%)<sup>60</sup>.

Se podría argumentar que estos resultados pueden deberse a la falta de control de correlación serial. Para resolver este problema se introdujo un rezago de la variación de los diferenciales. Los resultados básicos no se alteraron significativamente tras la inclusión de este control adicional. Los resultados se muestran en el Cuadro A1.1, columna 10.

La robustez de los resultados antes mencionados también se midió en otro sentido. Osobranos durante el mismo lapso de 60 días antes descrito como variable dependiente (en vez de las variaciones de los diferenciales) y las calificaciones crediticias y las medidas de acceso a PIUI como variables explicativas<sup>61,62</sup>. Esta vez se excluyó el término de interacción debido a que ya no resultó significativo. También se usó el mismo conjunto de variables explicativas adicionales para fines de control. Los resultados se muestran en el Cuadro A1.2.

Los resultados también se mantienen en línea con los que se presentaron anteriormente usando variaciones de los diferenciales. Las calificaciones crediticias son importantes para explicar las variaciones porcentuales de los precios de los bonos, pero

<sup>60</sup> También se calculó una especificación alternativa en la que todas las variables explicativas, menos la variable sustitutiva de la falta de acceso, se encuentran en logaritmos y los resultados siguen siendo los mismos.

<sup>61</sup> Los precios de los bonos se calculan suponiendo un cupón de 11% y un vencimiento a 10 años.

<sup>62</sup> La ventaja de usar una medida del precio equivalente de los bonos es que ésta se vincula con los *rendimientos*, una medida mejor que los diferenciales a la hora de medir incrementos porcentuales del costo de financiamiento.

su impacto es superado por el de acceso a un PIUI en tiempos de crisis. Ambas variables siguen siendo significativas después de agregar cualquiera de las variables explicativas adicionales usadas como control en las especificaciones previas que se mostraron para las variaciones de los diferenciales.

**CUADRO A1.2 Regresión con cambio en el precio de los bonos: resultados de estimación**

	Regresión principal	Índice de libertad		Índice de libertad económica	Historia de los defaults		Regresión controlada por			Cambio rezagado en los spreads
		política	libertad		Suma	Valor presente	Crecimiento tendencial	Integración financiera	Integración comercial	
Constante (C)	0.490**	-0.554**	-0.757**	-0.483**	-0.472**	-0.525**	0.521**	-0.505**	-0.467**	
Calificación Crediticia (CR)	0.0219**	0.0252**	0.0211**	0.0219**	0.0216**	0.0213**	0.0212**	0.0214**	0.0199**	
Dummy de No acceso (NA)	-0.17**	-0.152**	-0.130*	-0.159*	0.143*	-0.156**	-0.162**	-0.164**	-0.162**	
Variable de control	n.a.	0.0033	0.0045	-0.006	-0.020	1.016	0.0233	0.0002	0.614	
R <sup>2</sup>	43%	49%	47%	43%	44%	45%	45%	43%	45%	

Fuentes: Estadísticas nacionales y cálculos propios.

\* Significativo al 10%; \*\* Significativo al 5%.

## Apéndice 2. La capacidad de resistencia de LAC-7 a la crisis global desde un enfoque de liquidez: un estudio de caso

**E**n este apéndice se analiza la interacción entre el apoyo financiero internacional y fundamentos más sólidos concentrándose en la dinámica de los coeficientes de liquidez internacional (CLI) de LAC-7 durante un período de varios años posteriores a la crisis de Lehman. Este análisis complementa el de la Parte I, el cual se concentró en los efectos inmediatos sobre los diferenciales de bonos tras la debacle de Lehman y abarcó una muestra más grande de economías emergentes.

Una regla general útil para el análisis de la liquidez que se usó en BID (2009) es la regla Guidotti-Greenspan (GG), según la cual los países deberían mantener como mínimo suficientes reservas internacionales para cubrir las obligaciones de corto plazo (con vencimiento a menos de un año) que van venciendo<sup>63</sup>. Esta regla obtuvo aceptación en medios de política económica tras las crisis del Este de Asia y de Rusia. El trabajo empírico por parte de Rodrik y Velasco (1999) sugiere que el coeficiente de reservas a deuda de corto plazo es un factor robusto de predicción de crisis financieras y que una mayor exposición de corto plazo se vincula con crisis más graves cuando los flujos de capital se revierten.

