América Latina frente a la crisis internacional: el desafío de la recuperación

Ramiro Albrieu y José María Fanelli

Ramiro Albrieu y José María Fanelli son investigadores del Centro de Estudios de Estado y Sociedad (CEDES).
José María Fanelli: josefan@cedes.org
Ramiro Albrieu: ralbrieu@cedes.org

El trabajo analiza para América Latina y en especial para los casos de la Argentina, Brasil, Chile y México las siguientes cuestiones:

a) las características esenciales de los shocks asociados con la crisis que afecta a la región;

b) los problemas relacionados con el tipo de dinámica que podría ayudar a superar la crisis. Para ello se analiza el comportamiento de los países seleccionados ante situaciones previas de *shocks* externos;

c) el problema de determinar que estrategias seguir para amortiguar los efectos de corto plazo de la crisis y retomar la senda de crecimiento sostenido.

1. Introducción

El mundo está pasando por una situación de *stress* que reconoce pocos antecedentes en la historia reciente y que está generando desafíos muy difíciles de manejar, tanto en el ámbito de los negocios privados como de las políticas públicas. América Latina, por supuesto, no es ajena a estos desafíos. Más allá de la magnitud inédita de los desequilibrios, los desafíos son difíciles debido al carácter excepcional de los mismos, que hace que las respuestas de política y las conductas empresarias en situaciones *normales* no sean necesariamente válidas. La búsqueda de soluciones ante problemas de carácter excepcional en tiempo real tiene, necesariamente, un componente de ensayo y error muy costoso.

El carácter excepcional de los desequilibrios actuales se asocia básicamente con tres hechos. El primero es que la recesión es profunda y es global: es la primera vez desde la Segunda Guerra que el PBI del mundo como un todo cae en términos absolutos. Es importante tomar en cuenta que este colapso del nivel de actividad y del comercio internacional se produce luego de un período de crecimiento particularmente alto de la economía mundial, liderado por los países emergentes. De hecho, el ritmo de crecimiento del mundo emergente era tan dinámico que, en los comienzos de la crisis, se especuló con la hipótesis del *desacople*. Según esta hipótesis los países en desarrollo estarían en condiciones de mantener el crecimiento aún en un contexto de crisis en los países ricos. Esta teoría, no obstante, fue rápidamente descartada. Ante la magnitud del derrumbe del comercio internacional inducido por la recesión y la reversión de los movimientos de capital a causa de la incertidumbre financiera y la huida hacia la calidad, resultó evidente que el crecimiento emergente no se sostendría.

El segundo es que la virulencia de la crisis fue inesperada. El colapso se produjo a manera de imprevisto corolario de un período en que las fluctuaciones cíclicas se habían ido suavizando tanto en el mundo desarrollado que tal período venía ya siendo bautizado como el de la *gran moderación*. Si bien algunos observadores venían advirtiendo sobre la importancia de los desbalances globales, lo cierto es que el escenario de *hard landing* descrito por esos analistas nada tiene que ver con el escenario de colapso del nivel de actividad y de las finanzas que se está produciendo en las principales economías centrales, desde Estados Unidos hasta Europa y Japón.

El tercer hecho es que el colapso de las finanzas en el mundo desarrollado se produce en un momento en que el nivel de profundización financiera había alcanzado niveles insospechados sólo veinte años atrás y donde la capacidad de innovar con nuevos productos financieros –desde los estructurados hasta todo tipo de derivados para manejar riesgos– parecía tener capacidad ilimitada para incorporar nuevos jugadores. En efecto, en los años previos a la crisis, por el lado de los inversores se consolidaron los fondos institucionales –incluyendo nuevos jugadores como los fondos soberanos y la expansión de fondos mutuos y de pensión– y la proporción de familias con inversiones en *securities* superó cualquier proporción previa (en Estados Unidos casi la mitad de la población tenía ese tipo de inversión, ver Diamond y Rajan, 2009). Por el lado de los tomadores de crédito la incorporación de nuevos jugadores también era muy dinámica: desde países emergentes del ex bloque comunista hasta tomadores de hipotecas en el mercado *sub-prime*. Fue justamente en este ambiente de innovación y expansión global de las finanzas que la crisis que comenzó en el segmento *sub-prime* terminó por destruir literalmente primero la liquidez, luego la solvencia y, más tarde, los derechos de propiedad de buena parte de los intermediarios y los tomadores de crédito.

Hemos seleccionado estos tres hechos porque comparten una esencia común: el marcado contraste entre la situación previa y la posterior a la ocurrencia de la crisis. Esta esencia común subraya una de las razones de por qué los desafíos son tan difíciles: las instituciones y las políticas estaban siendo diseñadas para el mundo de la gran moderación con una economía mundial en crecimiento y un desarrollo financiero creciente. En ese mundo, la política monetaria tenía por único objetivo la inflación y si había fluctuaciones cíclicas éstas serían amortiguadas por los estabilizadores fiscales automáticos. Además, en un mundo con flujos de capital crecientes y crecimiento emergente la arquitectura financiera internacional necesaria era mínima. El achicamiento de la estructura del FMI era, quizás, la mejor metáfora del momento. En el mundo post-crisis, hechos excepcionales están reclamando políticas excepcionales. La política monetaria pasó a tener por principal objetivo mantener la liquidez del sistema –vía *quantitative easing*–, la labor de los estabilizadores automáticos pasó a ser complementada con políticas fiscales altamente discrecionales y el FMI está tratando de ser recapitalizado. A la luz de la excepcionalidad de estos hechos no sorprende que, de manera recurrente, se compare esta crisis con la gran depresión de los treinta (ver Eichengreen, 2009 y Krugman, 2009). Pero el punto es que los países que logren equivocarse menos en el proceso de prueba y error obtendrán, seguramente, una ventaja competitiva sobre aquéllos que no lo hagan. Dos condiciones necesarias para ganar ventajas competitivas son liderazgo político y líneas estratégicas de acción para enfrentar la crisis en el plano de la economía. En este trabajo reflexionamos sobre este segundo punto.

Probablemente, América Latina sea una de las regiones del mundo que ha pasado por mayor número de experiencias de crisis en lo que va de la segunda globalización. Debido a esto, tanto los gobiernos como el sector privado están relativamente habituados a desempeñarse en escenarios de crisis. Esto podría ser una fuente de ventajas competitivas a la hora de reaccionar ante la crisis. Claro que para que ello sea así, las respuestas de políticas deberán ser capaces de asegurar un mínimo de estabilidad para el sector privado y de amortiguar los efectos del colapso sobre los sectores vulnerables de la sociedad. Hay tres puntos que son esenciales en relación con esto y que dan lugar a preguntas que deberán de una manera u otra ser respondidas:

(a) Identificar qué tipo de shocks están asociados con la crisis

¿Cuáles son los canales a través de los cuales se transmite la crisis?
¿Cuáles son las similitudes y diferencias con shocks anteriores y qué lecciones pueden aprenderse?

(b) Identificar qué tipo de dinámica macroeconómica puede ayudar a superar la crisis

La pregunta crítica es: ¿Cómo generar demanda agregada en un contexto de restricción financiera externa, estrecho margen para financiar políticas fiscales anticíclicas y caída de exportaciones?
Asociada a esta aparecen: ¿Cómo se resolvió este problema en el pasado? ¿Cuáles han sido los factores que ayudaron a revertir los colapsos en el nivel de actividad ocurridos de la mano de las crisis ocurridas en la segunda globalización?

(c) Trazar líneas estratégicas de política para enfrentar los desequilibrios actuales.

Sin líneas claras de estrategia será muy complicado enfrentar los difíciles dilemas que irán apareciendo en el proceso de ajuste. Por ejemplo: ¿Estabilizar el ciclo o resguardar la sustentabilidad de la deuda? ¿Depreciar la moneda o subsidiar sectores específicos para incentivar el sector transable en un contexto de proteccionismo internacional? ¿Cómo resguardar al mismo tiempo el clima de inversión y el bienestar de los sectores vulnerables?

El propósito central de este trabajo es reflexionar sobre estas cuestiones. Si bien tomaremos evidencia de América Latina como un todo, pondremos la lupa en la Argentina, Brasil, Chile y México, que representan cerca del 80% del PBI total de América Latina; en lo que sigue llamaremos a este conjunto de países LAC-4. El trabajo está dividido en tres partes. En la primera se discuten las cuestiones asociadas con el punto *(a).* El foco está puesto en identificar las características esenciales de los shocks asociados con la crisis que están afectando a la región y los mecanismos de transmisión a través de los cuales ello ocurre. En la segunda parte nos ocupamos de los problemas relacionados con el punto *(b).* La reflexión sobre el tipo de dinámica que podría ayudar a superar la crisis se basa, fundamentalmente, en el análisis del comportamiento agregado de los países LAC-4 ante situaciones previas de *stress* externo. Los episodios considerados son la crisis de la deuda de los ochenta y los *sudden stops* ocurridos en el segundo lustro de los noventa. La última sección presenta las conclusiones que se siguen respecto del punto *(c).* Por supuesto, las conclusiones no se proponen abordar de manera integral el problema de qué estrategias seguir en el mundo post-crisis sino sólo enumerar aquellas implicancias de nuestro análisis que pueden resultar relevantes a la hora de diseñar políticas para amortiguar los efectos de corto plazo del colapso internacional y retomar la senda del crecimiento sostenido.

II. Los canales del contagio: Colapso comercial y reversión en los flujos de capital

América Latina está siendo fuertemente castigada por la crisis, aún cuando en los últimos años haya sido una de las regiones más dinámicas en términos de crecimiento económico. En el sexenio 2003-2008 la región creció a una tasa anual promedio de 4,8%, superando los registros de las últimas cuatro décadas y doblando la media mundial para dicho período. Adicionalmente, la trayectoria fue bastante uniforme hacia dentro de la región. De hecho, en el año 2007, por primera vez desde fines de los sesenta, la totalidad de los países de la región se encontraba creciendo por más de tres años consecutivos.

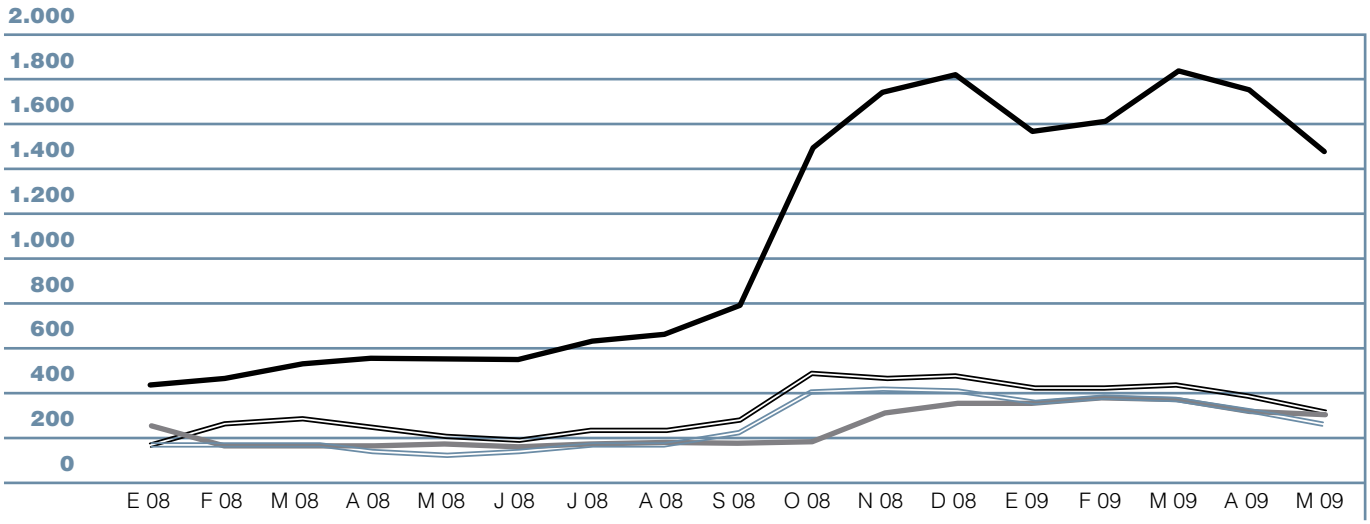
La crisis internacional se ha propagado hacia las economías emergentes a través de todos los canales que conectan a éstas con la economía mundial: los flujos financieros, el comercio, la inversión extranjera directa y las remesas (Fanelli y Jiménez, 2009). Sin embargo, en el caso de los países de LAC-4 y América del Sur en general, los dos canales más importantes son el financiero y el comercial. Las perturbaciones que operaron a través de esos dos canales han sido de gran magnitud. Mostramos evidencia sobre estos puntos en lo que sigue.

