

The Crisis Comes to Latin America

América Latina y la Crisis Financiera Internacional

por JOSÉ ANTONIO OCAMPO
Columbia University
jao2128@columbia.edu

El impacto de la crisis

América Latina no fue afectada en forma importante durante las primeras fases de la crisis financiera internacional, que se desató en agosto de 2007 en Estados Unidos. La persistente alza de precios de productos básicos permitió que el auge regional se prolongara hasta el primer semestre de 2008. El colapso financiero internacional que se generó con la quiebra del banco de inversión Lehman Brothers en septiembre de 2008 sumió, sin embargo, a América Latina, como al mundo entero, en una fuerte recesión.

Todas las proyecciones existentes indican que la región se contraerá entre 2 y 2.5 por ciento en 2009 (CEPAL, 2009a; FMI, 2009). La crisis es, además, generalizada. México es la economía más afectada, con una caída estimada en torno al 7 por ciento, pero la mayoría de las economías de la región registrarán contracciones o a lo sumo pequeñas expansiones de su actividad económica. Vista en perspectiva, esta recesión sería peor que las de 1990 ó 2002, aunque mejor que la peor recesión de la posguerra, de comienzos de los años ochenta, que marcó el inicio de la “década perdida” (Gráfico 1). La mayoría de los pronósticos también indican que el producto interno bruto (PIB) per cápita de 2008 sólo se recuperará en 2011, aunque algunos escenarios son más pesimistas (BID, 2009).

Los canales de transmisión de la crisis muestran algunas sorpresas y contrastes con el pasado. El crecimiento de las remesas

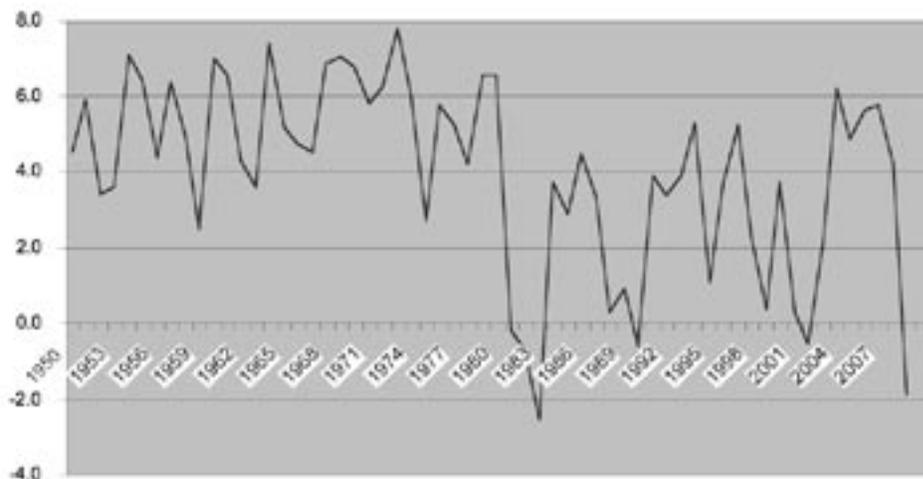
comenzó a desacelerarse desde 2006, como producto de las menores oportunidades de empleo para los migrantes, especialmente en el sector de la construcción en los Estados Unidos. Sin embargo, su contracción fue relativamente moderada en el último trimestre de 2008 y el primero de 2009 (5.3 y 6.7 por ciento, respectivamente, en relación con los mismos períodos un año antes), aunque se aceleró en el segundo trimestre del presente año, cuando cayeron un 16.6 por ciento.¹

La mayor sorpresa ha sido el buen comportamiento de los indicadores financieros (Jara et al, 2009; Ocampo, 2009). Aunque los márgenes de riesgo y la tasa de retorno (yield) de los bonos soberanos de los principales países de la región se elevaron desde mediados de 2008 y se dispararon en septiembre y octubre del mismo año, tendieron a disminuir desde entonces, especialmente durante el segundo trimestre de 2009. A fines de agosto de

2009 se colocaban en niveles muy similares a los anteriores a la crisis (en torno al 7.5 por ciento) y muy inferiores a los que prevalecieron durante la crisis previa (entre 12 y 17 por ciento).

La disponibilidad de financiamiento externo también se redujo desde mediados de 2008 y se secó a partir de septiembre, pero ha venido mejorando desde comienzos del presente año. Las reservas internacionales sólo se redujeron marginalmente durante los peores meses de la crisis (de US\$435.000 millones en septiembre de 2008 para las siete economías más grandes de la región a US\$411.000 en febrero de 2009) y se han recuperado desde entonces. No ha habido, además, colapsos financieros internos en ningún país de la región y, aunque las bolsas se desplomaron desde mediados de 2008, se sostuvieron en niveles más altos que en otras regiones del mundo y participaron del auge bursátil mundial que tuvo lugar en el segundo trimestre de 2009.

Gráfico 1
Crecimiento económico de América Latina



Fuente: CEPAL

OCAMPO *continued...*

En perspectiva histórica, esto permite afirmar que, aunque el ojo de la tormenta ha sido el sector financiero de los países industrializados, en términos estrictamente financieros ésta ha sido para América Latina una crisis mucho menos severa que la de la deuda y la crisis financiera de las economías emergentes de fines del siglo XX.