Este apéndice se concentra en los CLI, que son una versión modificada de la regla GG que incluye, en la categoría de obligaciones de deuda de corto plazo, toda la deuda del sector público que se vence dentro del plazo de un año —tanto externa como interna e incluyendo las existencias de instrumentos de esterilización del banco central— más las necesidades de financiamiento que puedan generar los déficits fiscales proyectados<sup>64</sup>.

---

<sup>63</sup> Véase Greenspan (1999).

<sup>64</sup> La regla GG subraya la cobertura de todas las obligaciones de deuda denominadas en divisas que se vencen dentro del plazo de un año. Las obligaciones internas denominadas en moneda nacional también se incluyen en los coeficientes de liquidez analizados aquí, bajo la suposición de que los países mantendrán sus compromisos, implícitos o explícitos, planteados en sus políticas de metas inflacionarias, evitando así el financiamiento de obligaciones internas mediante una expansión monetaria que podría provocar rápidamente presiones inflacionarias y una posible corrida sobre las reservas.

Esta medida incluye además pasivos fexternos de corto plazo del sector corporativo. En vista de la pérdida de acceso observada a los mercados crediticios internacionales por parte de las empresas durante la crisis global y las iniciativas de bancos centrales clave para apoyar al sector corporativo con sus propias reservas internacionales, esta versión de la liquidez es preferible porque incorpora el hecho de que la cobertura de las necesidades de liquidez de este otro actor clave fue relevante para reducir la probabilidad de que se produjera una crisis de liquidez.

Para el análisis efectuado en este apéndice se tomó en cuenta la dinámica de los CLI en un escenario de “invierno”, menos auspicioso. Este escenario se construyó para representar la mentalidad imperante en el punto crítico de la crisis, tal como se presentó en BID (2009). El escenario de invierno es casi idéntico al escenario en forma de “L” que se presentó en BID (2009). La diferencia está en que se usaron datos reales hasta el primer trimestre de 2009, pero las proyecciones de las variables externas —es decir, el crecimiento industrial de los países del G-7, los términos del intercambio y los diferenciales— son básicamente las mismas que las que se usaron en ese informe macroeconómico. Se asumió que el PIB del G-7 bajaría a un nivel mínimo en junio de 2009 y que de allí en adelante crecería lentamente hasta llegar a los niveles de antes de la crisis en junio de 2012. Igualmente se asumió que los precios de los productos básicos (*commodities*) se mantendrían estables a los niveles de marzo de 2009 hasta junio de 2009 y que luego se irían recuperando gradualmente hasta llegar a los niveles de diciembre de 2006 (cuando el PIB del G-7 más China alcanza los niveles previos a la crisis), manteniéndose estables de allí en adelante. Se asumió que los diferenciales del EMBI se mantendrían a los niveles de marzo de 2009 hasta junio de 2009 y que luego irían disminuyendo gradualmente hasta llegar a 300 pbs en junio de 2012, manteniéndose estables de allí en adelante.

Para poder evaluar el papel de fundamentos más sólidos y el apoyo financiero internacional como fuentes de la capacidad de resistencia de LAC-7 a la crisis global se efectuaron tres ejercicios hipotéticos. Primero se tomó en cuenta el efecto aislado de fundamentos más sólidos comparando la dinámica del CLI tomando como punto de partida fundamentos a niveles previos a la crisis rusa/LTCM, y contrastándola con la que surge de tomar los fundamentos previos a la crisis de Lehman. Segundo, se analizó el efecto de el apoyo internacional, , tomando como punto de partida fundamentos a niveles previos a la crisis rusa/LTCM. Por último, también se tomó en cuenta el efecto combinado de fundamentos más sólidos y el apoyo financiero internacional sobre la dinámica del CLI.

