

Ensayos Económicos

Apuntes de la crisis global

Barry Eichengreen La parábola de los ciegos y el elefante

Axel Leijonhufvud Una recesión fuera de lo común

Daniel Heymann Notas sobre variedades de crisis

José María Fanelli La política económica fuera del corredor. Reflexiones sobre la crisis global y la experiencia latinoamericana

Javier Finkman El norte desde el sur

Sebastián Katz Centro y periferia: la propagación de la crisis a las economías latinoamericanas

Christian Broda, El nuevo equilibrio global

Piero Ghezzi y

Eduardo Levy-Yeyati

Francesco Giavazzi La crisis y la demanda mundial, del corto al mediano plazo

José A. Ocampo Gaviria Implicaciones de política económica de la inestabilidad financiera actual

Jorge Carrera El G20, la crisis y el rediseño de la Arquitectura Financiera Internacional

53

54

In memoriam Alfredo Canavese

Pablo Gerchunoff y Daniel Heymann

“La hipótesis estructural en la teoría de la inflación”

Alfredo Canavese

Enero - Junio de 2009



Centro y periferia: la propagación de la crisis a las economías latinoamericanas*

Por Sebastián Katz**

Si bien la crisis internacional fue percibida inicialmente como un evento limitado a un segmento particular de los sistemas financieros de las economías centrales, pronto alcanzó dimensiones globales a través de diversos mecanismos de transmisión, poniendo en cuestión la hipótesis del denominado decoupling. Las economías de América Latina enfrentaron este nuevo escenario bajo condiciones mucho más robustas que en experiencias previas de crisis. El buen desempeño macroeconómico de la región durante el quinquenio previo al inicio de la crisis redujo la vulnerabilidad de estas economías, e incrementó los grados de libertad de las autoridades de política económica para llevar a cabo políticas contracíclicas en el nuevo contexto internacional. A pesar de los esfuerzos realizados por estas economías, una respuesta integral de política exigirá el compromiso de recursos y la coordinación por parte de las principales economías desarrolladas del globo. En este sentido, los desafíos de política no se circunscriben a las economías emergentes, sino que implican un esfuerzo de coordinación global.

“Lo que vieron mis ojos, fue (casi) simultáneo; lo que transmitiré, sucesivo, porque el lenguaje lo es”.

Adaptado de Jorge Luis Borges, El Aleph, 1949

* Una versión previa de este artículo será publicada por Capital Intelectual.

** Investigaciones Económicas del BCRA, UBA, San Andrés. Esta nota se escribió con la colaboración de Eduardo Corso. Las opiniones expresadas en este trabajo son del autor y no reflejan necesariamente las del BCRA o sus autoridades.

I. Introducción

Ya es, tal vez, un lugar común afirmar que la economía mundial enfrenta su más grave crisis desde la Gran Depresión de los años treinta; menos usual, sin embargo, es destacar que el carácter memorable del evento sólo tendió a revelarse con bastante rezago, conforme los hechos se iban encadenando, y sólo a medida que la crisis procedía por etapas de creciente profundidad e inédita extensión. Un hecho notable, en este sentido, es que pese a su profundidad y a su carácter verdaderamente global, la crisis estuvo inicialmente contenida en los mercados financieros de las economías avanzadas durante poco más de un año desde sus primeras manifestaciones a mediados de 2007. El evento fue, en efecto, inicialmente interpretado por la mayoría de los observadores y las autoridades de política de las propias economías desarrolladas como un episodio relativamente “menor” y esencialmente circunscripto a segmentos particulares de los mercados de crédito.

De manera similar, en lo que se refiere a su alcance geográfico, durante dicho período las economías emergentes y el mundo no desarrollado continuaron experimentando en general un acelerado ritmo de crecimiento y perspectivas evaluadas como ampliamente favorables. A tal punto llegó esta relativa “desconexión” entre los eventos observados en los países avanzados y lo ocurrido en las regiones menos desarrolladas que rápidamente tendió a difundirse la hipótesis del denominado *decoupling*. Vale decir, la idea de que, frente un *shock* iniciado en el núcleo central de un sistema internacional crecientemente integrado en el plano real y altamente vinculado desde el punto de vista financiero, los desarrollos en su periferia podían mostrar, de manera prácticamente inédita, una llamativa independencia.

Por cierto, la debacle que sucedió a la quiebra del banco de inversión Lehman Brothers en septiembre de 2008 pareció desacreditar estos argumentos hipotéticos. En el lapso de unas pocas semanas la crisis experimentó una rápida y dramática difusión internacional. La interacción de la disrupción financiera con el virtual colapso de los flujos del comercio mundial a fines de 2008 e inicios de este año indujo marcados impulsos contractivos a escala global, dando lugar a la recesión internacional más profunda y sincronizada desde la segunda posguerra. Así, el episodio acabó por manifestarse como un problema que llegó a poner en entredicho la solvencia de un sinnúmero de firmas, familias y gobiernos en los más diversos puntos del planeta.

Si bien se verificaron en algunos casos mecanismos de transmisión novedosos, el *shock* se propagó a la periferia del sistema mayormente a través de canales financieros y reales relativamente convencionales. Estos, sin embargo, operaron con gran intensidad y de manera simultánea, colocando a las economías emergentes y a otros países no desarrollados frente a un contexto muy desfavorable. Se verificaron así una súbita reversión de los flujos de capitales como consecuencia del acelerado proceso de desapalancamiento global, un fuerte deterioro de los términos de intercambio respecto de los favorables niveles alcanzados en el período previo y un virtual colapso de las exportaciones asociado al derrumbe de la demanda mundial.