En términos comerciales, por el contrario, la crisis actual es mucho más profunda. El colapso que viene experimentando el comercio mundial no tiene antecedentes. De acuerdo con las estadísticas de la Organización Mundial del Comercio (OMC), durante el primer semestre de 2009 el valor de las exportaciones mundiales se colocó un 30.3 por ciento por debajo del mismo semestre de 2008. A ello contribuyó tanto la caída de los precios de productos básicos, como la fuerte contracción del comercio mundial de manufacturas. El Fondo Monetario Internacional (FMI, 2009) prevé una contracción de los volúmenes de comercio mundial del 12 por ciento en 2009 y a lo sumo una recuperación parcial en 2010. En el caso de América Latina, el valor y volumen de sus exportaciones cayeron 30.9 y 15.3 por ciento, respectivamente, en el primer semestre del año en relación con igual período en 2008 (CEPAL, 2009b), y la caída esperada de los volúmenes de exportación de la región durante 2009 es similar al promedio mundial, 11 por ciento.

Como la magnitud de la fuerte recesión en curso en la región difícilmente puede explicarse por la fuerza de la crisis financiera, se puede decir que *ésta es una crisis comercial más que financiera*. Esto indica que, aunque la región ha logrado reducir sus vulnerabilidades financieras, las comerciales son mucho más pronunciadas que en el pasado. Este hecho tiene implicaciones profundas sobre la estrategia de desarrollo que ha seguido la región durante la última década.

Las respuestas a la crisis

La mayor solidez financiera que ha tenido la región ha dado lugar a un espacio para adoptar políticas macroeconómicas anticíclicas. Este resultado se explica tanto por factores externos como internos. En términos externos, el hecho de que la crisis se originó en el mundo industrializado ha generado una respuesta activa de las autoridades económicas, que estuvo ausente en el pasado durante las crisis que originaron en el mundo en desarrollo (con la notable excepción de la crisis mexicana de 1994-1995). Las razones internas están asociadas a la mayor solidez macroeconómica de las economías latinoamericanas.

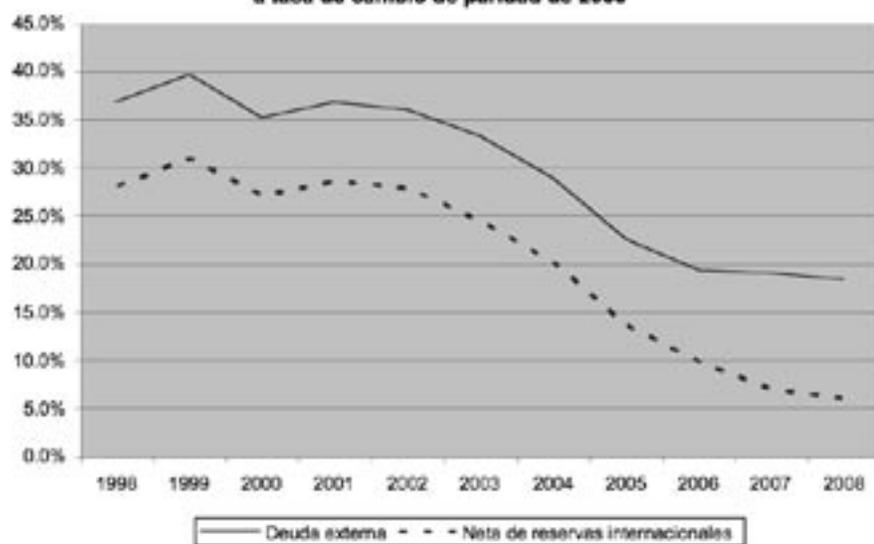
En contra de algunas lecturas optimistas, esta última no proviene en general de un cambio importante en la política macroeconómica durante los años de auge. En realidad, con contadas excepciones (Chile, por ejemplo, en el caso de las finanzas públicas), la fortaleza de la región, tanto en el frente fiscal como en el externo, fue mucho más el resultado de ingresos excepcionales (fiscales y auge de precios de productos básicos, respectivamente) que de un manejo anticíclico orientado a “garantizar los equilibrios macroeconómicos”.² De hecho, y de nuevo con algunas excepciones, el término “anticíclico” sólo ha venido a ser parte del léxico de las autoridades económicas durante la crisis, no durante el auge.

La clave de los mayores márgenes en materia de política macroeconómica con los que cuenta la región es, por lo tanto, la combinación del auge externo excepcional que precedió a la crisis con la mejora en la hoja de balance externo. Los dos factores que fueron decisivos en este último caso fueron la fuerte reducción del endeudamiento externo, sobre todo de los

gobiernos, y los altos niveles de reservas internacionales. El primero es el desarrollo de los mercados internos de bonos, que se han constituido en una fuente dinámica de financiamiento público en muchos países. El segundo es la decisión de la mayoría de los bancos centrales de absorber el exceso de financiamiento externo durante el auge a través de la acumulación de reservas internacionales. La combinación de estos dos factores redujo la deuda externa, neta de reservas internacionales, de un nivel equivalente al 30 por ciento del PIB antes del auge a un 6 por ciento en 2008 (Gráfico 2). En cierto sentido, el auge permitió borrar los efectos de la crisis de la deuda, que afectaron a la economía latinoamericana por un cuarto de siglo.