El freno brusco de los movimientos de capital

La preeminencia del canal financiero como desencadenante de la crisis está fuera de duda. En el caso específico de los movimientos de capital hacia la región, el disparador del *shock* fue el agravamiento de la crisis financiera en los países centrales. El aumento de la incertidumbre provocó una disminución del apetito por el riesgo que redujo el financiamiento disponible tanto para los gobiernos como para el sector corporativo emergente. De hecho, la fragilidad financiera actuó también para activar el canal del comercio. Por una parte, la retracción de la liquidez operó directamente sobre la disponibilidad de crédito para financiar el comercio internacional, por otra, el colapso del crédito empujó a las economías desarrolladas a la recesión y ello no tardó en traducirse en fuertes caídas en el volumen del comercio internacional. Este escenario se complicó porque un conjunto variado de países comenzó a aplicar medidas de política comercial de tono proteccionista y, además, se registraron declinaciones significativas en los precios de las materias primas, sobre todo a partir del segundo semestre de 2008. Este último hecho fue particularmente perjudicial para los términos de intercambio de los países del Sur de América Latina.

Una rápida mirada a los eventos atinentes al canal financiero será suficiente para comprender la magnitud del *shock*. La evolución del riesgo soberano indica que el costo de financiamiento de la deuda pública se incrementó sensiblemente en los primeros meses de la crisis *(ver Gráfico 1)*. Los gobiernos latinoamericanos, que a principios de 2008 pagaban por sus pasivos una tasa de entre dos y tres puntos por encima de la tasa que paga el Tesoro de los Estados Unidos, vieron duplicarse dicha tasa en los tres trimestres siguientes. Dentro del grupo LAC-4, la peor evolución la muestra la Argentina. En ese país los valores registrados por la prima de riesgo igualaron a los inmediatos previos al default de 2001-2002. En el caso de Brasil, Chile y México, en cambio, si bien el impacto de la crisis es claramente discernible, una vez transcurrido el período de mayor turbulencia en los países desarrollados, el riesgo país comienza una trayectoria descendente en consonancia con el movimiento de los emergentes como un todo. La Argentina sólo sigue ese movimiento con retraso y siempre ubicándose muy por encima de la media.

Gráfico 1. Evolución del riesgo país



Fuente: Elaboración propia en base a datos de los bancos centrales

Uno de los factores detrás del movimiento ascendente del costo de financiamiento es, por supuesto, el *repricing* del riesgo global. La crisis generó una fuerte disminución del apetito por el riesgo y ello hizo mermar el financiamiento disponible para el mundo emergente. Pero hay que tomar en cuenta que la merma se hizo sentir, también, bajo la forma de racionamiento: muchos países perdieron acceso a los mercados internacionales. De acuerdo a estimaciones del Instituto de Finanzas Internacionales, los flujos de capital financiero hacia las economías emergentes, que alcanzaban un 4% del PBI en 2004-07 se reducirán a cero para el año 2009. Las economías de la región no fueron la excepción. Con respecto al financiamiento a las empresas, la evidencia para América Latina muestra un fuerte retroceso: si en 2007 y mitad de 2008 el financiamiento total hacia la región rondaba los 50 mil millones de dólares por trimestre, para los últimos dos trimestres de 2008 y el primero de 2009 dicho monto se aproximó a 20 mil millones (ver IMF, Perspectivas económicas para las Américas, 2009). El efecto fue particularmente fuerte en lo que respecta a la emisión de bonos en el exterior y préstamos sindicados.

En función de la magnitud de la reversión en los flujos de capital que estamos comentando, hemos caracterizado el *shock* financiero como un *sudden stop* o freno brusco. A los efectos de brindar elementos que apoyen esta caracterización, hemos construido un indicador de los movimientos de capital que se basa en la transferencia externa neta de fondos hacia o desde el exterior. En línea con la metodología utilizada por Calvo *et al.* (2006), definimos la transferencia externa neta como la diferencia entre el resultado comercial (neto de los beneficios pagados sobre la Inversión Extranjera Directa, IED) y la variación de reservas internacionales en poder del banco central. Tomamos el resultado comercial neto de los pagos de las multinacionales con el objetivo de aislar los efectos estrictamente relacionados con los mercados de capital financiero. De esta forma, si un país experimenta una salida de capitales según nuestro indicador, ello implica que está realizando una transferencia neta de fondos hacia el exterior. Para financiar tal transferencia el país sólo tiene dos opciones: generar un superávit comercial o echar mano de las reservas internacionales del Banco Central. Obviamente, como nuestro *superávit comercial* incluye los pagos de las multinacionales, un país podría aumentar ese *superávit* reduciendo esos pagos y, de esa forma, estaría financiando la salida de capitales por la vía de reducir los envíos de dividendos al exterior. Este tipo de efecto es importante en países como Chile, donde los pagos al exterior son muy

significativos. De hecho, como se verá, dado que los giros de multinacionales al exterior han seguido siendo altos aún luego de la crisis, Chile ha estado utilizando su fondo anti-cíclico soberano para compensar la salida de capitales.

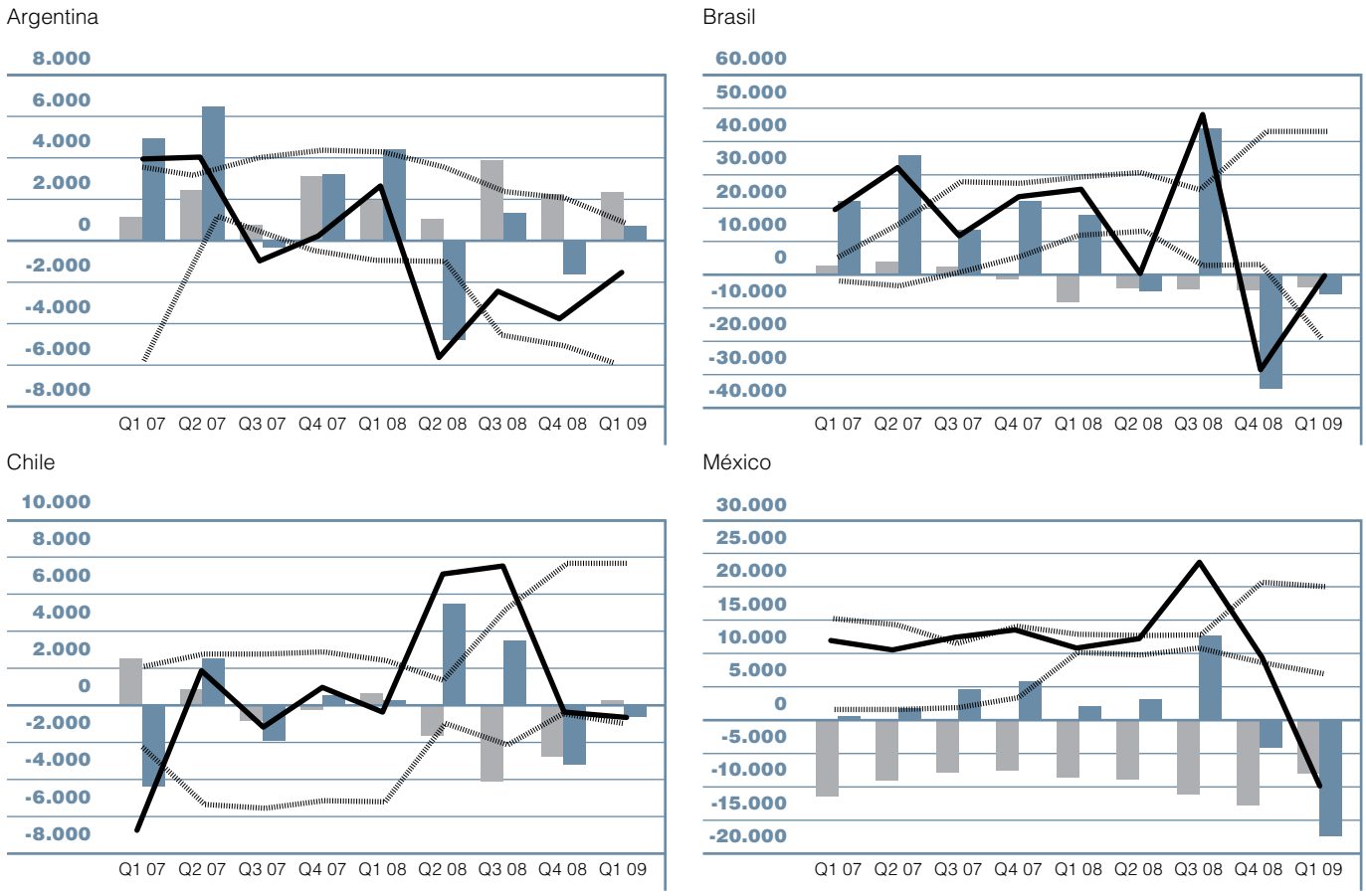
En el *Panel 1* se muestra la trayectoria de los movimientos de capital en LAC-4 medidos en base a nuestro indicador, desde el primer trimestre de 2007 hasta el primer trimestre de 2009. La línea negra representa los movimientos de capital medidos por la transferencia neta. Las líneas punteadas por debajo y por encima de la línea representativa de los movimientos de capital delimitan una banda de *normalidad* para tales movimientos. El límite inferior es particularmente importante para nuestro análisis: por debajo de ese límite se considera que existe una situación afín a un *sudden stop* o freno brusco en los movimientos de capital. Por supuesto, si la entrada de capitales supera el límite superior la economía estará experimentando un *boom* de entrada de capitales. Las barras de los gráficos muestran que los movimientos de capital necesariamente tienen como contrapartida cambios en la balanza comercial neta de la renta de IED (barras grises) y/o variaciones de las reservas internacionales (barras azules).

Como se observa en el gráfico (a), los movimientos de capital en la Argentina muestran en los dos últimos años una cierta tendencia a traspasar el umbral del *sudden stop.* El primer evento de traspaso ocurre en el tercer trimestre de 2007 y la mayor reversión en el sentido de los movimientos de capital se registra en el segundo trimestre de 2008, un momento en el cual los precios de las exportaciones argentinas estaban experimentando un *boom.* Este comportamiento de los flujos es opuesto al registrado en los otros tres países. Nótese que mientras esto ocurría en la Argentina, lo contrario se observaba en Chile, México y Brasil que estaban experimentando un *boom:* en los tres casos la línea negra se ubica por encima del límite superior entre el segundo y tercer trimestre de 2008. Este comportamiento diferencial de la Argentina, no obstante, es fácil de comprender cuando se tiene en cuenta que el país estaba experimentando una situación de fuerte inestabilidad política originada en conflictos distributivos mal manejados.

La contrapartida de ello fue, principalmente, una fuerte reducción en la acumulación de reservas del Banco Central de la República Argentina (BCRA). En el segundo trimestre de 2008 hay un segundo episodio de salida de capitales, coincidente con problemas políticos domésticos (la crisis con el campo). Luego llega la crisis internacional, y la salida de capitales continúa, a pesar del mantenimiento –de hecho, el mejoramiento– en el resultado comercial.

En el caso de Brasil, la fecha de comienzo del *sudden stop* es coincidente con la llegada de la crisis (octubre-noviembre de 2008). Antes, la entrada de capitales engrosaba las reservas internacionales en poder del Banco Central do Brasil (BCB), que llegaron a rondar los 20 puntos del PBI. A la vez, esta entrada de capitales alimentó una fuerte expansión de los mercados de capital entre 2003 y 2007. La salida de capitales del último trimestre de 2008 generó un derrumbe en la Bolsa de Valores de San Pablo y cerró los mercados de acciones y de deuda corporativa. La salida fue financiada en su totalidad por la pérdida de reservas internacionales por parte del BCB, situación que se modera sensiblemente en el primer trimestre del año.