El impacto de la perturbación ha sido más fuerte en aquellas economías emergentes¹ (EME, de aquí en más) que exhibían una clara vulnerabilidad externa y situaciones de mayor fragilidad financiera. Tal el caso, por ejemplo, de las economías del Este de Europa que experimentaron fuertes crisis financieras y cambiarias causadas por grandes salidas de capital en el marco de un auge previo del crédito, la proliferación de descalces de monedas en la hoja de balance de numerosos agentes y la vigencia de esquemas cambiarios rígidos. Pero, a través de sus efectos de “segunda vuelta” vía el comercio internacional, la difusión internacional de la crisis ha comprometido seriamente la evolución inmediata de la mayoría de las economías no desarrolladas, aún la de aquellas que exhibían posiciones relativamente más robustas –como es el caso de las EME de Asia y las de la región latinoamericana.

En efecto, la mayoría de las economías de nuestra región arribaron al episodio en condiciones mucho mejores que en ocasiones pasadas, exhibiendo elevadas tasas de crecimiento recientes, una mejoría generalizada en la situación de las finanzas públicas y una posición externa relativamente sólida sustentada en un agresivo proceso previo de acumulación de reservas internacionales. Claro está que, en un contexto internacional ampliamente favorable, la influencia de factores

¹ El término economías de mercados emergentes (EME) refiere a un conjunto de economías en desarrollo, en general de ingresos medios, que en su mayoría desde inicios de la década del noventa experimentaron un proceso acelerado de integración financiera y apertura a los flujos internacionales de capital. El origen de ese proceso estuvo inicialmente vinculado con la conversión, por medio de la iniciativa Brady de reestructuración de las deudas, en títulos públicos que cotizaban libremente en los mercados internacionales de los créditos en cabeza de bancos internacionales. En la actualidad la clasificación incluye aproximadamente una treintena de países en desarrollo cuyos bonos públicos forman parte del EMBI (Emerging Market Bond Index) elaborado por el banco JP Morgan.

de naturaleza cíclica no fue ajena a estos positivos desarrollos. Pero aún así, el desempeño de la mayoría de los países de la región pareció reflejar la gradual asimilación por parte de las autoridades y de los agentes económicos de las lecciones arrojadas por un pasado caracterizado por la recurrencia de episodios de inestabilidad macroeconómica y la erraticidad de las políticas.

Sin embargo, pese a los progresos observados en el manejo de las políticas económicas nacionales, la crisis está afectando con similar intensidad tanto a aquellos EME que habían registrado una buena *performance* macroeconómica reciente como a las economías que exhibían una eventual mayor vulnerabilidad relativa. Así, un evento de carácter sistémico originado en los países avanzados amenaza revertir ahora los logros alcanzados en varios indicadores económicos y sociales de los países de la región. Además de la súbita detención del crecimiento de la actividad económica y el empleo que ya han comenzado a materializarse en las principales economías de la región, se anticipa un fuerte aumento de los niveles de pobreza que muy posiblemente revierta buena parte de los avances verificados durante la fase expansiva previa.²

Aunque en mejores condiciones que en el pasado, las autoridades de la región enfrentan nuevamente difíciles dilemas de política. Buscando preservar la mayor parte de los equilibrios básicos alcanzados en los frentes externo y fiscal, deben efectuar el tránsito desde condiciones de contexto caracterizadas por la abundancia de financiamiento y la holgura externa a un escenario mucho más adverso signado por la retracción de los flujos financieros, el colapso de las ventas externas y la caída de otros ingresos de divisas.³ Como se verá, la mayoría de los gobiernos intentaron, de hecho, utilizar los mayores grados de libertad disponibles y anunciaron un conjunto de iniciativas de naturaleza contracíclica con el objetivo de mitigar las tendencias contractivas provenientes del entorno internacional. La

² Cabe mencionar que, pese a la favorable evolución macroeconómica reciente, los niveles de pobreza en la región, especialmente en el caso de los países importadores de alimentos y energía, ya habían experimentado recientemente un fuerte aumento como consecuencia del alza internacional de los precios de esas *commodities*. Para el conjunto de los países en desarrollo, el Banco Mundial estimó que más de 50 millones de ciudadanos caerán por debajo de la línea de pobreza como resultado de la crisis global. Estas personas se suman a los aproximadamente 150 millones de nuevos pobres causados por el encarecimiento de los alimentos y la energía en la etapa previa.

³ Como es el caso de las remesas familiares enviadas por los migrantes a algunos de los países de la región, especialmente a México, Centroamérica y el Caribe. Se estima que estos flujos, que en el caso de las economías más pequeñas explican porcentajes muy significativos de su ingreso nacional disponible, caerán por primera vez este año luego de una década de crecimiento prácticamente exponencial. Véase BID (2009).

posibilidad de encarar tales acciones en un contexto de adversidad es un fenómeno relativamente inédito en la región, que tradicionalmente se había caracterizado por una elevada prociclicidad de sus políticas.

Sin embargo, los márgenes de maniobra de la política económica y los recursos disponibles en nuestra región para hacer frente a un evento sistémico son, por definición, limitados. Especialmente, porque la crisis global se manifiesta en el caso de nuestras economías de un modo diferencial: en contraste con lo que ocurre en las economías desarrolladas (especialmente los EE.UU.), la limitada demanda por moneda doméstica y títulos públicos en situaciones de *stress*, restringe en forma severa la capacidad de los gobiernos y los bancos centrales para encarar en forma individual las políticas apropiadas para lidiar con la crisis.