La solidez de la hoja de balance externo es la que ha proporcionado el margen para políticas macroeconómicas anticíclicas. Esta última ha estado constituida básicamente por medias monetarias expansivas (reducción de encajes, reversión de las medidas de contracción monetaria adoptadas durante la fase previa de aceleración de la inflación y la creación de algunas líneas de crédito en los bancos centrales), la utilización de los bancos de desarrollo con que todavía cuentan varios países para facilitar la reactivación del crédito, la provisión de liquidez en dólares a algunos agentes privados que carecían temporalmente de acceso al mercado externo de capitales y, aunque mucho menos que en la retórica de los gobiernos, medidas de expansión del gasto público. Como un todo, sin embargo, estas medidas sólo han amortiguado ligeramente el impacto de la crisis. La gran ganancia ha sido, en cualquier caso, haber podido evitar las alzas bruscas de las tasas de interés y los ajustes fiscales draconianos que caracterizaron las crisis anteriores.

Gráfico 2
Deuda externa neta de reservas internacionales,
a tasa de cambio de paridad de 2000



Fuente: Cálculos del autor con base en estadísticas de la CEPAL.
 En el caso de Chile incluye recursos de los fondos soberanos.

Las implicaciones de la crisis

Las implicaciones más importantes de la crisis se derivarán, en primer término, del deterioro en los indicadores sociales. La información suministrada por la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL) y la Organización Internacional de Trabajo (OIT) (2009) muestra un deterioro laboral, que se refleja en una caída en la tasa de ocupación, una reducción fuerte del crecimiento del empleo formal (cotizantes a la seguridad social) y un aumento del desempleo en el primer trimestre de 2009 en relación con el mismo período en 2008. Sin embargo, los impactos eran todavía pequeños entonces y de hecho compatibles con un crecimiento modesto del empleo. Preocupa, en particular, la situación de México, que podría estar frente a una de las

coyunturas labores más severas de su historia, no sólo por la fuerte recesión que está experimentando sino también por el cambio radical en las condiciones migratorias hacia Estados Unidos. Para 2009, CEPAL (2009a) ha proyectado un aumento de la tasa de desempleo de la región del 7.5 al 9 por ciento, que implicará tres millones adicionales de personas sin puestos de trabajo.

En materia de pobreza, la Organización de las Naciones Unidas (2009) ha proyectado un aumento de 3.6 millones de indigentes en América Latina, un efecto modesto y susceptible de enfrentarse con políticas focalizadas. Sin embargo, los impactos sobre el empleo y la pobreza se irán acumulando si la fase de lento crecimiento económico se prolonga en el tiempo. Como

lo indica la experiencia del pasado, lo más preocupante será el aumento en la informalidad laboral. Consistente con estos efectos todavía modestos, las movilizaciones políticas asociadas a la crisis no han sido importantes hasta mediados de 2009.

Un segundo impacto significativo es, sin duda, el giro hacia concepciones más activas del papel del Estado, como parte de un proceso que tiene ahora alcance mundial. En América Latina, este giro precedió, sin embargo, a la crisis, y se reflejó en el surgimiento de varios regímenes que se identifican claramente como de izquierda (con diferentes variantes), así como en el mayor pragmatismo sobre el papel del Estado de los gobiernos de centro y derecha. Un efecto importante de la crisis es la renovada atención al papel del mercado interno y de los bancos de desarrollo. Brasil ha sido el pionero en uno y otro tema. Los paquetes anticíclicos se refieren precisamente a cómo dinamizar la demanda interna en un ambiente económico externo desfavorable. La banca de desarrollo sería el instrumento más importante para renovar el interés por las políticas de desarrollo productivo, pero este proceso no parece tener hasta ahora mucho vigor, excepto nuevamente en Brasil y, con menor intensidad, en Chile y Colombia.

La pregunta económica más importante se refiere a cuál será el motor de crecimiento económico futuro de la región. Después de más de un cuarto de siglo apostando a una estrategia de inserción en las corrientes de comercio e inversión internacionales, el colapso del comercio mundial y de la inversión extranjera genera grandes interrogantes, que se harán evidentes con cada vez más intensidad si la falta de dinamismo de uno y otra se prolonga en el tiempo, como es probable. Si esto ocurre, los países o regiones con mercados internos importantes saldrán ganando, como ganaron

OCAMPO *continued...*

durante la Gran Depresión de los años treinta. Es posible, además, que esto se imponga, como entonces, por los hechos más que por las concepciones, que en general siguen siendo favorables a la integración en la economía mundial.

Una alternativa interesante es apostar a una mayor integración con China. Todo indica que ese país será el motor económico del Asia, del cual carecerán los países más integrados con Estados Unidos y Europa, como acontece con los latinoamericanos. Profundizar los lazos comerciales con China será importante, pero dependerá de la capacidad de diversificar las exportaciones hacia el gigante asiático, que en el caso de América Latina depende todavía de un puñado de productos básicos (soya, cobre, petróleo y mineral del hierro) (Gallagher y Porzecanski, 2009). El mercado “interno” de América Latina es su mercado regional. Esto es especialmente cierto de las economías más pequeñas. Sin embargo, la división política regional, que se ha reflejado en la crisis de la Comunidad Andina y en el menor vigor de otros procesos, se ha convertido en un gran obstáculo. Pero hay también factores económicos en juego. Como en las crisis precedentes, la contracción del comercio intrarregional está multiplicando, no frenando la crisis, y las diferencias en políticas cambiarias siguen siendo un obstáculo importante a la profundización de la integración (como ya he señalado, la dolarización ha hecho que la única opción de ajuste de Ecuador sea la restricción del comercio, que afecta a los socios regionales).