### *Rol de los fundamentos macroeconómicos*

Cuando un país encara una situación de restricción pronunciada del crédito a nivel internacional, trabajar sobre los fundamentos de largo plazo podría resultar poco útil para evitar una crisis de liquidez, dado que en épocas de crisis aumenta la incertidumbre

sobre el futuro, y el la puesta en marcha de de arreglos de largo plazo suele tomarse su tiempo en materializarse. Así, en el enfoque de liquidez, el análisis se debería concentrar en un conjunto específico de fundamentos que son clave al momento de la crisis en términos de su capacidad de influir en los perfiles de liquidez, es decir: las reservas internacionales, los perfiles de la amortización de la deuda pendiente y las necesidades de financiamiento que puedan surgir de los déficits fiscales. Las reservas internacionales actúan como amortiguador contra situaciones de restricción grave de la liquidez<sup>65</sup>. El hecho de que los perfiles de amortización de la deuda pendiente inciden sobre el sendero de los CLI implica que tanto los niveles de deuda como el cronograma de servicio de la misma son elementos clave que hay que tomar en cuenta. Por último, dado que hay varios factores que inciden en los resultados del déficit fiscal, también conviene tener en cuenta los efectos de los factores externos sobre la producción e indirectamente sobre la recaudación tributaria.

En el Cuadro A2.1 se analizan fundamentos involucrados en el marco de liquidez comparando las diferencias entre los niveles previos a la crisis rusa/LTCM y los niveles de antes de la crisis global para el grupo de LAC-7. Un primer elemento que conviene subrayar es el hecho de que la región consiguió acumular una cantidad de reservas considerablemente mayor. Para 2008 las reservas internacionales se mantuvieron en promedio alrededor de 14% del PIB; cuatro puntos porcentuales del PIB más que en 1998. Los pasivos de corto plazo de los bancos centrales relacionados con operaciones de esterilización fueron 1,6 puntos porcentuales del PIB más bajos y, con proporciones de deuda a PIB más bajas y un mejor perfil de vencimientos, las obligaciones de corto plazo generadas por la deuda pendiente fueron menores en 2008 en aproximadamente medio punto porcentual del PIB. Además, los niveles de dolarización de la deuda del sector público fueron considerablemente más bajos en 2008. Si bien para 1998 alrededor de 65% de la deuda del sector público se emitió en términos de dólares, para 2008 sólo 39% de la misma se emitió en dólares. Este proceso de desdolarización dio cabida a una flexibilidad del tipo de cambio mucho mayor. Los balances fiscales observados también mejoraron sustancialmente, pasando de un déficit de 2,6% del PIB en 1998 a un superávit de 0,9% en 2008<sup>66</sup>. Sin embargo, para ser justos, gran parte de ese superávit

---

<sup>65</sup> Sin embargo, cuando se hacen compras contra pasivos de corto plazo (por ejemplo, bonos de esterilización) se tiende a anular completamente el efecto neto de la acumulación de reservas sobre los CLI.

<sup>66</sup> Estas cifras no se deberían juzgar a su valor nominal como una representación de mejoras estructurales (por ejemplo, está claro que los coeficientes de deuda a PIB acusan en gran medida el efecto de fluctuaciones temporales del tipo de cambio real y que es más fácil alargar los perfiles de vencimiento en períodos en los que las expectativas se inclinan hacia tasas de interés más bajas, como ocurrió en 2003–2007. Esto se trató en el informe macroeconómico del BID “No todo lo que brilla es oro”). Sin embargo, al momento de una crisis de liquidez, y desde una perspectiva de base de caja, son representativas de las diferencias de recursos disponibles y de pasivos venideros.

**CUADRO A2.1 Fundamentos macroeconómicos en América Latina: crisis rusa vs. crisis global**  
(LAC-7, % del PIB)

	Crisis rusa Dic-98	Crisis global Dic-08
Reservas internacionales	10,0%	13,9%
Pasivos monetarios del BC	5,9%	4,3%
Deuda externa de corto plazo*	3,8%	3,3%
Dolarización de la deuda pública	64,8%	38,5%
Resultado fiscal	-2,6%	0,9%
Resultado fiscal ajustado**	0,1%	0,9%

Fuente: Estadísticas nacionales y cálculos propios.

\* Vencimiento menor a 1 año.

\*\* Ingresos fiscales ajustados a precios de commodities de 2008.

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

se debió a precios de productos básicos (*commodities*) considerablemente más altos en 2008. El balance promedio en 1998 obtenido mediante la valoración de los ingresos derivados de los productos básicos (*commodities*) a precios de 2008 arroja una cuenta fiscal equilibrada—mucho más cercana a la de 2008.