La respuesta adecuada a una crisis de naturaleza sistémica es, además, necesariamente global y exige acciones coordinadas en el plano internacional que, sin lugar a dudas, sólo pueden ser sostenidas principalmente por los recursos con que cuentan las economías avanzadas. Vale la pena destacar que se han verificado, al respecto, importantes progresos. Tanto a través de iniciativas concretas de cooperación en el plano monetario como en los compromisos (fiscales y de fondeo de las nuevas líneas de asistencia de los organismos multilaterales) asumidos por los diferentes gobiernos en el marco de las diversas cumbres internacionales mantenidas durante estos meses –notablemente, las reuniones del Grupo de los Veinte de Washington y Londres. Por otra parte, en la mayoría de los casos, han sido de mucha ayuda las iniciativas adoptadas en el plano estrictamente nacional por los distintos gobiernos, especialmente en las economías avanzadas (pero no únicamente). Las agresivas acciones de política en los planos monetario, fiscal y financiero (lideradas en general por EE.UU.) han logrado mejorar las expectativas en forma importante y en las últimas semanas han surgido algunos síntomas de estabilización en la espiral descendente en que estaba inmersa la economía mundial.

No obstante, pese a esos importantes progresos, persisten todavía dificultades notorias. En lo inmediato, cabe mencionar en primer lugar que, aún cuando haya tendido a estabilizar su tasa de caída, la situación económica internacional presenta todavía signos evidentes de enorme fragilidad y existe el riesgo cierto de que la leve mejoría observada en la dinámica de corto plazo conduzca, incluso, a una reducción del sentido de urgencia y a un retiro anticipado de las acciones de estímulo. Por otra parte, aún superada la emergencia, el escenario económico

y financiero internacional continuará exhibiendo importantes factores de incertidumbre. Debido al deterioro de la situación fiscal en las economías avanzadas, cabe conjeturar que el contexto para las EME va a estar caracterizado, cuanto menos, por un aumento del costo real del financiamiento externo.

Con una perspectiva de mayor alcance aún, una recuperación duradera requiere, ciertamente, que la economía mundial emerja más balanceada a la salida del episodio crítico. Hasta ahora, el foco de atención ha estado localizado en reparar el funcionamiento del sistema financiero internacional y se ha dedicado escasa atención a la resolución de los denominados desbalances globales. En buena media, porque la dirección de causalidad de la crisis, contra lo anticipado, fue de las finanzas a la macroeconomía. Pero, a medida que se emerge de la crisis, parece evidente que el rebalanceo de los patrones globales de oferta y demanda deberá ser atendido para evitar una nueva “fuga hacia adelante” que resulte en la generación de desequilibrios adicionales.

El diseño y la implementación de una respuesta global apropiada a muchas de estas dificultades supondrá un alto nivel de coordinación de las diferentes partes involucradas y la continuidad de los esfuerzos de cooperación desplegados durante el punto más álgido de la crisis. Cabe preguntarse al respecto si los arreglos actualmente existentes en el plano global generan incentivos adecuados a esa coordinación internacional de las políticas macroeconómicas y si el diseño actual de la arquitectura financiera global es funcional para promover esa necesaria cooperación. Es difícil anticipar una respuesta a tales interrogantes. Tal vez algunos de ellos comiencen a disiparse cuando este artículo ya haya sido publicado para su divulgación; otros deberán, presumiblemente, esperar un lapso más prolongado. En todo caso, parece evidente que el modo en que se encaren algunas de esas cuestiones será crucial para el desenvolvimiento inmediato de nuestras economías.

Entretanto, el resto del artículo se concentra en la próxima sección en describir las condiciones en que las principales economías de la región arribaron al episodio actual y los modos a través de los que se han transmitido domésticamente las perturbaciones financieras y los impulsos contractivos provenientes desde el centro del sistema. Por ahora, aún con sus limitaciones, los gobiernos de la región parecen obligados a encarar mayormente por sus propios medios las respuestas de política para hacer frente a la crisis. Por ello, resulta de interés en la tercera sección, describir las principales acciones encaradas por los gobiernos latinoamericanos y las respuestas muy provisionales de los mercados frente a dichas

medidas. Por último, la nota cierra con algunas reflexiones finales vinculadas a los principales desafíos para lidiar con las consecuencias de la crisis que, a nuestro juicio, enfrentan los hacedores de política, tanto en la región como a nivel global.

II. La situación en las economías de América Latina

II.1. Las condiciones iniciales

La emergencia de la crisis global interrumpió un quinquenio (2003-2007) de muy favorable desempeño para la mayoría de las economías de menor desarrollo relativo; una fase en la que las mismas llegaron a explicar alrededor de dos terceras partes del crecimiento de una economía mundial en franco auge. En efecto, tal como se observa en la Tabla 1, el mundo creció en dicho quinquenio a un ritmo anual promedio de 4,6%, por encima del 3,3% que caracterizó al último cuarto de siglo. Esta diferencia fue mucho más marcada para las economías menos desarrolladas. Este conjunto de economías experimentaron en el período una fuerte aceleración de su ritmo de crecimiento –lo que les permitió ganar una participación creciente en la actividad económica internacional– y se expandieron al 7,4%, bien por encima de la trayectoria de largo plazo exhibida en el período 1980-2007 (4,2% anual promedio). En dicho contexto, aunque menos pronunciadas que en el caso de otras economías en desarrollo, los países de América Latina y el Caribe experimentaron durante el quinquenio 2003-2007 tasas de expansión también muy elevadas (4,8% anual) en relación a su registro histórico reciente (2,9% en el período 1980-2007).