Hay algunas iniciativas interesantes en materia de pagos intrarregionales, entre ellas la iniciativa de Argentina y Brasil de permitir pagos en sus propias monedas y la de en los países miembros de la Alternativa Bolivariana para los pueblos de Nuestra América (ALBA) de introducir una moneda

subregional, el Sucre. Ambas iniciativas podrían adoptarse para todos los países en el marco del Convenio de Pagos y Créditos Recíprocos de la Asociación Latinoamericana de Integración (ALADI). La región cuenta con los mejores mecanismos de cooperación financiera regional de cualquier región del mundo en desarrollo, que se podrían potenciar enormemente durante la crisis. En este sentido, la tarea inconclusa más importante es convertir al Fondo Latinoamericano de Reservas (FLAR) en un verdadero fondo latinoamericano de reservas, como indica su nombre.

La cooperación regional requiere, por lo tanto, un esfuerzo importante para aprovechar las oportunidades que brinda la coyuntura para impulsar los procesos de integración regional. La superación de las diferencias políticas entre los países de la región es un requisito esencial para ello. La dinámica en curso parece ser, sin embargo, la opuesta.

Notas

- ¹ Estos datos se refieren a seis importantes países de origen de migrantes (Colombia, Ecuador, El Salvador, Guatemala, Honduras y México).
- ² Véase un análisis mucho más extenso de este tema en BID (2008) y Ocampo (2007 y 2009)

Referencias

BID (Banco Interamericano de Desarrollo)

2008 *All that glitters may not be gold: Assessing Latin America's recent macroeconomic performance*, Washington, abril.

2009 *Policy Trade-offs for Unprecedented Times: Confronting the Global Crisis in Latin America and the Caribbean*, coordinado por Alejandro Izquierdo and Ernesto Talvi, Washington D.C., marzo.

CEPAL (Comisión Económica para América Latina y el Caribe)

2009^a *Estudio económico de América Latina y el Caribe, 2008-2009*, Santiago, julio.

2009^b *Panorama de la inserción internacional de América Latina y el Caribe 2008-2009*, Santiago, agosto.

CEPAL y Organización Internacional del Trabajo (OIT)

2009 *Coyuntura laboral en América Latina y el Caribe*, No. 1, junio.

FMI (Fondo Monetario Internacional)

2009 *World Economic Outlook Update* <www.imf.org>, julio 8.

Gallagher, Kevin P. y Roberto Porzecanski

2009 “China and the Latin America Commodities Boom: A Critical Assessment”, *Working Paper No. 192*, Political Economy Research Institute, University of Massachusetts, Amherst, febrero.

Jara, Alejandro, Ramón Moreno y Camilo E. Tovar

2009 “The global crisis and Latin America: financial impact and policy response,” *BIS Quarterly Review*, junio.

Naciones Unidas

2009 *World Economic Situation and Prospects 2009, Update as of mid-2009*, Nueva York, May <<http://www.un.org/esa/policy/wess/wesp.html>>.

Ocampo, José Antonio

2007 “La macroeconomía de la bonanza económica latinoamericana”, *Revista de la CEPAL*, No. 93, diciembre.

2009 “Latin America and the Global Financial Crisis,” *Cambridge Journal of Economics*, Vol. 33, junio. ■

An Assessment of the Subprime Crisis with Special Reference to Latin America

by GUILLERMO CALVO

Columbia University and NBER
gc2286@columbia.edu

Surprise—big surprise—has been a central characteristic of recent financial crises.¹ We have been confronted by surprise not only because the events have been largely unanticipated but also because the shocks have been so large. Beginning with the Tequila crisis of 1994/5, and up to, but not including, the current *subprime* crisis, the most notorious crises have been centered in specific countries—not just sectors within a country or a group of countries—and a salient feature has been a large and generally unanticipated fall in *net capital inflows*, i.e., the net flow of external credit, a phenomenon that has been labeled *Sudden Stop* (see Calvo (1998)).

Sudden Stops are characterized by large *real* devaluations and sharp decelerations of the output growth rate, in many cases involving output collapse. They do not come in isolation. Rather, the general rule is for Sudden Stops to come in bunches; several economies are involved at much the same time. The most impressive episode was linked to the Russian default on its domestic debt in August 1998. This episode made it evident that financial contagion plays a significant role in the generation of economic crises. Prior to that, economists tended to single out domestic factors like fiscal deficit or exchange-rate pegging. These factors were not absent from the Russian episode but they played a secondary role—magnifying the impact of the crisis, but probably not acting as the driving force behind its global spread. The Russian crisis spread across emerging markets like wildfire even though Russia represented less than one percent of the world's GDP and was not

a major financial center. Markets quickly entered into panic mode because it was not easy to track down the mechanisms driving the crisis. To observers, even savvy ones, the global impact of the initial shock could not be easily explained. As a result, a crisis that started in a small corner of the world led to a massive flight to quality investments, and away from emerging markets. It was the start of the capital-inflow episode in the United States, which arguably precipitated the dotcom and real estate bubbles.

I highlight the Russian crisis to remind us that we have been here before and the impact has been major and painful, especially for those parts of the world in which credit flows have dried up, not only instantly but for an extended period of time. The subprime crisis shares many of the Russian crisis features. It started in a small corner of the mortgage market, quickly spread to the whole mortgage market and eventually infected banks and quasi-banks, threatening a replay of the Great Depression of the 1930s. No mainstream economist predicted the size and extent of the catastrophe. There were isolated voices expressing concern about developments in the subprime mortgage market, but I am aware of no one who offered solid grounds to expect the virulence of the subprime crisis.² The same was true in the Russian episode. It was *vox populi* that Russia would sooner or later undergo a balance-of-payment crisis as a result of unsustainable fiscal deficit but, again, global repercussions escaped the imagination of mainstream economists.