En vista de este conjunto de fundamentos más sólidos, se compara los CLI partiendo de los fundamentos imperantes al momento de la crisis rusa/LTCM con los CLI que surgen de utilizar los fundamentos actuales, siempre usando como base el escenario de invierno —en el cual se supone un acceso precario a los mercados crediticios internacionales, es decir, que hay dificultades para refinanciar deudas que vencen o hay que colocarla a plazos muy breves y a tasas de interés muy altas, o ambas cosas<sup>67</sup>.

O sea, este ejercicio se realizó calculando los CLI con niveles de reservas, perfiles de amortización de los pagos y niveles de déficits fiscales previos a la crisis rusa/LTCM, lo que arroja un perfil de liquidez hipotético que se podría comparar con CLI con fundamentos a niveles previos a la crisis de Lehman<sup>68</sup>. El Gráfico A2.1, panel a, muestra los CLI

<sup>67</sup> En BID (2009) se resalta la importancia de la precarización del acceso al mercado (definida como un acortamiento de los plazos de madurez de la deuda emitida y costos de endeudamiento más altos).

<sup>68</sup> Dado que los precios de los productos básicos (*commodities*) fueron considerablemente más bajos en 1998 que en 2008 y que, en muchos casos, los ingresos gubernamentales dependen en gran medida de los precios de esos productos, se ajustaron las cifras de déficits fiscales imperantes en 1998 para dar cuenta del efecto del aumento de los precios de los productos básicos (*commodities*) en 2008. De otro modo, la baja de los precios de los productos básicos implícita en el Escenario de Invierno habría incidido en las cifras fiscales de 1998, que no dan cuenta de la mejora anterior de los precios de esos productos durante el período 2003– v 2007, sesgando adversamente el efecto sobre los CLI con los fundamentos de 1998 relativo al efecto sobre los CLI con los fundamentos actuales.

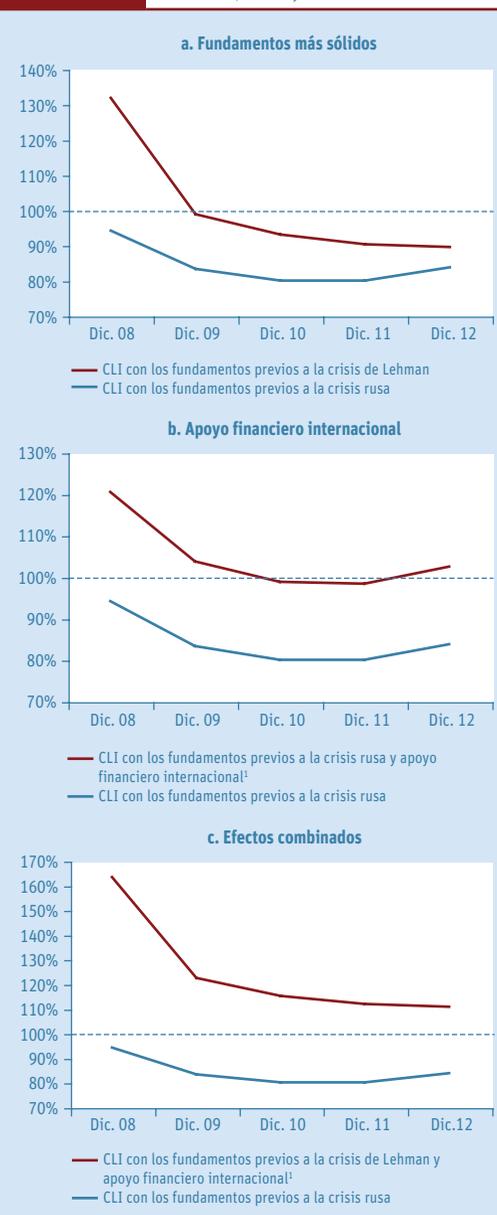
correspondientes a ambos conjuntos de fundamentos. Lo primero que hay que notar es que los CLI con fundamentos a los niveles previos a la crisis rusa/LTCM siempre se mantienen por debajo de niveles seguros, es decir, los niveles a los que las reservas internacionales bastan para cubrir las necesidades de financiamiento de corto plazo. Cuando se introducen las mejoras observadas de los fundamentos, inicialmente los CLI están por encima de los niveles críticos; de hecho, en diciembre de 2008 los CLI dan un salto de 94% (con los fundamentos de la crisis rusa) a 132% (con los fundamentos pre-Lehman), lo que indica que la mejora de los fundamentos fue una primera línea de defensa. Sin embargo, después del segundo año de una crisis prolongada, es probable que los CLI hubieran vuelto a niveles peligrosos, incluso con fundamentos más sólidos<sup>69</sup>.