Panel 1. Contagio I: tensión financiera en LAC-4



Fuente: Elaboración propia en base a datos de bancos centrales

Nota: Las líneas punteadas representan el promedio móvil de las entradas netas de capital de los dos años previos.

Al igual que en Brasil, en el caso de Chile el empeoramiento en las condiciones del financiamiento externo también se dio con la crisis internacional (véase gráfico c). En los dos trimestres previos, el *boom* del cobre traccionó la entrada de capitales y motivó un cambio en la política monetaria del Banco Central de Chile (BCCh), comenzando un período de intervención cambiaria que le permitió al BCCh acumular activos externos por algo más de 6.300 millones de dólares. Con la llegada de la crisis el financiamiento externo desaparece, y el BCCh y Hacienda comienzan a utilizar sus recursos (las reservas y el fondo soberano, respectivamente) para moderar sus efectos sobre la balanza comercial. Como se observa en el gráfico *(c)*, el resultado es una pérdida de reservas en el último trimestre de magnitud similar al déficit comercial. En el primer trimestre, las condiciones de financiamiento no mejoran y la caída en las reservas se modera por el ajuste del déficit externo.

La situación de México es algo distinta. Antes de la crisis el país registraba continuos déficit comerciales, agravados por el pago neto de rentas por IED *(gráfico d)*. Esto hace que en términos netos sea deudor con el resto del mundo, al igual que Brasil, pero con agravante: se volvió cada vez *más deudor*. La entrada de capitales en los trimestres previos a la crisis permitió financiar dicho déficit, pero también acumular reservas internacionales. De hecho, estas pasaron de representar 6 puntos del PBI en 2000 a hacerlo por encima de 10 puntos en 2008. El corte de financiamiento que implicó la crisis internacional afectó decididamente a esta dinámica, en tanto el banco central comenzó a perder reservas y el ajuste del déficit comercial no fue suficiente. Como en el caso de Chile, la cuestión es distinta a la de Brasil en tanto buena parte de la entrada

de capitales en la etapa de bonanza se realizaba vía bancos. Si bien los perfiles de dicho financiamiento no eran tan negativos como en otras crisis (los préstamos los otorgan las filiales y casi su totalidad en moneda doméstica), el sesgo doméstico en el financiamiento bancario será una característica del proceso de reconstrucción de los próximos años y ello afectará a las condiciones de financiamiento de estos dos países.

Justamente debido a que los últimos tres países mencionados estaban experimentando entradas excepcionales de capital es que el *sudden stop* puede observarse de manera tan nítida: en primer lugar, en los tres casos la línea negra pasa en un solo trimestre de ubicarse por encima del límite superior a ubicarse por debajo de la línea que delimita la zona de normalidad. En segundo lugar, también en los tres casos los movimientos de capital se reflejan, básicamente, en variaciones en las reservas internacionales. En la etapa de *boom,* las entradas de capital alimentan básicamente la acumulación de reservas. Este es un punto interesante ya que los tres países afirman seguir una política de flotación cambiaria con *inflation targeting*. Estas variaciones en las reservas suponen intervenciones en el mercado de cambios que parecen poco compatibles con un régimen de política monetaria que, al no tener un objetivo de tipo de cambio, no debería implicar este tipo de intervención masiva. Como lo sugiere Chang (2007), pareciera que hay algo más que una estricta preocupación por la inflación. Si no el nivel, sí la volatilidad del tipo de cambio parece estar dentro de las preocupaciones de estos Bancos centrales. Esta preocupación –*de facto* si no *de jure*– por el tipo de cambio es visible en el caso chileno, donde en los trimestres previos a la crisis hubo un cambio en la política monetaria en lo que respecta a la acumulación de reservas.

Un tercer punto rasgo en común de estos tres países es que mostraban un balance comercial negativo al momento de recibir el impacto del *shock,* aunque claramente la posición deficitaria de México era más marcada que la de Brasil. En esto la posición de la Argentina también se aleja: al momento del *shock* muestra un superávit comercial muy sólido. El hecho que la Argentina, al mismo tiempo, exhiba la posición externa más sólida y el riesgo país más alto lejos de ser paradojal habla de la influencia de las variables políticas en la evaluación que hace el mercado del riesgo soberano. Nótese, en este sentido que mientras Brasil, México y Chile financian la salida de capitales con fuerte caídas de reservas, la Argentina las financia con superávit comercial debido justamente a su posición comercial más cómoda. En lo que sí coinciden todos los integrantes del LAC-4 es en el hecho que la salida de capitales se modera de manera sensible hacia el final del período bajo análisis.

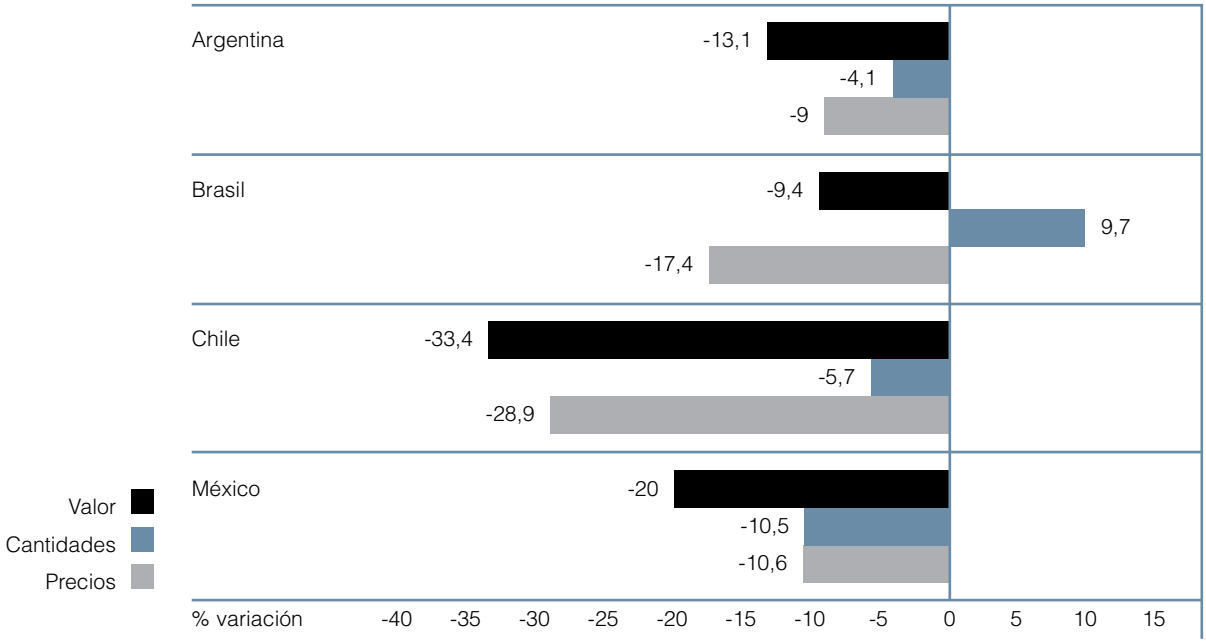
En suma, el análisis del mecanismo de transmisión financiero nos dice lo siguiente. Primero, que en la etapa previa a la crisis, los países estuvieron tomando pasivos externos pero como contrapartida los bancos centrales acumularon reservas internacionales. Esta es quizá la mayor fortaleza frente a la crisis. Segundo, que en los cuatro países las condiciones de acceso al financiamiento externo cambiaron radicalmente con la crisis. Tercero, salvo México, para el primer trimestre las condiciones mejoraron sensiblemente: sigue habiendo salida de capitales, pero de menor magnitud. Así, se configura un corto plazo con un acceso a los mercados internacionales no imposible, pero sí dificultoso para las economías de LAC-4.

El colapso del comercio

Pasemos ahora al canal comercial. Como ya se adelantó, las correas de transmisión del *shock* fueron dos: la disminución en los volúmenes debida a la recesión y al proteccionismo, por un lado, y la caída de los términos de intercambio, por el otro. El *Gráfico 2* muestra el efecto impacto de la crisis sobre las ventas externas de los países de LAC-4. Hemos desagregado los efectos sobre precios y cantidades registrados entre el segundo y el cuarto trimestre de 2008. Hay una serie de puntos que vale la pena subrayar. El primero es que en los cuatro países los ingresos por exportaciones cayeron fuertemente: 18% en la Argentina, 9% en Brasil, 33% en Chile y 20% en México. Segundo es que, en general, el efecto es comandado por los precios. Esto es particularmente cierto en Chile, donde el derrumbe del cobre provocó un ajuste a la baja mayor a 30% en el precio de sus productos de exportación. Las expectativas son que, salvo algunas excepciones (como buena parte del Caribe), con alta probabilidad en el futuro cercano los términos de intercambio para los países de América Latina no serán tan favorables como en los años pasados. Por otra parte, si bien los precios de las *commodities* detuvieron su caída hacia fin de 2008, la evolución de las exportaciones del primer trimestre de 2009 es muy negativa: los ingresos por exportaciones cayeron un 17% en Brasil, 14% en la Argentina, 37% en Chile y 25% en México.

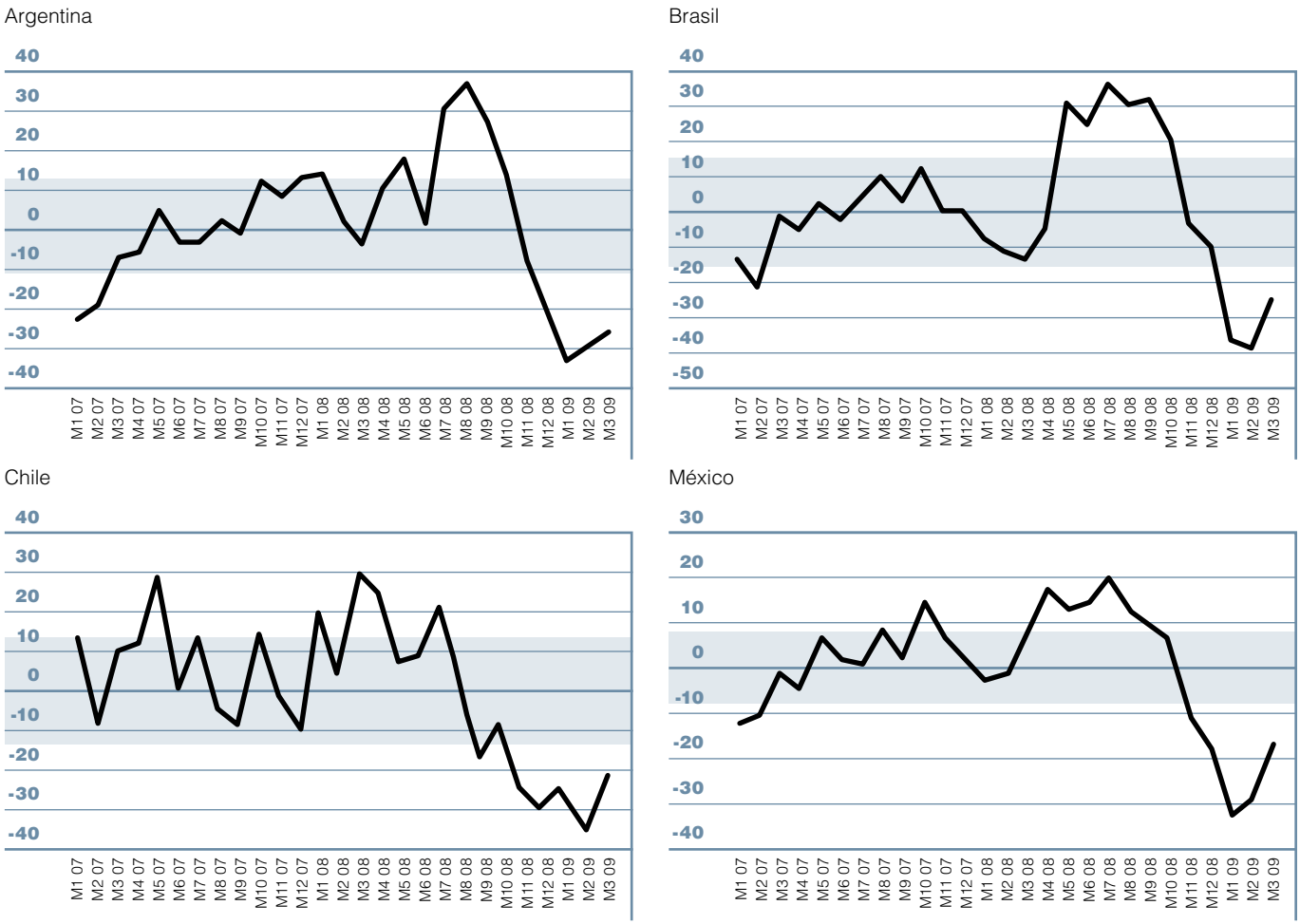
En vista de esta excepcionalmente negativa evolución del comercio en la región, parece razonable caracterizar el *shock* que provocó esa evolución como un colapso de comercio. A los efectos de proveer evidencia en apoyo de esta caracterización del *shock* como colapso, compararemos lo que está ocurriendo con un estándar de *normalidad*. Con tal propósito recurriremos a los desvíos respecto de la tendencia de largo plazo, medidos en base a observaciones de frecuencia mensual del comercio para el período enero de 2000- marzo de 2009. El umbral que decide si la economía se encuentra frente a un *shock* de comercio es un desvío estándar: por encima de un desvío se considera que existe un *boom* de comercio y, por debajo, se considera que se produjo un colapso. El *Panel 2* muestra la evidencia para las economías de LAC-4. Fuera de la región sombreada quedan en evidencia los *shocks* excepcionales.