Where the Russian and subprime crises part their ways is in regard to policy response. The collapse of emerging market bonds following the Russian default was met by utter indifference from advanced countries' central banks. Emerging markets were at a serious disadvantage because their global

bonds were denominated in foreign exchange. Their central banks could only sustain that market by drawing on their international reserves, which, at the time, were not large enough to make a significant dent. Thus, the collapse in emerging-market bond prices could not be stopped, and it got worse when it triggered margin calls that prompted additional bond liquidation. This led to a spectacular rise in interest rate spreads in emerging markets. The spreads crossed the 15 percent barrier and took several years to get back to normal. In contrast, the subprime crisis was very quickly met by unprecedented expansive central bank policy. Central banks' interest rates *fell*, not rose, and in a matter of months plummeted to near-zero levels. Moreover, as this conventional policy lost steam, central banks engineered monetary expansion by direct loans to the private sector (e.g., buying commercial paper and “toxic” assets), a policy labeled *quantitative easing* (QE).

My guess is that this central bank hyperactivity nourished the expectation that there would be a *decoupling* of advanced and emerging-market economies. This belief may have been based on the conventional wisdom among mainstream economists that a key error of Fed policy in the 1930s was that it failed to prevent *price deflation*. The Fed was now in the hands of Ben Bernanke, an expert on the Great Depression who shares that view (see Bernanke 2008), so it was to be expected that this time the Fed (and the other advanced-countries' central banks) would not make the same mistake. In addition, there was also consensus that there had been excessive investment in the real estate sector and, more generally, that capital inflows to the United States had been excessive (the *global imbalances* view). Therefore, if central bank policy was going to succeed in bringing economies back to full employment, the world would have to

CALVO *continued...*

display a new configuration of expenditures. The United States should spend less, while the rest of the world should spend more. The U.S. dollar devaluation and the sharp increase in U.S. exports in the last quarter of 2007 were taken as hopeful signs that the world was moving in that direction.

Furthermore, confidence in the decoupling conjecture was probably behind a sharp increase in 2007/2008 capital flows into emerging markets—at least prior to the Lehman episode. In Latin America, for example, private capital flows jumped from US\$10 billion in 2006 to US\$107 billion in 2007, slipping to a still-impressive US\$58 billion in 2008 (see WEO 2009). Moreover, this surge in capital flows was accompanied by an unprecedented increase in commodity prices in the first quarter of 2008,³ all of which continued to fuel high growth in Latin America until the Lehman Brothers debacle in September 2008.⁴

In sum, the Russian and subprime crises show that a financial crisis can hit sinners and saints alike; moreover, until the Lehman episode there were good reasons to believe that prompt central bank policy could rapidly help to restore full-employment equilibrium. However, the outlook drastically changed after Lehman's collapse. The collapse had a major negative effect on stock and bond markets around the world, and brought about a large fall in capital flows towards emerging markets. Private capital flows to Latin America, for example, are expected to fall to US\$13 billion in 2009 (see WEO 2009). Why?

A possible explanation is that the Fed drew a line in the sand long before recovery looked imminent. Lehman Brothers played a central role in the derivatives market and, moreover, it is likely that important market participants were aware that AIG had feet of clay and was bound to need a bailout.

Drawing the line so soon risked triggering a major round of financial bankruptcies that might undo the beneficial effects of easy money. Russia 1998 was still fresh in investors' memory and the refusal to bail out Lehman Brothers looked eerily similar to the former episode. It was not only that emerging markets were left unprotected by hard-currency central banks but, contrary to expectations, the IMF refused to bail out Russia. Not surprisingly then, the market response was panic, much like what happened in August 1998. In Latin America, even in a stellar performer like Chile, output is expected to fall by four percent peak to trough, about the same fall experienced by Chile during the Russian crisis—with dormant advanced-country central banks and a quasi-fixed exchange rate!

My reading of the situation is that the market perceived that central banks were ready to go home before their work was completed. Financial markets are highly discontinuous in their response. Good but half-cooked remedies may fail to stop a financial crash. It is much like an operation that leaves live cancer cells. To be successful the operation must annihilate all the sources of infection. Fortunately, the U.S. government was quick in realizing that it had made a mistake. The bailout continued, including large purchases of "toxic" assets, especially those linked to the real estate sector. However, this was not enough to turn back the clock in the short run. Investors realized that they were walking on shifty ground and, once again, took refuge in U.S. Treasury securities. This makes sense because the new situation brought back the specter of price deflation which, combined with the fact that Treasury bills and bonds exhibit non-negative nominal yields, made investment in those securities an attractive proposition relative to private sector securities in the midst of a possible financial crash.

However, the persistent expansionary monetary policy in the United States and Europe seems to be yielding fruits by lifting investors' confidence. As a result, signs of decoupling are beginning to show up. This is reflected in the rally in global stock markets and commodity prices. The evidence is still uncertain but "green shoots" can already be seen in Latin America, likely reflecting the sense that the Lehman episode was short-lived and capital will return to the region.