Ese período de aceleración del crecimiento estuvo caracterizado por una tendencia al alza de los precios internacionales de las materias primas que, en muchos casos, volvieron a situarse en términos reales en los niveles máximos previos de mediados de la década del setenta. Como ha sido ampliamente destacado, entre otros factores, el auge de las *commodities* estuvo asociado a la veloz

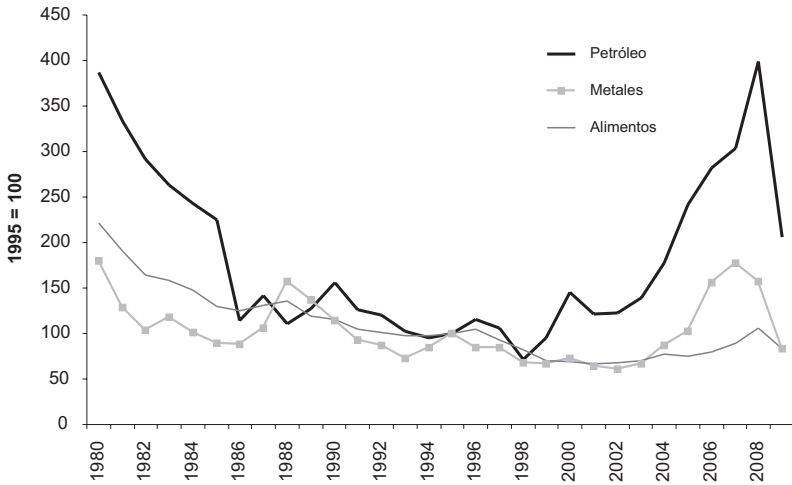
Tabla 1 / Tasas de crecimiento 1980-2007 (variación porcentual anual)

	1980-2007	2003-2007
Crecimiento Mundial	3,3	4,6
Economías en desarrollo y emergentes	4,2	7,4
América Latina y el Caribe	2,9	4,8

Fuente: CEPAL

integración de economías como China y la India a los mercados internacionales. En particular, la industrialización acelerada de las economías asiáticas se tradujo en una tendencia al alza de muchos de los bienes de exportación de las economías de la región latinoamericana, como es el caso del petróleo y los metales básicos. Asimismo, el incremento de los ingresos medios en varias de esas economías causó un cambio en los hábitos alimenticios de vastas poblaciones y el consecuente aumento de la demanda de proteínas. El alza resultante en la demanda de alimentos revirtió una tendencia secular a la caída de sus precios internacionales medidos en términos reales –que se vio reforzada por el efecto de una mayor producción de biocombustibles y la consecuente competencia en el uso del suelo en las áreas cultivables. El Gráfico 1 muestra, sin embargo, que la

Gráfico 1 / Evolución de los precios de los commodities (en términos reales, índice 1995=100)



Fuente: World Economic Outlook, FMI.

⁴ Con la notable excepción de la mayoría de las economías pequeñas de Centroamérica y el Caribe que, al ser importadoras netas de petróleo y alimentos y exportar productos similares a los de las economías asiáticas de alto crecimiento, se vieron fuertemente perjudicadas por la negativa evolución de los términos de intercambio. Según cálculos efectuados por el FMI (2007), hasta 2006 el impacto negativo de estos movimientos de precios sobre los balances comerciales fue equivalente a alrededor de 5% del PIB de esas economías. Por el contrario, en el caso de las economías de América del Sur (exportadoras netas de la mayoría de los productos cuyos precios se incrementaron desde 2002) las ganancias fueron equivalentes a 4% del PIB, con países como Chile (cobre) y Venezuela (petróleo) que exhibieron mejoras netas equivalentes a 10% y 22% del PIB, respectivamente.

recuperación reciente de los precios reales de las diferentes *commodities* ha sido bastante dispar. Aún así, las ganancias de términos de intercambio en el período fueron muy significativas para la mayoría de las economías de la región.⁴

Así, luego de una fase problemática en la segunda mitad de los noventa, caracterizada por la recurrencia de eventos de crisis, las economías latinoamericanas disfrutaron a inicios de la presente década un período de relativa bonanza. Este proceso de crecimiento vino acompañado de una mejoría generalizada en la situación de las finanzas públicas, de una favorable evolución de los sectores externos y de los indicadores vinculados con el perfil del endeudamiento público y privado (véase la Tabla 2). Más allá de la *performance* individual de determinadas economías que se alejaron del patrón regional, todo ello se verificó además en un contexto de baja inflación y razonable estabilidad de las expectativas inflacionarias –pese a las presiones ejercidas en el último bienio sobre los precios internos por el alza internacional de los alimentos y otras materias primas–.

Resulta evidente que la vigencia de un favorable entorno externo –caracterizado adicionalmente por condiciones de financiamiento muy benignas– contribuyó de manera decisiva a este saludable desempeño macroeconómico. De hecho, varios observadores tendieron a destacar, correctamente a nuestro juicio, que “no todo lo que brillaba era oro” y que cuando los indicadores de *performance* macroeconómica se depuraban de la influencia de factores de naturaleza transitoria, los resultados podían distar de ser especialmente destacables en algunas de las economías de la región. Especialmente en el caso de aquellos países en que los ingresos fiscales y el resultado superavitario del sector externo habían estado positivamente influenciados por la vigencia de precios elevados de las *commodities* de exportación.⁵

Tabla 2 / Situación externa y fiscal de América Latina (2000-2007)

	2000	2007
Balanza de cuenta corriente (% del PIB)	-2,3	0,4
Resultado financiero (% del PIB)	-2,6	0,4
Deuda del sector público no financiero (% del PIB)	47,4	33,0
Deuda en moneda extranjera (% de la deuda total)	62,5	37,5