Gráfico 2. El efecto inicial de la crisis en LAC-4
Crecimiento de las exportaciones entre el segundo y el último trimestre de 2008



Fuente: Elaboración propia en base a datos de Comtrade.

Panel 2. Contagio II: caída de los ingresos por exportaciones en LAC-4



Fuente: Elaboración propia en base a datos de bancos centrales

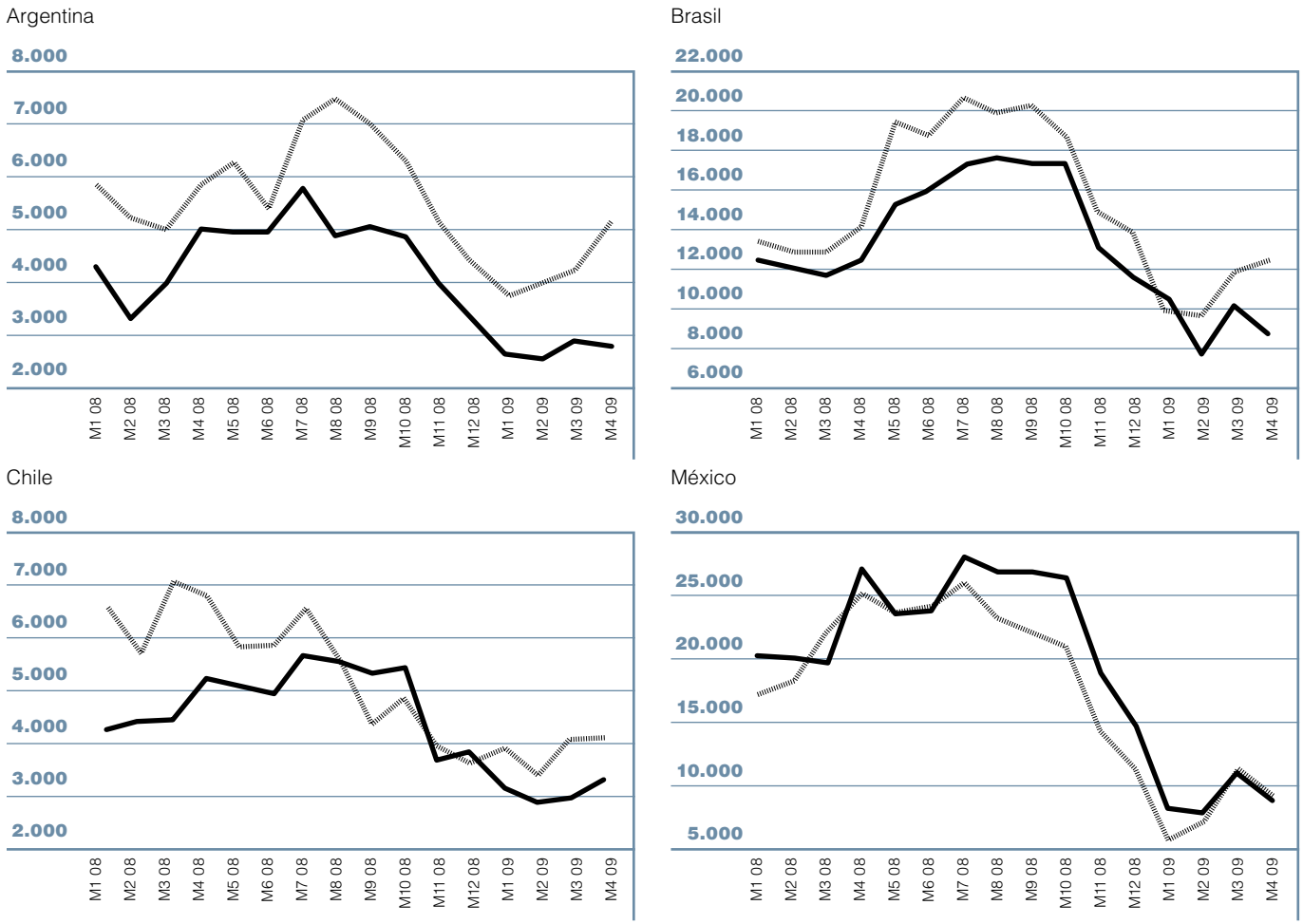
Nota: las series muestran el desvío cíclico de las exportaciones en dólares corrientes como porcentaje de la tendencia.
El filtro utilizado es Hodrick-Prescott. La zona sombreada muestra la banda de +/- un desvío estándar.

En este caso la evidencia es uniforme: en los cuatro países se ha producido un colapso de comercio en forma contemporánea a la crisis internacional. Hay dos puntos adicionales que vale la pena mencionar. Por un lado, el tamaño de la caída fue mayor que en otras regiones del mundo a causa de que en los meses previos a la crisis los cuatro países estaban viviendo un *boom* de comercio; por otro, en los últimos meses parece haber un cambio: en términos de desvío cíclico, las exportaciones dejaron de caer. Nuestro objetivo, no obstante, no es analizar en detalle lo que está ocurriendo en la coyuntura y con lo analizado alcanza para mostrar que, además de un *sudden stop*, la región está sufriendo un colapso de comercio.

Una pregunta que surge naturalmente dentro de este contexto es qué características tendrá el ajuste que las economías de la región deberá realizar para adaptarse al nuevo escenario externo. Como ya observamos, en el corto plazo la primera reacción fue compensar los efectos de los *shocks* a través de la pérdida de reservas internacionales. Sin embargo, si se observa la dinámica más reciente, ya pasado el efecto inicial, se constata que la forma de ajuste está cambiando: los menores ingresos por la caída de exportaciones están teniendo como contrapartida un brutal ajuste de los egresos por importaciones. El *Panel 3* muestra la evidencia en relación con esto.

Los países que en los meses previos a la crisis registraban superávit comercial (la Argentina y Brasil) han logrado mantenerlo a pesar del desplome de las expor-

Panel 3. El ajuste de las cuentas externas frente a la crisis internacional



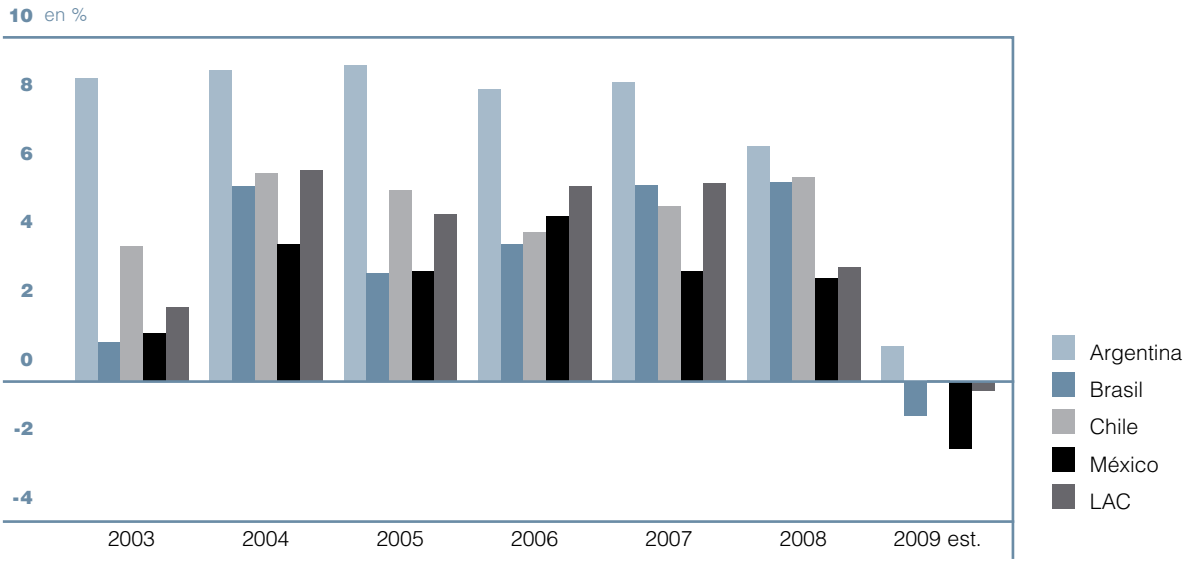
Fuente: Elaboración propia en base a datos de los bancos centrales.

taciones por la vía de un brutal ajuste en las importaciones, que se redujeron un 55% entre julio de 2008 y febrero de 2009. A diferencia de la Argentina y Brasil, Chile y México registraban déficit comercial al momento de iniciarse la crisis. Con posterioridad, mientras en los primeros cinco meses de 2009 Chile logró generar un superávit, México sólo se acercó al equilibrio. Más allá de esto, la evolución de las importaciones fue tan decepcionante como en el caso de la Argentina y Brasil: en Chile descendieron un 49% entre julio de 2008 y febrero de 2009 y en México lo hicieron en un 43%. En todo el grupo LAC-4, no obstante, el movimiento de las importaciones ha sido más suave en los períodos recientes.

Como otras experiencias de crisis lo han demostrado repetidamente, una reducción tan grande en el nivel de las importaciones en tan corto plazo sólo es posible en un contexto de fuerte caída del nivel de actividad. Y esto es también en este caso lo que explica el desplome de las compras externas: los efectos de la ocurrencia simultánea de un *sudden stop* y un colapso de comercio sobre el nivel de actividad fueron fulminantes, como puede observarse en el *Gráfico 3*.

La súbita interrupción del proceso de crecimiento que se venía registrando en el último quinquenio no es un hecho menor: América Latina venía creciendo a tasas cercanas al 4%, que es una tasa muy alta en la comparación histórica y que contrasta significativamente con la registrada en el quinquenio anterior (1999-2003), cuando se produjeron episodios recurrentes de crisis financiera y la tasa media superó apenas el 1%. En el caso de LAC-4, la economía que venía mostrando un mayor

Gráfico 3. El fin de la bonanza económica en LAC-4.
Tasa de crecimiento anual del PBI real



Fuente: Elaboración propia en base a datos de CEPAL

dinamismo era la argentina, cuya tasa de crecimiento era muy superior a las de Chile, Brasil o México. Más allá de esto, todo el grupo recibió de lleno el impacto de la crisis. Como se observa en el gráfico, las perspectivas para 2009 son negativas: caídas en México, Brasil y Chile y fuerte desaceleración en la Argentina.