It should be noted, incidentally, that during the subprime crisis Latin America's current account has deteriorated, contrary to 1998 when it showed a marked improvement. A more negative (or, as in this case, less positive) current account implies that expenditure is not declining as sharply as output. Thus, a deteriorating current account allows for a less draconian adjustment in expenditure in the face of worsening international financial conditions. This could take place because Latin American economies exhibited positive current accounts and thus were able to lower them without relying on new external credit. Much of the deterioration in the current account was financed by declining international reserves. This shows, incidentally, the potential benefits of large reserve accumulation, a policy that did not enjoy widespread support before the current crisis.⁵

This analysis suggests very strongly that future developments hinge on the health of the financial sector, for which central banks play a pivotal role. As of now, all indications are that central banks will not lower their guard until the financial system is back on its feet. However, an important lesson from financial crises is that there may be important sources of infection that are largely hidden from even the regulator's view. Therefore, one cannot discount

surprises or simply rumors that may have a significant effect on the stock market and even the real economy, especially in emerging markets. Barring accidents of that sort, however, I believe that there are good prospects looking forward. I believe this is already being reflected in commodity prices. The price of oil, for example, is now hovering above US\$70 a gallon after falling to the US\$40's range.

This bodes well for Latin America. The region could well be heading back to the bonanza days of late-2007 and early-2008. Such a good scenario, however, may be accompanied by a surge in the rate of inflation, as in the first quarter of 2008. Given the exchange rate, a commodity price surge is quickly reflected in higher domestic prices.⁶ Although technically this is not “inflation”—because it would, in principle, only be a change in *relative* prices—statistical offices will likely report it as higher inflation. This situation puts central banks in an awkward position because to comply with inflation targets they would have to raise their policy interest rate and run the risk of recession, just when everyone is eager to leave recession well behind. On the other hand, if a central bank follows an accommodative monetary policy, it could ignite inflationary expectations, a possibility that cannot be discounted in a region in which inflation was so hard to uproot. Moreover, monetary policy in advanced economies is unlikely to be geared to stem commodity price hikes because, particularly in the United States, in the short run their CPIs are largely impervious to changes in commodity prices, especially if they are still recovering from the crisis.

All in all, there are good reasons for optimism in emerging markets, especially in Latin America. Inflation is a risk but the good news is that, if monetary policy is not unduly hard, inflation will come

accompanied by a healthy rebound in output and employment.

Endnotes

- ¹ I am thankful to Sara Calvo and Ernesto Talvi for useful comments.
- ² Mainstream economists showed greater concern about *global imbalances*, i.e., large U.S. current account deficits, and predicted a correction that would cause major dollar devaluation. Again, however, I am aware of no one predicting anything near the ensuing debacle.
- ³ The boom in commodity prices could also be linked to the expectation of decoupling, and a change in Sovereign Wealth Funds' portfolio composition, against public sector securities and into real assets, including commodity-linked assets. See Calvo (2008).
- ⁴ Exceptions to this bonanza are, among others, several Eastern European countries and Iceland, which exposed themselves to balance of payments crises by exhibiting very large current account deficits and incurring sizable foreign-exchange denominated debt, even by households.
- ⁵ The reserve accumulation strategy, aimed partly to cushion the effects of Sudden Stop, was also followed in Asia, most notably by China. Ongoing research on the basis of Calvo et al (2008) shows that the probability of suffering a Sudden Stop during a systemic event declines with the level of international reserves.
- ⁶ High pass-through is a feature in many emerging markets, unlike the United States, for example, where domestic prices are largely insulated from external prices.

References

- Bernanke, Ben
 2000 *Essays on the Great Depression*. Princeton, NJ: Princeton University Press.

Calvo, Guillermo

- 1998 “Capital Flows and Capital-Market Crises: The Simple Economics of Sudden Stops,” *Journal of Applied Economics*, November. Reprinted in Calvo (2005, Chapter 9).
- 2005 *Emerging Capital Markets in Turmoil: Bad Luck or Bad Policy?* Cambridge, MA: MIT Press.
- 2008 “Exploding Commodity Prices, Lax Monetary Policy, and Sovereign Wealth Funds” <<http://www.voxeu.org/index.php?q=node/1244>>.

Calvo, Guillermo, Alejandro Izquierdo and Luis-Fernando Mejía

- 2008 “Systemic Sudden Stops: The Relevance of Balance-Sheet Effects and Financial Integration,” NBER Working Paper 14026.

WEO

- 2009 *World Economic Outlook*, International Monetary Fund, April. ■

El Gran Descalabro La Crisis y América Latina

por SEBASTIÁN EDWARDS

University of California, Los Angeles
sebastian.edwards@anderson.ucla.edu

A partir de 2006, y después de casi dos siglos de crisis recurrentes, un mito—ligado a una esperanza—se apoderó de las mentes de los analistas latinoamericanos. Se dijo, con vehemencia y convicción, que las economías de la región se habían “desacoplado” de las de los países avanzados y del ciclo económico internacional. Desde un punto de vista práctico ello implicaba que una desaceleración en el “centro”—en los Estados Unidos, Europa o Japón—no tendría efectos sobre la “periferia” latinoamericana. Además, se pensó que los precios elevados de los recursos naturales, prevalecientes desde el 2005 y hasta mediados del 2008, asegurarían una bonanza casi permanente, la que pondría fin a la costosa inestabilidad del pasado.

Los acontecimientos de octubre del 2008 desmintieron con fuerza este mito, y demostraron que las economías latinoamericanas siguen siendo muy vulnerables y dependientes de lo que sucede en el resto del mundo. Durante la segunda mitad de 2008, en Chile la moneda perdió un tercio de su valor; en el Perú el costo del financiamiento externo se disparó; y en la Argentina el gobierno tuvo que recurrir a medidas extremas—como la nacionalización del sistema de pensiones—para enfrentar un inminente descalabro fiscal.