Fuente: CEPAL, BID

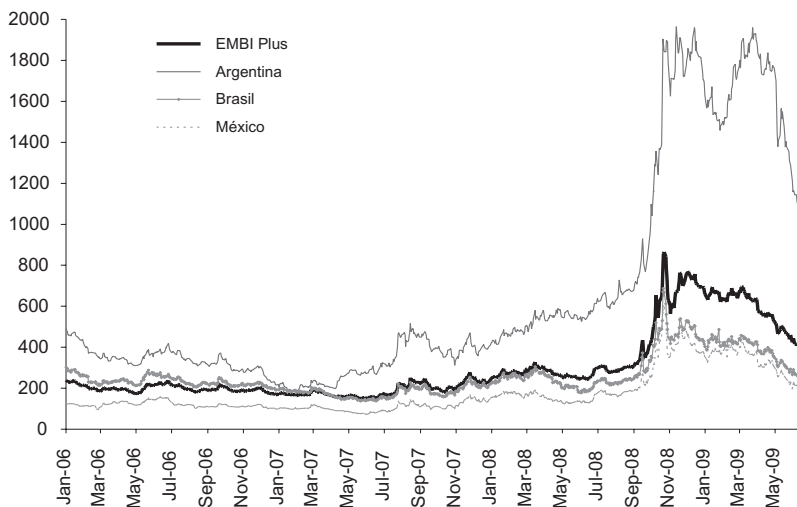
⁵ Véase, en especial, BID (2008), donde se intenta “limpiar” diferentes indicadores de desempeño de los efectos favorables provocados por la bonanza del contexto internacional y del propio ciclo de crecimiento. Cuando se considera el resultado fiscal, los países cuya situación estructural (vgr. depurada de efectos cíclicos)

Aún así, parece innegable que una parte significativa de los resultados observados en el desempeño macroeconómico reconoce su origen también en la mejora de los *fundamentals* y en un mayor compromiso de las políticas de los gobiernos de la región con la implementación de políticas macroeconómicas más robustas y prudentes. Estas políticas buscaron explícitamente evitar la generación de desequilibrios (fiscales, externos y financieros) como los que con frecuencia tornaron insostenibles en el pasado reciente los procesos de recuperación del crecimiento regional. La reforzada credibilidad de las políticas, la reducción de los niveles de endeudamiento y de las necesidades de financiamiento, el proceso de desdolarización contractual, la disponibilidad de un importante stock de reservas internacionales y la mayor flexibilidad de los regímenes cambiarios parecían indicar que las economías latinoamericanas serían esta vez menos vulnerables a la eventual ocurrencia de *shocks* adversos exógenos. Al mismo tiempo, varios de estos elementos permitían conjeturar que varios de estos países contarían ahora con mayores márgenes de maniobra que en el pasado para acomodar perturbaciones.

Esta creencia se vio fuertemente reforzada por los escasos impactos regionales que tuvo el inicio de las turbulencias financieras internacionales a mediados de 2007, cuando irrumpieron las dificultades de pago en el segmento *subprime* del mercado inmobiliario norteamericano. De hecho, durante poco más de un año de desarrollo de la crisis financiera global, aunque los precios de los papeles emitidos por las corporaciones y los gobiernos de la región experimentaron un gradual deterioro, las primas de riesgo todavía se ubicaban en niveles comparables con los existentes en los momentos de mayor oferta de financiamiento externo de la década del noventa (véase el Gráfico 2). Por otra parte, los precios de las *commodities* experimentaron entre fines de 2007 y mediados de 2008 una fuerte alza adicional, alcanzando nuevos *récor*ds nominales. Así, pese a la turbulencia en los mercados internacionales, las tendencias expansivas de la actividad y el empleo en las economías latinoamericanas (y en el mundo en desarrollo en

discrepa en mayor medida de los buenos resultados corrientes observados son Venezuela, México, Argentina y Brasil, entre las principales economías latinoamericanas. Por su parte, al evaluar la evolución del sector externo neta de las ganancias experimentadas en los términos de intercambio resultaba que la región en su conjunto exhibía una posición deficitaria bastante significativa en su cuenta corriente y no demasiado diferente del desbalance con que había arribado a las crisis emergentes en Asia y Rusia de fines de los noventa. Cabe admitir, sin embargo, que siempre es discutible cómo efectuar la descomposición entre factores “transitorios y permanentes”, lo que afecta críticamente las conclusiones del análisis mencionado. De todas maneras, el espíritu del trabajo del BID (2008) buscaba recordar que parte importante de las fragilidades macroeconómicas de la región se han incubado, típicamente, en períodos de bonanza.

Gráfico 2 / Evolución del riesgo soberano (puntos básicos)



Fuente: Bloomberg.

general) continuaron todavía básicamente inalteradas durante un período prolongado. Por primera vez en bastante tiempo los esquemas de política vigentes en la región parecían estar superando razonablemente con cierto éxito relativo un *test* severo.

Estos desarrollos parecieron confirmar la idea de que “esta vez sería diferente” y estuvieron, como se mencionó, en la base de la difusión inicial de la hipótesis del denominado *decoupling*. La hipótesis, como se recordará, postulaba que el fortalecimiento de los regímenes macroeconómicos “inoculaba” parcialmente a las economías emergentes frente a la ocurrencia de un *shock* originado domésticamente en los EE.UU. y garantizaba su eventual resiliencia a los impulsos contractivos provenientes del centro del sistema. No es que se pensase, por cierto, que un endurecimiento de los mercados de crédito internacionales y una desaceleración del crecimiento en las economías avanzadas no irían a tener consecuencia alguna sobre el desempeño de dichas economías. Pero, en todo caso, se asumía que la mayor credibilidad de las políticas y la existencia de *stocks* de reservas importantes que podían amortiguar el impulso negativo dotaban a las EME de novedosos mecanismos de absorción de las perturbaciones. Al mismo tiempo, esta creencia se veía reforzada por la vigencia del vigoroso crecimiento en las economías asiáticas que parecía brindar razones del lado “real” para esperar

el mantenimiento de precios internacionales elevados para las materias primas y proyectar la continuidad de la rápida expansión de los flujos del comercio internacional. Se razonaba así que los efectos del *shock* tenderían, en cualquier caso, a ser de baja intensidad y escasa duración, al menos en el caso de las EME que exhibían posiciones financieras y externas más robustas (vgr. esencialmente la región asiática y la mayor parte de Latinoamérica).