### El rol del respaldo financiero internacional

La comunidad financiera internacional adoptó una medida sin precedente en su rol como acreedor de última instancia de los ME durante la crisis de 2008–2009, tanto en términos de la celeridad de su respuesta como del ingente tamaño de la ayuda ofrecida (véase una lista detallada de anuncios de apoyo internacional en el Cuadro I de la Parte I).

<sup>69</sup> Conviene mencionar que este análisis no incorpora los efectos que pueden haber tenido las políticas domésticas en la evolución de los CLI.

**GRÁFICO A2.1** Determinantes del coeficiente de liquidez internacional en América Latina  
(Trayectoria de los CLI bajo el escenario de “invierno”, LAC-7)



Fuentes: cálculos propios.

LAC-7 es el promedio simple 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.

CLI = Reservas/(Amortizaciones de Deuda Pública<sub>t-1</sub> + Amortizaciones de Deuda Externa Privada<sub>t-1</sub>)

<sup>1</sup> El apoyo financiero internacional incluye US\$ 112 mm a Brasil, Colombia, México y Perú (dólares de 2008).

¿Es posible que el respaldo de la comunidad internacional haya llevado a los CLI de los países de LAC-7 a niveles seguros? Para responder esta pregunta descontando el efecto neto de los fundamentos, se analizan los CLI con y sin el apoyo internacional usando los fundamentos previos a la crisis rusa/LTCM. El Gráfico A2.1, panel b, muestra la dinámica de los CLI en el Escenario de Invierno con y sin el apoyo financiero internacional. En este último caso se incluyen líneas de crédito a corto plazo ofrecidas por la Reserva Federal de EE.UU. en octubre de 2008 a Brasil y México (US\$30.000 millones para cada país), así como el apoyo en forma de líneas de crédito flexibles (LCF) del FMI a Colombia (US\$10.000 millones) y México (US\$47.000 millones) y el respaldo en forma de LCF que Brasil y Perú habrían podido usar, de haber sido necesario<sup>70</sup>. Los resultados indican que éste hubiera sido un caso justo en el límite, ya que los CLI se hubieran ubicado en niveles cercanos al 100% a partir de diciembre de 2009, lo cual indica que aunque el respaldo internacional mejoró considerablemente los CLI, puede que eso no hubiera bastado para eliminar la incertidumbre sobre la liquidez en el punto crítico de la crisis.

### *Efecto combinado*

Por último, conviene analizar el efecto que podrían generar sobre los CLI los fundamentos más sólidos y el apoyo internacional al actuar en tándem. El Gráfico A2.1, panel c, presenta la dinámica de los CLI tomándolos fundamentos previos a la crisis global y calculando los recursos disponibles a partir del apoyo de la comunidad internacional. Se puede ver claramente que el efecto combinado modificó significativamente la dinámica de los CLI de los países de LAC-7, colocando los senderos de los CLI holgadamente por encima de la zona de peligro a todo lo largo del horizonte que se extiende hasta 2012.

### *Conclusión*

Tanto el respaldo multilateral como los fundamentos más sólidos jugaron un rol clave en la eliminación de la incertidumbre en el punto crítico de la crisis. Fundamentos más sólidos pero sin apoyo multilateral habrían sido insuficientes para sacar los CLI de la zona de peligro financiero. El apoyo multilateral combinado con fundamentos tan débiles como lo fueron antes de la crisis rusa/LTCM de 1998 podría haber llevado los senderos de los CLI a territorio más seguro, pero estos habrían permanecido tan cerca de los niveles críticos que no se habría podido eliminar del todo el peligro de una crisis de liquidez. Es únicamente cuando se combina el respaldo multilateral con fundamentos más sólidos que se pueden mantener los CLI holgadamente fuera de la zona de peligro, incluso en el marco de una crisis global prolongada.

<sup>70</sup> Se asumió la posibilidad de poner a disposición de Brasil y Perú retiros de la LCF equivalentes a 1.000% de la cuota.





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