En lo que va de la segunda globalización, no es la primera vez que la región tiene que enfrentar un cambio repentino en las condiciones financieras externas que destruye el crecimiento. Hacia fines de la década de 1970 el cambio en la política monetaria norteamericana, ocurrido de la mano de la administración de Volcker en la FED, tensó por más de una década las condiciones de acceso al financiamiento externo en las economías de la región y, en tal contexto, América Latina no sólo sufrió la "crisis de la deuda" en 1982-83 sino que experimentó un largo período de falta de crecimiento, durante la llamada "década perdida" de los ochenta. Hasta principios de los noventa las economías mostraron serias dificultades para cerrar la brecha externa. Luego de un período de una cierta calma posterior al Plan Brady, primero México (1994-95), luego Brasil (1998) y posteriormente la Argentina (2002) enfrentaron reversiones masivas en los flujos de capital y se vieron en la necesidad de ajustar las cuentas externas y el nivel de actividad. Los ajustes requeridos no fueron menores. La Argentina, por ejemplo, vivió una de las tres crisis más grandes de su historia a principios de los dos mil.

Vale la pena considerar, no obstante, que más allá de las similitudes asociadas con el hecho de que tanto las crisis de los ochenta como las de los noventa se relacionan con factores financieros externos, lo cierto es que la historia no se repitió de manera exacta en lo relativo al ajuste posterior a la crisis y su magnitud. De hecho, una comparación de las distintas experiencias de ajuste en las dos décadas dentro del grupo LAC-4 sugiere que no hay un único camino para cerrar la brecha externa luego de un cambio adverso en las condiciones internacionales. Un punto esencial es que, en lo que hace a la dinámica de ajuste macroeconómico, se observan tanto casos de ajuste *negativo* basado en el ajuste de importaciones como *positivo*, basado en el aumento de las exportaciones. Por supuesto, esta cuestión es central en la actual coyuntura. Si de aquí en más el ajuste es positivo, al subir las exportaciones no sólo entrarán más dólares; también se creará más trabajo y se incentivarán la acumulación de capital

y el progreso tecnológico en el sector exportador. Un ajuste negativo vía reducción de importaciones, por el contrario, implica que la economía deberá achicarse para que haya menos demanda de bienes del exterior. Deberá caer la inversión para que se reduzca la demanda de bienes de capital importados, deberá caer la producción industrial para que disminuya la compra de bienes intermedios.

Elegir entre uno y otro tipo de ajuste está lejos, por supuesto, de ser una cuestión de mera voluntad política. La razón de que ello sea así es que se trata de una elección con restricciones y una clara lección de las experiencias previas con políticas de ajuste es que las restricciones suelen ser numerosas y fuertes. Una de las causas de que esto sea así es que los *shocks* financieros y comerciales de gran tamaño suelen afectar el estado patrimonial de agentes clave, como los bancos, las grandes empresas y el gobierno. En muchos casos, a consecuencia de los *shocks* esos agentes quedaron en situaciones Ponzi y, la necesidad de redefinir los derechos de propiedad que tales situaciones conllevan, devinieron en nueva fuente de *shocks* y restricciones. Por ejemplo, en los episodios que mencionamos más arriba, el gobierno muchas veces terminó sobre-endeudado con el resto del mundo, sea por haber emitido deuda para financiar gastos insostenibles durante el *boom,* sea por que actuó como *prestamista* o *asegurador de última instancia* de bancos y empresas privadas. Por supuesto, un gobierno que termina sobre-endeudado al producirse el *shock,* perderá gran parte de su capacidad para realizar política fiscal justo en el momento en que le es más necesaria. Más allá de esto, lo que la experiencia de ajustes en el caso de los países del LAC-4 también sugiere es que contar con líneas estratégicas claras a la hora de ajustar es clave para utilizar de manera correcta los grados de libertad, de forma de acercarse lo más posible a un esquema de ajuste positivo.

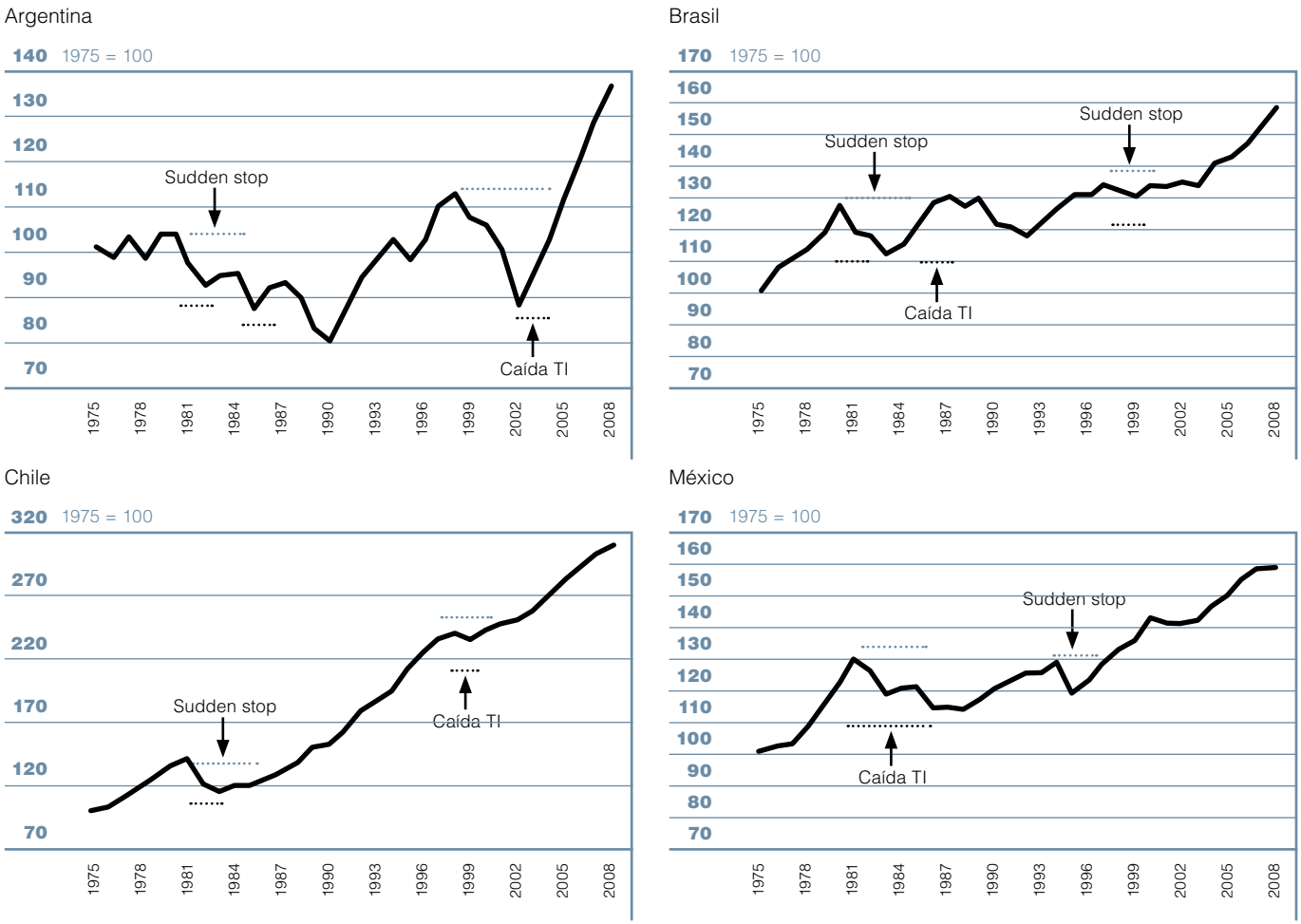
III. Crisis y dinámica de ajuste macroeconómico

Los eventos de crisis que hemos comentado son una manifestación de un hecho más general: la evidencia muestra que desde el inicio de la segunda globalización a mediados de 1970 la relación entre el desempeño agregado de las economías latinoamericanas y las condiciones externas se ha intensificado (ver CEPAL, 2008). En particular, las *explosiones de volatilidad* se hicieron más frecuentes y más sincronizadas con el sentido del movimiento en los flujos de capital y, también, con los cambios bruscos en los ingresos por exportaciones, sea por una modificación en los términos de intercambio sea por cambios en la evolución del comercio mundial (ver CEPAL, 2008, Izquierdo *et al.,* 2008 y Titelman *et al.,* 2008).

El panel siguiente muestra la evolución del PBI per cápita del grupo LAC-4 durante la segunda globalización. Como se puede observar, si bien las tasas de crecimiento difieren significativamente, los shocks financieros y de términos del intercambio han afectado a todo el grupo.

Las líneas punteadas muestran los *shocks* externos, financieros y de términos de intercambio. Las cuatro economías vivieron dos secuencias de episodios marcados de freno súbito de financiamiento: una a principios de los ochenta y la otra durante la década de los noventa. Aunque con diferentes grados de virulencia, en todos los casos el *sudden stop* induce un quiebre en las trayectorias de crecimiento. Estos quiebres pueden tomar la forma de contracciones bruscas con importantes pérdidas de producto (fenómeno generalizado en los ochenta; la Argentina a fines de los noventa) o de desaceleraciones más moderadas del crecimiento (Brasil y Chile en

Panel 4. Shocks externos y dinámica de crecimiento en América Latina



Fuente: Elaboración propia en base a datos de CEPAL

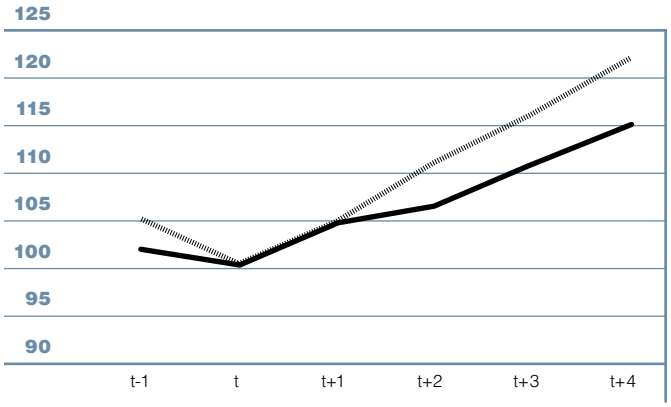
Nota: los shocks externos son calculados de la siguiente manera. El sudden stop sigue la metodología de Calvo et al. (2006) mientras que el shock de términos de intercambio considera las caídas por debajo del valor promedio de la serie 1980-2008 menos dos desvíos estándar.

el episodio de los noventa). Adicionalmente, nótese que estos episodios muestran similitudes con la situación actual en el aspecto comercial: en todos ellos el cambio en las condiciones financieras externas fue acompañado por una fuerte caída en los términos de intercambio.

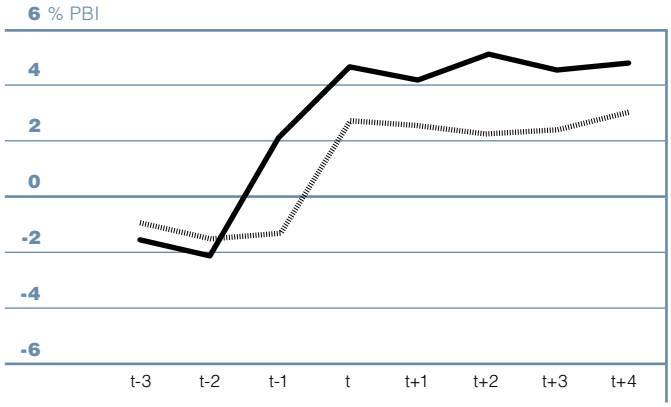
Cuando estos episodios de turbulencia se observan de forma más detallada surgen particularidades que es interesante remarcar. Una característica común es que en el corto plazo, el impacto de la reversión en los flujos de capital y/o el empeoramiento en los términos de intercambio se traduce en debilitamiento del nivel de actividad (en general hasta tasas negativas) y mayores complicaciones para cumplir con el servicio de la deuda pública y externa. A medida que se diluye en algo el impacto también se producen mejoras en la porción no financiera de las cuentas fiscales y externas: reducciones de los déficit (o suba de los superávit) tanto fiscal primario como comercial. En realidad, las diferencias más marcadas aparecen en el período de recuperación: mientras que en algunos episodios de crisis se observan recuperaciones rápidas a partir de la recesión, con el nivel de actividad dibujando una "V", en otros el período de impacto del *shock* es seguido por otro de marcado estancamiento, con el nivel de actividad dibujando una "L".