II.2. Los mecanismos de transmisión internacional del shock

Desafortunadamente, la mayor parte de tales expectativas se vieron rápidamente desmentidas a partir de la vertiginosa debacle que sucedió a la quiebra del banco de inversión Lehman Brothers a mediados de septiembre de 2008. Tal como sucede en toda crisis, hay siempre un evento que marca un punto de inflexión en su desarrollo. Al representar un apartamiento imprevisto del enfoque adoptado hasta dicho momento por las autoridades norteamericanas en el tratamiento de la crisis financiera y, habida cuenta de su entidad sistémica, dicho episodio operó como un catalizador y coordinó un súbito cambio en la opinión convencional prevaleciente en el mercado. En cuestión de días, la situación puso al borde del colapso al sistema financiero internacional y desencadenó un proceso generalizado de desapalancamiento y de “huida a la calidad” que se tradujo en una rápida liquidación de todos los activos financieros considerados riesgosos. La preferencia masiva por liquidez y seguridad se concentró en los papeles de deuda pública respaldados por las tesorerías de las principales economías y en el atesoramiento de moneda emitida por sus bancos centrales, con el consiguiente castigo al resto de los activos financieros, incluida naturalmente la deuda soberana y los bonos privados y acciones emitidas por las firmas de EME. El proceso incluyó, por tanto, un intenso proceso de salida de capitales que se tradujo en el encarecimiento (y, por determinados lapsos, la virtual desaparición) del crédito voluntario en los mercados internacionales.

Se verificó así una fuerte alza de las primas de riesgo soberano que, para el conjunto de EME cuyos títulos se computan en el EMBI+, fue de más de 500 puntos básicos (véase el Gráfico 2) en el momento de mayor incertidumbre (el gráfico refleja también la relativa normalización posterior y la reducción de la aversión al riesgo en los mercados financieros que se verifica con mayor intensidad en el segundo trimestre de este año). En el caso de Latinoamérica, el alza inicial fue en general apenas menor, aunque se verificó un comportamiento bastante diferenciado entre las economías cuyo perfil de endeudamiento el mercado percibía

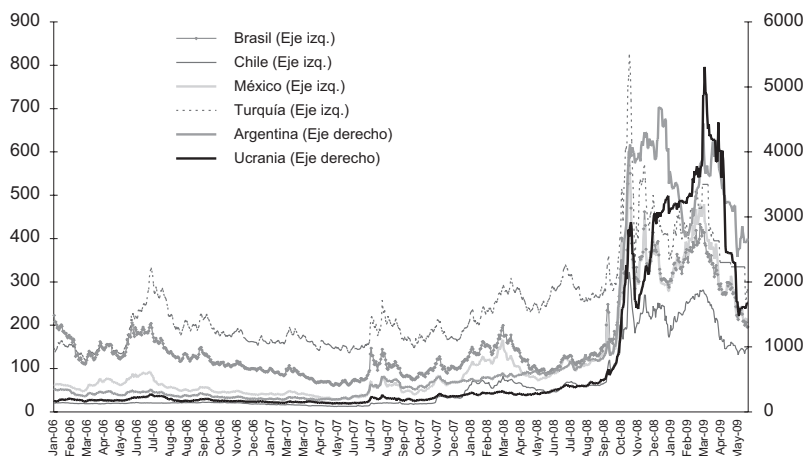
como relativamente robusto y aquellas otras sobre las que pesaban interrogantes referidos a la eventual sostenibilidad de sus pasivos. De hecho, se observa que, en el caso de Brasil y México, las primas de riesgo soberano han tendido a converger a los niveles previos a la difusión internacional de la crisis financiera. Podría pensarse, no obstante, que en el momento en que ocurrió, la fuerte caída en el valor de los títulos gubernamentales, antes que reflejar interrogantes sobre la capacidad de pago de determinada economía, ponía de manifiesto más simplemente las dificultades de liquidez que estaban experimentando los mercados de deuda pública como consecuencia del desapalancamiento, la desintermediación financiera y las necesidades de cobertura de posiciones que enfrentaban los inversores internacionales.

Por ello puede resultar interesante analizar al mismo tiempo el comportamiento exhibido por los mercados de los denominados CDS (*Credit Default Swaps*: instrumentos financieros derivados que operan como una suerte de “seguro” contra el eventual impago de las deudas). Dada su naturaleza, la cotización de estos papeles podría reflejar más claramente los interrogantes sobre la solvencia de los deudores y el eventual incremento de los riesgos percibidos como consecuencia de los impactos asociados a la crisis. Tal como se aprecia en el Gráfico 3, sin embargo, el costo de estos “seguros” contra *default* también se incrementó fuertemente para el conjunto de las EME, incluidas las de nuestra región –aún en el caso de aquellas economías que, como Chile, exhibían previamente valores virtualmente nulos del indicador–. En efecto, más allá de algunos países que, como Argentina, se salen del patrón regional por razones idiosincrásicas, ese indicador comenzó a experimentar un incremento ya a partir de julio de 2008, cuando empezó a verificarse una incipiente reversión del alza previa experimentada por los precios internacionales de las *commodities*. La tímida alza mutó en “salto” abrupto como consecuencia de la quiebra de Lehman Brothers dos meses después; pero nótese, al mismo tiempo, que la escala del salto ha sido bien diferente, aún en el caso de aquellas economías latinoamericanas que experimentaron movimientos relativamente similares de sus índices “tradicionales” de riesgo soberano (EMBI). Así, más allá del fortísimo aumento experimentado por el indicador referido a Argentina, el incremento de las primas de estos “seguros” para los casos de México y Brasil ha sido mucho más acentuado que para Chile. Esto estaría indicando que, además de una situación de iliquidez en dichos mercados, en el pico de las turbulencias los inversores mantenían juicios disímiles sobre la solvencia y percibían riesgos diferentes de incumplimiento en los pagos para las distintas economías de la región. En cualquier caso, aún para aquellas

economías que, como Chile, gozaban de una mejor calificación relativa, los costos del fondeo se incrementaron en forma marcada y durante unos meses se verificó incluso un virtual racionamiento en el acceso al financiamiento externo voluntario. Algunas de estas economías, aunque con un fondeo encarecido, pudieron acceder nuevamente, aunque de modo intermitente, al mercado voluntario a partir de los primeros meses de este año.