De la Gran Depresión al Gran Descalabro

Al centro mismo de la crisis financiera global se encuentra la burbuja inmobiliaria de los años 2001 al 2006 en los Estados Unidos.

Pero la burbuja en sí no hubiera producido una crisis de esta magnitud si no hubiera sido por la contribución de una serie de elementos adicionales, incluyendo el que los bancos de Wall Street hayan creado instrumentos financieros complejos, los que fueron vendidos a inversionistas tan codiciosos como ingenuos, y que tanto bancos como personas se hayan endeudado a tasas sin precedentes.

Pero ni siquiera esto es suficiente para generar la tormenta perfecta. Para completar la historia aún tenemos que identificar a otros villanos y culpables. Entre ellos destacan una regulación financiera excesivamente laxa, compañías evaluadoras de riesgo financiero altamente incompetentes, y la presión por parte del Congreso estadounidense a las instituciones cuasi- estatales Fannie Mae y Freddie Mac para que prestaran dinero a personas de bajos recursos y poca capacidad de pago.

Pero si bien estos factores explican los orígenes de la crisis, no explican su profundidad. El pánico, la caída en espiral de los mercados, y el contagio al resto del mundo—incluyendo a América Latina—fueron la consecuencia directa de la ineptitud con la que el gobierno del presidente George W. Bush enfrentó el problema: dejar caer al banco de inversiones Lehman Brothers en septiembre de 2008 fue, claramente, un error, como lo fue el haberle presentado al Congreso un plan de rescate incompleto, mal armado, incongruente, y que nadie pudo explicar con claridad. Detrás de esta incompetencia encontramos el dogmatismo y rigidez ideológica de los fundamentalistas del mercado, esa banda de políticos y economistas enamorados de un sistema puro e idealizado, que nunca ha existido y del que ni siquiera Adam Smith se sentiría orgulloso.

Atajos y Populismos

En la mayoría de los países Latinoamérica las autoridades económicas se convencieron, a partir del año 2005, de que sus respectivos países gozarían de una bonanza exportadora (casi) permanente. Creyeron que la demanda creciente de China e India por estos productos mantendría sus precios elevados para siempre, y llevaría a América Latina a la prosperidad. Lo que no entendieron era que este boom de precios reflejaba una situación de corto plazo.

Al confiar en el boom de *commodities*, las autoridades de la región descuidaron lo verdaderamente importante, lo que crea riqueza y desarrollo; descuidaron la construcción de instituciones sólidas que protegen los derechos de propiedad, minimizan las disputas y los conflictos, y aseguran el imperio de la ley; se olvidaron de las políticas económicas que fomentan la innovación y la creatividad, la productividad y la eficiencia. En una palabra, al creerse el cuento de que los altos precios de los recursos naturales se mantendrían en el largo plazo, las autoridades de muchos países latinoamericanos optaron por una estrategia de desarrollo basada en un atajo. Pero la historia es majadera, y una y otra vez nos enseña que los atajos no funcionan en el largo plazo. Los atajos sólo nos llevan a mitad de camino; ilusionan a la población, pero al final fracasan. Eso lo vemos ahora que el precio del petróleo ha caído en relación a sus picos del año 2008, como lo ha hecho el del maíz, el trigo, la soja, el cobre, el hierro y el gas natural.

En los últimos años, esta “política de los atajos” ha sido practicada con especial entusiasmo por un grupo de países cuyos líderes han rechazado la globalización y la economía de mercado, incluyendo Argentina, Venezuela, Nicaragua, Ecuador, y Bolivia. En todos ellos, políticos carismáticos y

populares han desarrollado discursos que plantean un conflicto entre “la gente” y “el capital”, “el país” y las “multinacionales”, “ricos” y “pobres”. Esta retórica populista ha sustituido el discurso modernizador y técnico impulsado en la época del llamado Consenso de Washington y que habla de eficiencia, competitividad, crecimiento, esfuerzo, y mayor productividad.

Estos países están, precisamente, entre los que más han sufrido—y continuarán sufriendo—con la crisis financiera global.

Orden y un Poco de Progreso

México sufrirá también por la larga recesión global. Al mirar el horizonte económico de los próximos años uno no puede dejar de recordar la frase de Porfirio Díaz: “Pobre México, tan lejos de Dios y tan cerca de los Estados Unidos”. La relación histórica entre ambos países experimentó un fuerte aumento con el Tratado de Libre Comercio (TLC), el acuerdo que entró en vigor en enero de 1994. Desde ese año un porcentaje creciente de las exportaciones mexicanas se han dirigido a Estados Unidos, por lo que problemas económicos al norte del Río Grande tienen una severa repercusión en México. Pero eso no es todo: a pesar de los esfuerzos de las autoridades por reducir las vulnerabilidades de la economía mexicana, ésta tiene enormes requerimientos de financiamiento para el año 2010. Obtener estos dineros en medio de una crisis crediticia global, será un desafío de proporciones enormes.

Posiblemente, la pregunta más importante es ¿qué sucederá en Brasil, el gigante latinoamericano? Durante los últimos años analistas e inversores del mundo entero empezaron a mirar a Brasil como una potencia económica en ciernes. Se habló de un milagro, y muchos aseveraron que,

finalmente, Brasil dejaría de ser el eterno país del “mañana” y que, al igual que China e India, crecería a ritmos espectaculares.