Panel 5. Salidas de crisis en LAC-4: nivel de actividad y balanza comercial

(a) Nivel de Actividad



(b) Balanza Comercial



Fuente: Elaboración propia en base a datos de bancos centrales, FMI, BM y IADB

Nota: las crisis de la deuda incluyen aquellas en las que el nivel de actividad llega a un piso en la Argentina 1982, Brasil 1983, México 1983 y Chile 1983. Las crisis de los noventa incluyen aquellas en las que el nivel de actividad llega a un piso en México 1995, Brasil 1998; Chile 1999 y la Argentina 2002.

Crisis de los noventa
Crisis de la deuda

Como se observa en el *Panel 4*, los episodios de salida lenta son característicos de la crisis de los ochenta. A la Argentina, el país más volátil de los cuatro, le costó 14 años recuperar el pico conseguido en 1980, mientras que en Brasil y México se tardó más de cinco años. En las crisis de los noventa, en cambio, las salidas fueron rápidas: no más de dos años para México, Brasil y Chile. La Argentina fue la excepción: tardó 6 años en recuperar el pico de 1998. En la comparación con el resto de los países de América Latina este no es un buen resultado, pero en la comparación con la crisis de los ochenta en la Argentina el tiempo de salida al menos se redujo. Además, la tasa de crecimiento post-crisis fue extremadamente alta. En este sentido, no es exagerado argumentar que las crisis de los ochenta se asemejaron más a una "L" y las de los noventa a una "V".

Para entender mejor la anatomía de las crisis con salida lenta o rápida compararemos las crisis de los noventa y los ochenta para el grupo LAC-4 en su conjunto. Con tal propósito, seleccionamos como año "t" de las crisis de los ochenta y de los noventa a aquéllos años en los cuales el nivel de actividad toca un mínimo local en cada uno de los países del grupo y luego realizamos la agregación para el conjunto LAC-4 *(véase Panel 5).*

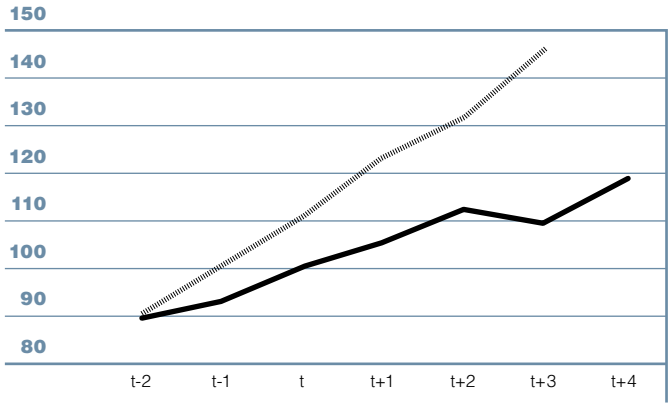
El gráfico (a) muestra claramente la diferencia entre los ochenta y los noventa. La recuperación en este segundo caso es mucho más rápida y de mayor magnitud y se aproxima bastante al caso "V". En los ochenta ello no ocurre y, si bien no se llega a una situación "L", la recuperación es lenta.

Como estamos interesados en el ajuste externo, el gráfico (b) muestra la evolución del resultado comercial en la salida de las crisis. Allí se observa lo que decíamos más arriba: que las crisis de balanza de pagos –tanto en los ochenta como en los noventa– implicaron un fuerte ajuste en la balanza de comercio. El balance comercial pasa de registrar déficit a registrar superávit[1]. En ambos episodios de crisis hay persistencia en el ajuste externo: los superávit se mantuvieron en los años posteriores. La diferencia es de magnitud: en las crisis de los ochenta el ajuste externo implicó un superávit externo de 4 puntos del PBI, mientras que en los noventa estuvo en valores cercanos a 2 puntos del PBI.

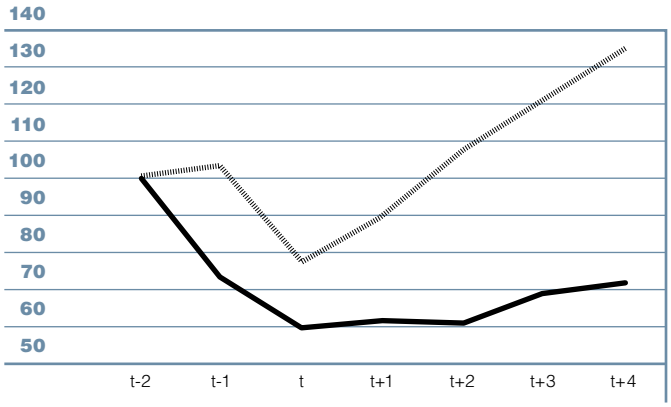
[1] La Argentina antes de la crisis de 2001 es la excepción, en tanto registra una balanza comercial cercana a 1 punto del PBI en los momentos previos.

Panel 6. Salidas de crisis en LAC-4: ajuste positivo y ajuste negativo

(a) Exportaciones



(b) Importaciones



Crisis de los noventa
Crisis de la deuda

Fuente: Elaboración propia en base a datos de bancos centrales, FMI, BM y IADB

Nota: las crisis de la deuda incluyen aquellas en las que el nivel de actividad llega a un piso en la Argentina 1982, Brasil 1983, México 1983 y Chile 1983. Las crisis de los noventa incluyen aquellas en las que el nivel de actividad llega a un piso en México 1995, Brasil 1998; Chile 1999 y la Argentina 2002.

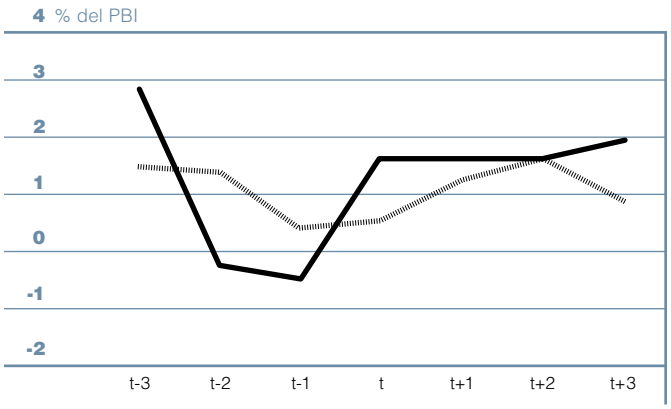
¿Estos ajustes del frente externo se dieron con caída de importaciones o con crecimiento de las exportaciones? El *Panel 6* muestra la evolución de los egresos por importaciones y los ingresos por exportaciones en dólares constantes. Si bien el gráfico *(b)* indica que en ambas crisis las importaciones se desplomaron, en la crisis de la deuda la caída fue mucho mayor y, lo que es aún más relevante, la caída *persiste:* mientras que en las crisis de los noventa las importaciones rebotaron rápidamente, recuperando los niveles previos a la crisis en alrededor de tres años, en los ochenta lo hicieron en aproximadamente el doble de tiempo. El comportamiento de las exportaciones también es muy diferente: mientras que durante la década perdida las exportaciones crecen moderadamente o no crecen, en los noventa crecen mucho más velozmente y de manera constante.

En vista de estos hechos estilizados sobre el crecimiento y el ajuste externo en la etapa post-crisis, parece claro que mientras el ajuste de la década perdida podría clasificarse como negativo, el de los noventa se acercó más al paradigma del ajuste positivo. Este es un hecho no poco sorprendente ya que luego de la crisis de la deuda los LAC-4 depreciaron de manera significativa su moneda y se hubiera esperado una mayor reacción expansiva del sector transable. La coincidencia de fuerte caída del crecimiento y baja respuesta exportable indica que la depreciación actuó, antes que nada, como un instrumento para reducir el nivel de actividad doméstico y las importaciones. Una hipótesis que fue muy estudiada es que si bien el tipo de cambio real de los ochenta era competitivo en lo que hace a su nivel, también es cierto que el mismo era muy volátil y ello le habría hecho perder efectividad en cuanto estímulo para la inversión en el sector transable. En otras palabras, la dificultad para estabilizar la economía –y, particularmente los precios relativos– jugó en contra de los incentivos a la inversión en el sector transable.

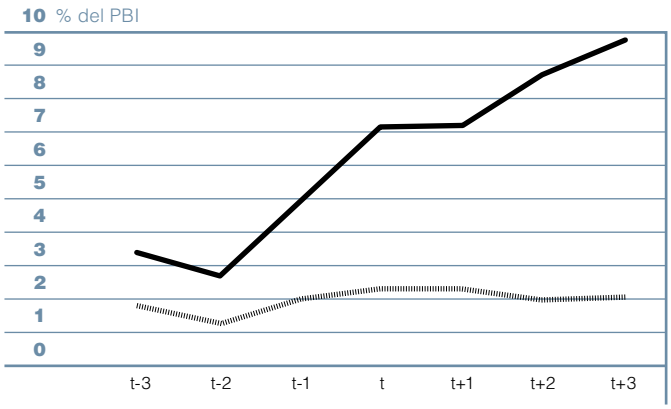
Aunque las situaciones nacionales difieren bastante, en general puede afirmarse que la macroeconomía de los noventa fue más estable que la de los ochenta. ¿Por qué la salida de los ochenta fue más volátil que la de los noventa? ¿Se debió ello a una mayor incidencia de *shocks* de origen doméstico que se agregaron a los externos?

Panel 7. Salidas de crisis en LAC-4: La situación fiscal

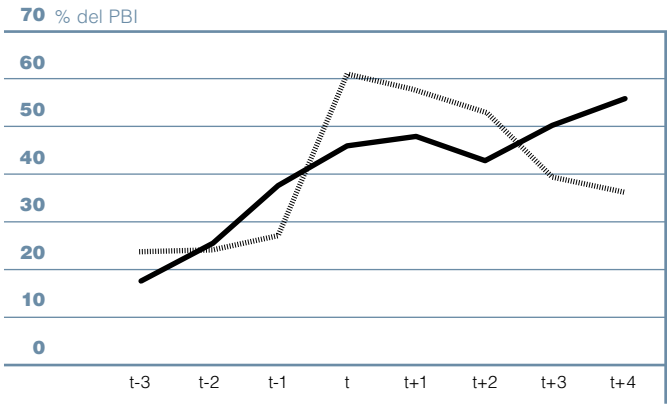
Resultado primario



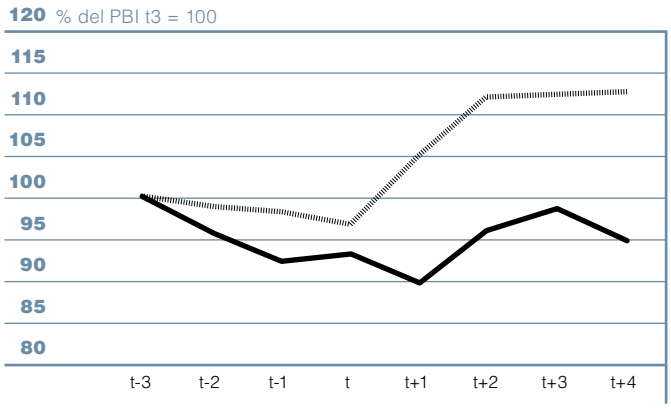
Gastos financieros



Deuda pública



Ingresos tributarios



Fuente: Elaboración propia en base a datos de bancos centrales, FMI, BM y IADB

Nota: las crisis de la deuda incluyen aquellas en las que el nivel de actividad llega a un piso en Argentina 1982, Brasil 1983, México 1983 y Chile 1983. Las crisis de los noventa incluyen aquellas en las que el nivel de actividad llega a un piso en México 1995, Brasil 1998; Chile 1999 y Argentina 2002. La serie de deuda pública de la crisis de la deuda excluye a Chile.