Dependiendo de los regímenes cambiarios vigentes, la intensa salida de capitales que afectó a las EME a partir de la quiebra de Lehman Brothers se tradujo en una tendencia a la reducción de las reservas y/o a la depreciación acelerada de la mayoría de las monedas (véase el Gráfico 4). Revelando el carácter sistémico de la perturbación, el fenómeno afectó no sólo a aquellas EME que, como en el caso de Europa del Este, exhibían elevados desequilibrios de cuenta corriente y una mayor dependencia de los flujos de capital externo.⁶ Tal como se observa en el Gráfico 4, aunque algunas economías venían depreciando sus monedas desde inicios de ese año, a partir del colapso de Lehman Brothers varias de las divisas latinoamericanas experimentaron una fuerte caída en su cotización: desde

Gráfico 3 / Credit Default Swaps de 5 años (en puntos básicos)



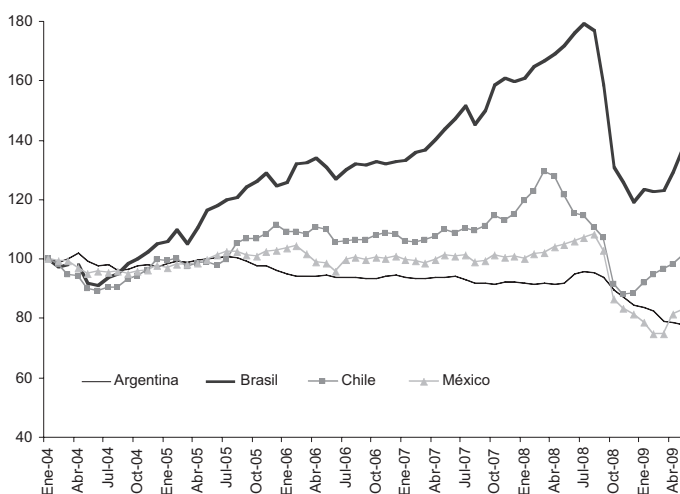
Fuente: Bloomberg.

⁶ Los países más afectados de esta región han sido Hungría, los bálticos, Croacia, Rumania y Bulgaria, muchos de los cuales han debido firmar acuerdos de asistencia financiera con el FMI y la Unión Europea.

su máximo previo, el real brasileño se depreció casi un 40% en cuestión de semanas; por su parte, el peso mexicano lo hizo inicialmente en menor medida (28%) pero luego continuó su declinación y llegó a ubicarse casi 35% por debajo del valor que exhibía a mediados del año pasado; por último, el peso chileno que ya venía experimentando una declinación persistente registró una caída adicional de 25% en apenas un trimestre, aunque ya en los primeros meses de este año comenzó a recuperarse gradualmente (aún así, en el peor momento de las dificultades, llegó a situarse más de 30% por debajo de los valores que exhibía doce meses antes). Dadas las características de su régimen de flotación administrada, la depreciación nominal de la moneda argentina fue inicialmente bastante menor (10%), aunque vale la pena destacar que la apreciación nominal previa había también sido sensiblemente inferior al de las otras economías de la región. Por otra parte, mientras las monedas del resto de los países de la región experimentaron una reversión importante de las tendencias depreciatorias, Argentina continuó acomodando gradualmente el *shock* externo negativo.

El rol desempeñado en varias de las economías de la región por la flexibilidad cambiaria es un punto interesante a remarcar, especialmente si se atiende a los impactos disruptivos que en el pasado típicamente generaban en la región las

Gráfico 4 / Evolución de los tipos de cambio nominales (US\$/\\$ - Índice enero de 2004=100)



Fuente: Bloomberg.

depreciaciones.⁷ La parcial desdolarización de las relaciones financieras, la reducción de las fragilidades exhibidas por los sistemas financieros domésticos y la mayor apertura de varias de las economías de la región han permitido que los esquemas de flexibilidad cambiaria operasen de manera bastante efectiva como mecanismos de absorción y amortiguación de los *shocks* externos. La depreciación de las monedas permite, a través del estímulo a las actividades productoras de bienes y servicios transables (exportaciones y sectores competitivos de importaciones), contrarrestar las tendencias contractivas sobre la producción doméstica y contribuye a reducir el desequilibrio de las cuentas externas. De todas maneras, pese a la reducción general de la vulnerabilidad frente a los movimientos cambiarios, en algunas economías los portafolios de los agentes domésticos continúan exhibiendo una tendencia a la desnacionalización cada vez que se verifican variaciones más o menos bruscas en el tipo de cambio. En tales casos, los efectos expansivos sobre la actividad y el empleo de la depreciación cambiaria tienden a verse compensados por la reducción del crédito interno y la liquidez interna causados por la reducción de los depósitos en el sistema financiero local.