El boom de Brasil de los años recientes se apoyó sobre cimientos macroeconómicos—como una baja en la tasa de inflación—y incrementos en la inversión extranjera. El presidente Lula decidió evitar el populismo rampante de Hugo Chávez, y se comprometió a derrotar la inflación y mantener el déficit fiscal bajo control. Pero esto no es suficiente para mantener una elevada tasa de crecimiento en el largo plazo y llegar a ser una gran potencia económica.

Lo de Lula no fue otra cosa que optar por ser un país “normal”. Pero para crecer a tasas elevadas y sostenibles, y para crear una economía robusta y resistente, se requiere más que tener una inflación controlada. Se requiere agilidad, dinamismo, productividad, y políticas económicas que fomenten los emprendimientos y la eficiencia. Y como numerosos estudios han mostrado, Brasil no ha podido—o no ha querido—hacer reformas modernizadoras que verdaderamente fomenten una explosión de productividad. Brasil continúa siendo un país enormemente burocrático, con un sistema educacional en crisis, con impuestos elevadísimos, infraestructura mediocre, trabas a la formación de empresas, legislación económica anquilosada, instituciones débiles, un sistema judicial ineficiente, un escaso respeto por la regla de la ley, y un elevado nivel de corrupción.

Una serie de indicadores sobre la eficiencia y competitividad de 178 países, realizado por el Banco Mundial, sugiere que Brasil tiene mucho camino por recorrer si quiere ser una fuerza productiva en el mundo. Por ejemplo, en la categoría de “facilidad para hacer negocios” Brasil está en el 128 lugar. Por otro lado, en Brasil toma 152 días obtener una licencia para iniciar un emprendimiento

y crear una empresa; en contraste en Chile toma 23 días y en los llamados Tigres Asiáticos toma 33 días. Este patrón se repite en un infinidad de medidas de eficiencia, las que claramente indican que ese emperador llamado Brasil lleva escasas ropas.

Los próximos años serán difíciles para los países emergentes, en general. Sólo aquellas naciones que sean innovadoras y eficientes podrán aumentar su participación en el mercado global, crecer a tasas razonables y moverse hacia la prosperidad. Pero la eficiencia no se improvisa ni se logra de un día a otro; la historia económica moderna ha mostrado que para lograr aumentos permanentes y sostenibles de productividad es necesario modernizar las instituciones, reducir la burocracia y los laberintos de los papeleos, y contar con sistemas educativos sólidos. Tristemente, la educación en América Latina es paupérrima, como lo señalan todas las pruebas internacionales. También se requiere de políticas económicas que incentiven la creatividad y la eficiencia.

Numerosos estudios internacionales realizados en los más diversos lugares—universidades, institutos de investigación, foros internacionales, y agencias de cooperación internacional—muestran que sólo Chile, en toda América Latina, ha logrado un avance sistemático en la senda hacia la eficiencia y el progreso social.

No cabe duda que Chile será el país menos golpeado por el Gran Descalabro de 2008. Su mayor flexibilidad—la que, sin duda, podría ser aún mayor—la diversificación de sus exportaciones, su sistema financiero sólido, sus cuantiosos recursos líquidos invertidos en monedas duras, sus políticas sociales y de anti-pobreza, y sus gobiernos de izquierda pragmática aseguran que la crisis va a tener un efecto menos devastador que en el resto de América Latina. Otro país

EDWARDS *continued...*

que logrará llevar la crisis con cierta holgura es el Perú.

El Futuro del Capitalismo Global

Joseph Schumpeter, el gran economista austriaco, fue quien mejor describió al sistema capitalista. Dijo que se trataba una sucesión interminable de “destrucción creativa”, donde nuevas ideas y tecnologías desplazaban a compañías antiguas que se volvían obsoletas y desaparecían. Siempre hemos sabido que el mercado necesita regulación. Pero esta regulación debe ser inteligente, flexible, dinámica; no debe ser excesivamente intrusa ni asfixiante. No cabe duda que en los últimos años este desafío no se enfrentó con éxito. Y es por ello que en el futuro veremos nuevos esfuerzos dirigidos a proteger a los inversionistas, a mejorar la transparencia e información en el mercado, y a ponerle una cota al endeudamiento.

Sí, veremos mayores regulaciones en el mercado financiero—y las necesitamos—pero no veremos impuestos excesivos, ni trabas a la inversión real, ni restricciones al comercio minorista, ni un movimiento hacia un estado del bienestar. Los emprendedores seguirán adelante; nuevos Silicon Valley surgirán, y en ellos se desarrollarán nuevas tecnologías para enfrentar los desafíos medioambientales y energéticos. Como antes, los que tengan audacia y creatividad amasarán enormes fortunas, y al morir dejarán casi la totalidad de su dinero a obras benéficas; como en el pasado el individuo y su libertad tendrán un rol político central; independientemente de la crisis y de quién gane las elecciones nada se hará para que esto cambie.

Ésta no es la crisis final del capitalismo. Esto *es* el capitalismo: desordenado e imperfecto, creador de enorme bienestar y riqueza. De vez en cuando tropieza, porque

tomó un ritmo demasiado rápido o vertiginoso o porque temporalmente equivocó el camino. Éste es el capitalismo que cae, se golpea, y retrocede temporalmente. Lame sus heridas, mientras se prepara para volver a ponerse en movimiento, con su enorme fuerza creativa y su eficiencia.

[Este artículo está basado en “Al Sur de la Crisis”, publicado en *Letras Libres* en Diciembre de 2008.] ■