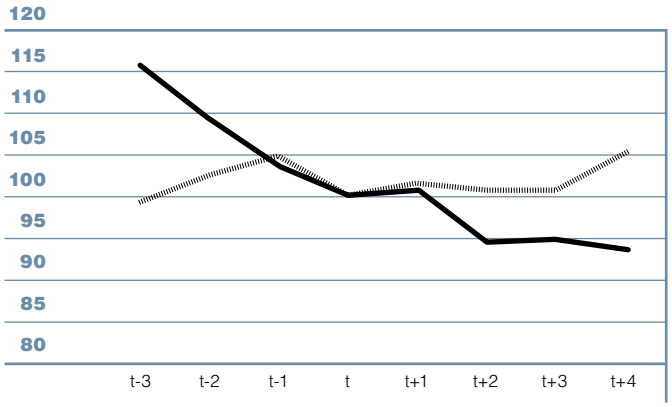
Crisis de los noventa
Crisis de la deuda

Analicemos brevemente la incidencia probable de los *shocks* domésticos. Un hecho estilizado de la macroeconomía latinoamericana es que la evolución de los superávit gemelos (comercial y fiscal primario) está muy asociada con las fuentes domésticas de volatilidad macroeconómica. Los superávit gemelos se relacionan con los shocks macro de origen doméstico porque el superávit fiscal primario y la balanza comercial son la porción de las cuentas públicas y externas que las autoridades pueden manejar en función de los instrumentos a su disposición. Si bien la incidencia de los pagos de intereses sobre la deuda que figuran en la cuenta corriente y en el gasto público se pueden controlar a largo plazo operando sobre el stock de deuda, los pagos financieros están dados en el corto plazo. De esto se sigue que si la volatilidad fue mayor en los ochenta y ello se debió a *shocks* autónomos de política doméstica, ello debería reflejarse en una peor evolución de los superávit gemelos comercial y fiscal primario en el período de ajuste post-*shock*. Ya vimos que este no es el caso del superávit comercial. Este fue mayor en los ochenta que en los noventa *(ver Panel 6)*. En cuanto a la evolución fiscal, ésta puede observarse en el *Panel 7*.

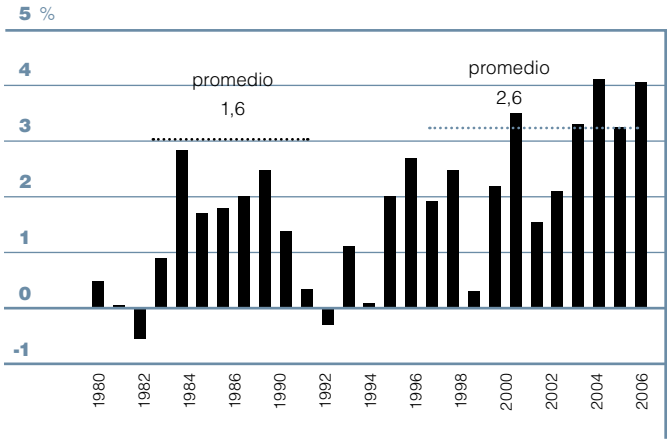
Como surge de los gráficos comparativos, los esfuerzos en términos de generación de superávit fiscal primario fueron similares en ambas recuperaciones. Una diferencia muy importante se observa, no obstante, del lado de los ingresos: mientras estos no se recuperan en la salida de los ochenta sí lo hacen en el período *post-shock* de los noventa. Un hecho que es central para explicar esta diferencia es que, como

Panel 8. Salidas de crisis en LAC-4: La situación externa

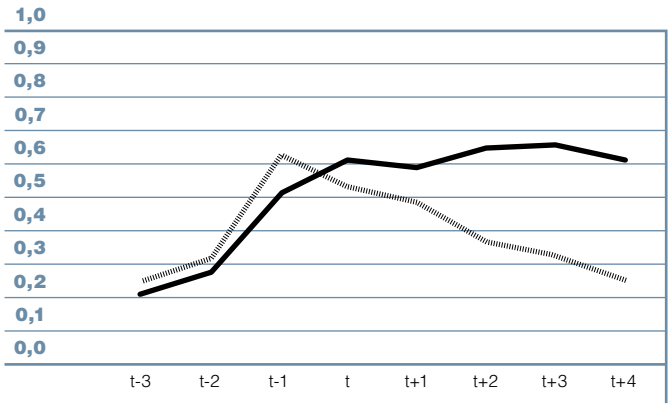
Términos de intercambio



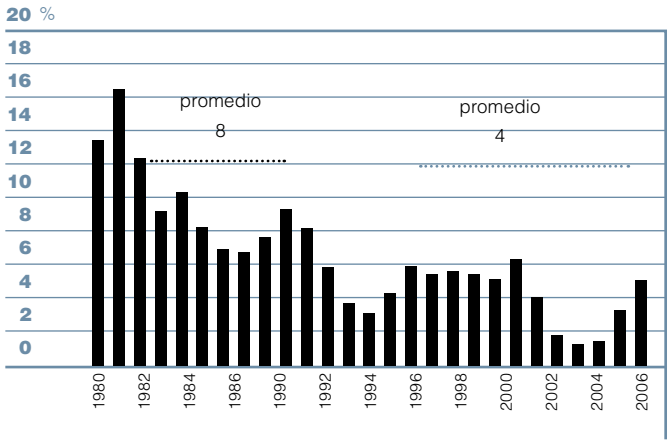
Crecimiento mundial



Deuda externa neta



Tasa de interés internacional



Fuente: Elaboración propia en base a datos de bancos centrales, FMI, BM y IADB

Nota: las crisis de la deuda incluyen aquellas en las que el nivel de actividad llega a un piso en la Argentina 1982, Brasil 1983, México 1983 y Chile 1983. Las crisis de los noventa incluyen aquellas en las que el nivel de actividad llega a un piso en México 1995, Brasil 1998; Chile 1999 y la Argentina 2002.

Crisis de los noventa
Crisis de la deuda

ya dijimos, en el marco del ajuste negativo de los ochenta el nivel de actividad sólo se recuperó muy lentamente. Obviamente, si el superávit fue similar en ambos períodos y los ingresos tributarios no subieron, ello implica que todo el peso del ajuste cayó en ese período sobre el gasto público. Es conocido, en este sentido, que la inversión pública fue una variable de ajuste clave en los ochenta (ver Fanelli y Frenkel, 1989). Como la inversión pública en particular y los bienes públicos en general son vitales para el crecimiento –como lo subraya la moderna literatura sobre crecimiento económico, ver Durlauf *et al.*, 2005–, parece razonable concluir que el tipo de ajuste fiscal de los noventa es mucho más armónico con el crecimiento que el de los ochenta.

Si los *shocks* de origen doméstico no tienen entidad suficiente para explicar la diferencia entre el ajuste positivo y el negativo, una segunda hipótesis plausible es que la situación internacional que enfrentaron los países latinoamericanos en los ochenta fue mucho menos favorable que la de los noventa. Investigamos brevemente este segundo punto que es altamente relevante para este trabajo ya que uno de nuestros propósitos centrales es evaluar la evolución posible del LAC-4 luego de la ocurrencia de *shocks* comerciales y financieros que son claramente exógenos y de origen internacional.

Un primer indicio de que la situación internacional tuvo mucho que ver con las diferencias en la etapa de salida de la crisis es que los gastos financieros del estado asociados con el servicio de la deuda siguieron trayectorias muy divergentes: mientras en las recuperaciones de los noventa se mantuvieron estables y en niveles de 1%/2% del PBI, en las recuperaciones de los ochenta los gastos fueron crecientes llegando a representar 9% del PBI. Esto explica que, a pesar de generar superávit primarios significativos, los gobiernos encontraron enormes dificultades para reducir el déficit total y, por ende, sus necesidades de financiamiento. Ante esta situación, los altos niveles de inflación pueden interpretarse más como producto de la necesidad de usar el señoreaje para financiar el déficit en una situación de ajuste negativo –en que los ingresos no aumentaban y sí lo hacían los conflictos distributivos–, que como una manifestación de discrecionalidad en la determinación del gasto primario. Esto no quiere decir, por supuesto, que la fragilización financiera del sector público en los ochenta fuera independiente de las decisiones de política que se tomaron *antes* de la crisis. Por ejemplo, el peso de la deuda pública se había incrementado sensiblemente debido a las nacionalizaciones de la deuda privada de principios de los ochenta en el marco de las crisis financieras que siguieron a intentos fallidos de liberalización financiera.

En las salidas de las crisis de los noventa los fuertes resultados fiscales primarios no se destinaron al pago de los servicios de la deuda. En cambio sirvieron para mejorar el perfil de deudor neto del sector público; de hecho en algunos casos (por ejemplo Brasil) hacia el final de la recuperación el sector público se convirtió en acreedor neto con el resto del mundo. Adicionalmente, la rápida recuperación permitió recomponer los ingresos fiscales, al tiempo que la acumulación de reservas internacionales aumentó la capacidad de los gobiernos para amortiguar los cambios de sentido en los flujos de capital, como ya se comentara más arriba.

Es posible aportar más evidencia respecto del rol del escenario internacional, tanto en lo referido a cuestiones de comercio como financieras. El *panel 8* compara la situación externa al momento de ocurrir las crisis y durante las recuperaciones.

Con respecto al canal comercial, en la década de los ochenta dos situaciones externas influyeron negativamente en la capacidad de expansión en los países de LAC-4: el deterioro en los términos de intercambio y la dinámica de crecimiento mundial. Los términos de intercambio no sólo cayeron fuertemente en los momentos previos a la crisis, sino que luego siguieron descendiendo. De hecho, se redujeron en promedio un quinto entre 1980 y 1987, aunque hay diferencias substanciales dentro del grupo bajo análisis: mientras México y Chile registraron el peor desempeño (caídas cercanas al 25%), Brasil apenas vio reducidos sus términos de intercambio en un 1%. El crecimiento mundial, en tanto, también jugó negativamente; se moderó sensiblemente en la década del ochenta en relación a las décadas anteriores. En el período de salida de las crisis que enfrentaron los LAC-4 el PBI mundial por habitante se expandió 1,6% al año mientras que en las tres décadas anteriores nunca hubo períodos de duración similar con crecimiento menor al 2%. Ante la mala evolución de los precios y el bajo crecimiento, era en principio más dificultoso lograr un ajuste positivo por la vía de exportar más.

En las crisis de los noventa el canal comercial operó de manera distinta: las recuperaciones se caracterizaron por términos de intercambio que se mantuvieron estables o subieron levemente; siendo esto último particularmente cierto para el caso de México y la Argentina. El producto mundial, en tanto, registró altas tasas

de crecimiento, promediando 2,6% anual en la etapa de recuperación. Esta evidencia sugiere, en suma, que las condiciones comerciales externas influyen sobre la forma que toma la recuperación en el período posterior a una crisis.

La parte inferior del panel resume los escenarios financieros. La operación del canal financiero recibió gran atención en los debates sobre la década perdida debido a los cambios en las condiciones de financiamiento externo y los consecuentes problemas de las economías de la región para hacer frente a sus obligaciones financieras (ver Díaz Alejandro, 1984). La crisis de la deuda fue la primera crisis financiera de la segunda globalización y había empezado a gestarse algunos años antes, cuando a mediados de los setenta el reciclaje de los petrodólares y los procesos de apertura financiera abrieron la posibilidad de que los países de la región incrementaran su nivel de endeudamiento externo de manera sensible. En 1981, por ejemplo, los países de LAC-4 capturaban un 20% del flujo mundial de financiamiento. El mecanismo usual no era la emisión de bonos de deuda –como ocurriría en los noventa, luego del Plan Brady– sino el canal bancario. México, el principal receptor de financiamiento, vio multiplicar por ocho su deuda externa entre 1978 y 1981. Como resultado de este proceso, en los momentos previos a la crisis de 1983 la deuda externa neta de reservas internacionales en LAC-4 pasó de 25% a 65% del PBI, con el agravante que la mayor parte de la deuda era de corto plazo y pactada a tasa variable. Este fenomenal aumento en una variable clave para la vulnerabilidad externa se hizo evidente con el cambio en la política monetaria de los Estados Unidos, cuando, de la mano de Volcker, la tasa de interés de referencia pasó de 9% a 18% entre 1978 y 1981. El deterioro en las hojas de balance de los bancos y el crecimiento en la insolvencia redundaron en una fuerte reducción del crédito disponible para los países de la región. Más interesante aún es que el salto del costo de financiamiento fue un *shock* de larga duración. Habría que esperar hasta principios de los noventa para que la tasa de interés internacional volviese a los niveles de mediados de los setenta. No sorprende, en este contexto, que la deuda externa neta se mantuviera alta en todo el período de recuperación y que los egresos por pagos de intereses presionaran constantemente sobre la balanza de pagos. Díaz Alejandro (1986) encuentra similitudes entre esta recuperación y la de la crisis del '29, cuando *"los intentos por mantener el servicio de la deuda en los primeros años de la crisis comprimieron de manera dramática las compras externas"*.

En las crisis de los noventa el escenario financiero internacional fue distinto. La historia también empezó con un fuerte endeudamiento en los años precedentes. La deuda externa neta, de hecho, siguió la misma trayectoria que en los momentos previos a la crisis de la deuda de los ochenta. En cambio, la fase de recuperación es completamente distinta: la deuda neta baja rápidamente, regresando a los valores previos al *boom* en 3 o 4 años. Detrás de esto está el proceso de desendeudamiento de LAC-4 (en particular, en la Argentina con la reestructuración de la deuda) y la acumulación de reservas internacionales por parte de sus bancos centrales. Dos factores adicionales merecen atención. El primero es que el costo de financiamiento externo se mantuvo excepcionalmente bajo (4% en promedio para el período de recuperación), lo cual quitó peso al servicio de la deuda y, por lo tanto, al ajuste de la cuenta comercial. El segundo es que, luego de la experiencia de los ochenta, hubo algo de aprendizaje respecto de cómo hacer política económica en los momentos de boom, de forma de reducir la vulnerabilidad en los períodos malos. Las políticas tendientes a evitar la prociclicidad del financiamiento fueron importantes en Chile (ver Ffrench Davis y Tapia, 2001), mientras que el resto hizo esfuerzos fiscales para reducir el endeudamiento (ver Fanelli y Jiménez, 2009).

IV. Reflexiones Finales

De nuestra discusión anterior se sigue que la crisis internacional se está transmitiendo hacia América Latina tanto a través de canales financieros como comerciales. En particular, hemos mostrado evidencia de que el tamaño de los *shocks* que está recibiendo el grupo LAC-4 es de tal magnitud que, del lado financiero, esos *shocks* se pueden caracterizar como *sudden stops* y, del lado de las exportaciones, como colapsos de comercio. Hemos también argumentado que América Latina podría tener ventajas comparativas a la hora de enfrentar los desafíos de la crisis en la medida en que ya ha pasado por otros episodios de stress financiero y macroeconómico y que, para aprovechar esas ventajas comparativas potenciales, debería trazar líneas de estrategia claras para el período posterior a la crisis que actualmente está cursando la región. En este sentido, hemos dedicado cierto espacio a analizar otros períodos de salida de crisis porque es central aprovechar las lecciones del pasado. Parece razonable terminar nuestro trabajo con algunas reflexiones respecto de las implicancias para las líneas estratégicas a seguir en la salida de la crisis. Entre las implicancias que deseamos resaltar se encuentran las que siguen.

La línea estratégica fundamental para las políticas de recuperación de la crisis debería ser la de evitar un proceso de ajuste negativo.

El ajuste de la economía al nuevo escenario internacional no debería basarse en la reducción de las importaciones y del crecimiento, como ocurrió en los ochenta. Cumplir con este objetivo será, sin embargo, mucho más difícil que en el caso de las recuperaciones de los *shocks* ocurridos en los noventa y principios de los dos mil. Es muy difícil que se repitan las condiciones de crecimiento mundial del período de la gran moderación. Seguramente en el futuro el comercio internacional seguirá deprimido por un tiempo y continuarán, además, las presiones proteccionistas. Esto quiere decir que habrá que redoblar los esfuerzos para que las exportaciones se resientan lo menos posible.

Vale la pena tomar en cuenta, no obstante, que la situación de cada país dentro del grupo LAC-4 y de América Latina en general no es la misma. Los países de América Central y, dentro de LAC-4, México, tienen un nivel de exportaciones que es muy dependiente del crecimiento norteamericano. Los ingresos de exportación de América del Sur y en particular Chile y la Argentina en el LAC-4, dependen más de la evolución de la demanda de recursos naturales. En relación con esto el nivel de actividad en Asia y especialmente en China es crítico. Por ejemplo, si la recuperación de la economía internacional fuera liderada por China, ello abriría más posibilidades para evitar un ajuste negativo en los países del cono sur.

Privilegiar decididamente los incentivos al sector transable

A diferencia de lo ocurrido en la década de los ochenta, los incentivos no deberían ser solamente los de un tipo de cambio real competitivo. Si las políticas enfatizan exageradamente el rol de este instrumento, ello tendrá costos distributivos y, probablemente, inflacionarios difíciles de manejar. Los incentivos de precios relativos se deberían complementar con negociaciones internacionales agresivas para ganar acceso a mercados y con paquetes de políticas pro-competitivas orientadas a eliminar obstáculos estructurales tales como una baja inversión en innovación o falta de infraestructura para exportar y sustituir importaciones. Hay que tomar en cuenta, no obstante, las lecciones que dejaron los errores y aciertos de los noventa: las reformas

suponen un sector público con un mínimo de eficiencia y las iniciativas pro-mercado deben integrarse con los insumos complementarios que debe proveer el sector público, bajo la forma de bienes públicos y una inversión razonable en el sistema nacional de innovación (ver Fanelli, 2007 sobre reformas estructurales en América Latina).

Utilizar todas las fuentes de financiamiento externo disponibles

Cada dólar de nuevo financiamiento que se consigue en una situación de racionamiento es un dólar menos que hay que ajustar en el sector externo y, por lo tanto, un dólar menos de reducción de las importaciones. Vale la pena llamar la atención sobre cuatro hechos que pueden ayudar en este sentido.

Primero, la región cuenta hoy con una macroeconomía más ordenada y, por ende, es mejor sujeto de crédito. Segundo, hay países como la Argentina que tienen una posición financiera neta acreedora con respecto al resto del mundo. Ello se debe a que el sector privado tiene una cartera con gran proporción de activos externos. Esta puede ser una fuente importante de financiamiento en la recuperación. La evidencia muestra que muchos países se han recuperado de crisis sin crédito, con autofinanciamiento de firmas y particulares (Calvo *et al.*, 2006). Por supuesto, para que esto ocurra se necesita un mínimo de credibilidad financiera doméstica. Tercero, debido a la situación de *trampa de liquidez* e incertidumbre en el mundo desarrollado, probablemente las tasas de interés internacionales se mantendrán bajas por un período relativamente prolongado. Como vimos, tasas de interés bajas fueron de gran ayuda en la recuperación de las crisis de los noventa. En realidad, mirando hacia el futuro el problema del colapso en el comercio internacional parece una amenaza mucho más importante para América Latina que los peligros originados en el flanco financiero. Cuarto, a diferencia de las crisis en los ochenta y los noventa, que fueron en primer lugar un problema de los emergentes, hoy el problema es global. Esto quiere decir que está en el interés de los países desarrollados mantener la demanda de exportaciones de los países emergentes. Por lo tanto, es de esperar que las instituciones financieras internacionales muestren mayor liberalidad a la hora de proveer financiamiento a los países emergentes. Este punto puede hacer una gran diferencia en relación a los períodos de recuperación en otras crisis, cuando la condicionalidad de los organismos no mostró un celo excesivo en evitar que el ajuste macroeconómico tomara un sesgo negativo.

Preservar la sustentabilidad de las cuentas públicas

Un hecho común a todas las recuperaciones es que la recomposición de la posición financiera del sector público –particularmente la sustentabilidad de la deuda pública– es central para recuperar el crecimiento. Si tal recomposición se realiza en el marco de un ajuste negativo en que los ingresos públicos por impuestos son bajos, recuperar el crecimiento se hace más difícil porque hay que ajustar más el gasto público de inversión y se agravan los conflictos distributivos. Lo óptimo, entonces, es consolidar la deuda pública en un marco de crecimiento, como ocurrió en los dos mil en LAC-4. Vale la pena remarcar, no obstante, que la consolidación financiera del fisco, siendo una condición necesaria para la recuperación, no se puede soslayar. De aquí que el objetivo de utilizar todo el financiamiento de las instituciones financieras internacionales disponible no debería descuidarse.

Utilizar con criterio estratégico los grados de libertad que haya para hacer política fiscal anticíclica.

Un punto a subrayar, en relación con esto, es que a pesar de la magnitud de la crisis, los grados de libertad para implementar iniciativas anticíclicas y, simultáneamente, preservar la estabilidad financiera del sector público no son nulos en la presente situación. Esto se explica por el hecho de que las políticas anteriores a la crisis en el plano macroeconómico fueron, en general, más prudentes que en el pasado. Como se vio varios países estuvieron generando superávit gemelos y, como regla, no se observan situaciones de apalancamiento financiero excesivo. Por otra parte, al ser las tasas de interés más bajas y el grado de endeudamiento menor, existe una menor presión del *shock* financiero sobre el gasto público. De hecho, el efecto más importante del *sudden stop* se está sintiendo sobre la liquidez, no sobre la solvencia fiscal.

La estrategia para usar los grados de libertad existentes para hacer política fiscal anticíclica debería ser la de expandir el gasto o reducir los impuestos de forma de beneficiar el gasto en infraestructura para crecer; incentivar al sector transable y expandir la cobertura social de los grupos vulnerables.

Referencias

Calvo, G. A., Izquierdo, A. y Talvi, E. (2006), *Phoenix Miracles in Emerging Markets: Recovering without Credit from Systemic Financial Crises.* NBER Working Paper No. W12101.

Chang, R. (2007), *Inflation Targeting, Reserves Accumulation, and Exchange Rate Management in Latin America,* mimeo, FLAR y Banco de la República de Colombia.

CEPAL (2008), Estudio económico de América Latina y el Caribe, 2007-2008 (LC/G.2386-P), Santiago de Chile. Publicación de las Naciones Unidas, Nº de venta: S.08.II.G.2.

Diamond, D. W. y Rajan, R. G., (2009), *The Credit Crisis: Conjectures About Causes and Remedies.* NBER Working Paper No. w14739.

Díaz - Alejandro, C. *Latin American Debt: I Don't think We Are in Kansas Anymore,* Brookings Papers on Economic Activity, vol. 2, 1984.

Díaz Alejandro (1986), *Algunos aspectos de la crisis del desarrollo en América Latina.* En Torph, R. y Whitehead L. (eds.), La crisis de la deuda en América Latina. Siglo XXI editores.

Durlauf, S.; Johnson P. y Temple J., (2005), *Growth Econometrics,* Handbook of Economic Growth, in: Philippe Aghion & Steven Durlauf (ed.), Handbook of Economic Growth, edition 1, volume 1, chapter 8, pages 555-677 Elsevier.

Eichengreen, B. y O'Rourke K.H. 2009. *A Tale of Two Depressions.* www.voxeu.org, CEPR.

Fanelli, J. M y Frenkel R. (1989), *Desequilibrios, políticas de estabilización e hiperinflación en Argentina.* Documentos Cedes Nº 31.

Fanelli, J. M. y Jiménez J. P. (2009), *Crisis, volatilidad, ciclo y política fiscal en América Latina,* Santiago de Chile, Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), inédito.

Fanelli, J. M. (Ed) (2007), *Understanding Market Reform in Latin America.* Similar Reforms, Diverse Constituencies, Varied Results, Palgrave, Macmillan, New York.

Ffrench-Davis, R. y Tapia H. (2001), *Three varieties of capital surge management in Chile,* in Ffrench-Davis R. (ed.), Financial crises in 'successful' emerging economies, Brookings Institution, Washington, D.C.

International Monetary Fund (2009), Regional Economic Outlook: the Americas, mayo.

Izquierdo, A.; Romero, R y Talvi E. (2008), *Booms and Busts in Latin America: The Role of External Factors.* IADB RES working paper 4569.

Krugman, P. (2009), *The Great Recession versus the Great Depression,* Conscience of a Liberal, marzo.

Titelman, D., Pérez Caldentey, E. y Minzer R. (2008), *Comparación de la dinámica de los efectos de los choques financieros y los choques de términos del intercambio en América Latina en el período 1980-2006,* Presentado en el Taller sobre "Política macroeconómica y fluctuaciones cíclicas", Santiago de Chile, Abril de 2008.