Pese al escaso nivel de desarrollo relativo de los mercados de capitales en la región, cabe señalar que se verificaron algunos canales “novedosos” de contagio financiero de las dificultades a las economías latinoamericanas, especialmente en aquellos países con mercados financieros más grandes y líquidos. En particular, aunque los niveles de deuda corporativa en moneda extranjera se redujeron sustancialmente, en Brasil y México se observó una exposición elevada de algunas firmas del sector privado a los contratos derivados de monedas.⁸ La incertidumbre en torno del verdadero tamaño y la naturaleza de estas posiciones “fuera de balance” revelaron importantes riesgos no “cubiertos” y obligaron a los bancos centrales de ambas economías a negociar acuerdos de emergencia (*swaps*) con la Reserva Federal por montos de US\$ 30.000 millones en cada caso, para

⁷ Los impactos disruptivos de las devaluaciones en las economías de la región eran básicamente de dos tipos: a) los que operaban a través de canales “reales”, causando tendencias recesivas como resultado de redistribuciones regresivas del ingreso no suficientemente compensadas, por rigideces estructurales, por los efectos de sustitución a favor de los sectores transables; y b) los de naturaleza financiera causados por los impactos patrimoniales negativos en el caso de agentes con exposición financiera neta negativa en moneda extranjera. Los impactos recesivos de las devaluaciones en Latinoamérica han sido estudiados por una amplia literatura que reconoce sus antecedentes en los análisis pioneros de Hirshman (1949) y Díaz Alejandro (1963).

⁸ En general, estos contratos derivados en moneda extranjera consistían en seguros de “cobertura” contra tendencias marcadas a la apreciación de las monedas domésticas. El brusco cambio de signo en la tendencia de comportamiento de las monedas generó un aumento súbito en las obligaciones derivadas contingentes “fuera de balance” en el caso de varias firmas brasileñas y mexicanas.

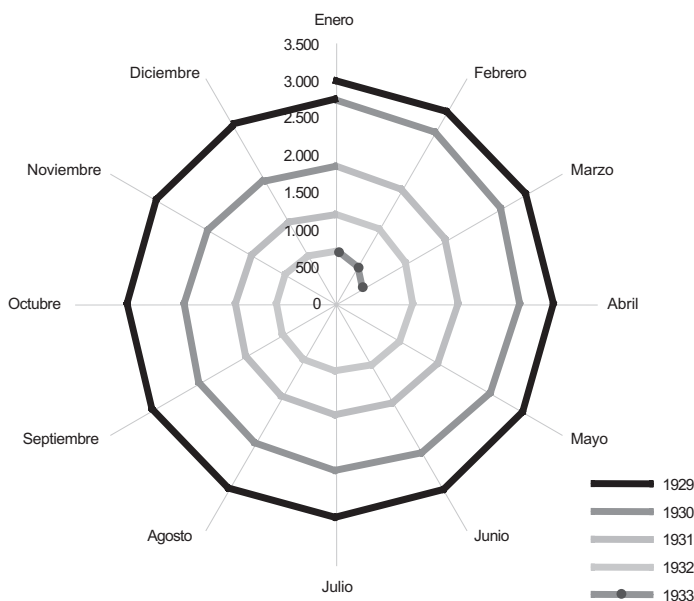
garantizar el acceso directo a liquidez en dólares. Estos acuerdos, similares a los firmados por la FED con los bancos centrales de una decena de economías desarrolladas y de Singapur y Corea del Sur, representaron un firme compromiso de cooperación por parte las autoridades norteamericanas y cumplieron un rol muy significativo en estabilizar los mercados financieros de las principales economías de la región. El acceso a dichos recursos fue crucial para suavizar las tensiones financieras internas, permitiendo, entre otras cosas, reducir el costo del fondeo en los mercados de liquidez de corto plazo, que habían experimentado un fuerte aumento en el momento más álgido de las dificultades.

Estos hechos ponen de manifiesto que, al menos en el caso de las economías más grandes de la región, los sistemas financieros domésticos no fueron totalmente inmunes al rol desempeñado en la propagación de las dificultades por algunas de las innovaciones financieras. De manera similar a lo acaecido en las economías más maduras, frente a la disrupción algunos de estos instrumentos también contribuyeron aquí a amplificar los desequilibrios. Estos no fueron, sin embargo, los únicos canales “novedosos” para la potencial transmisión internacional de las dificultades desde el centro del sistema a las economías de la región. Por un lado, los bancos internacionales son un jugador clave en los sistemas financieros domésticos de varias economías latinoamericanas (especialmente en México, Chile y Perú, donde explican entre 75% y 40% de la captación de depósitos y, en bastante menor medida, en Brasil y Argentina, en donde dan cuenta de 20% de las imposiciones totales). Ello introduce la posibilidad de que presiones en el fondeo de estas entidades en sus mercados de origen puedan dar lugar al riesgo de presiones de liquidez en los mercados de financieros de la región. Si bien por ahora estos riesgos no se han materializado de manera relevante, este canal podría tender a generar dificultades importantes en el futuro en algunas economías de Latinoamérica, especialmente si se atiende a la presión que las casas matrices pueden ejercer sobre sus filiales en un contexto de escasez de capital. Por otro lado, debe anotarse que en algunos casos se han verificado restricciones importantes en las líneas de crédito externo extendidas a las entidades financieras locales.⁹ En particular, uno de los rubros que ha sentido con mayor fuerza el impacto de la restricción crediticia ha sido el vinculado con las financiaciones de comercio exterior.

⁹ Este fue un canal que operó con gran intensidad en el caso de las economías del este de Europa, donde los bancos locales eran altamente dependientes del fondeo externo para financiar la expansión de los flujos de crédito (en una relación en la que, en algunos casos como el de los países bálticos, dichos pasivos llegaron a casi duplicar el monto de los depósitos del sistema).

La restricción de estas últimas líneas de financiamiento, de hecho, ha sido uno de los factores más relevantes que estuvieron en la base del violento desplome experimentado en el último trimestre de 2008 y en los primeros meses de este año por los flujos de comercio internacional, tanto en la región como globalmente. En efecto, luego del colapso de Lehman Brothers, en cuestión de semanas apenas se verificó una acelerada retracción del comercio mundial. La velocidad y el ritmo al que ocurrió la contracción no guardan precedentes en el período de posguerra y sólo se equiparan al colapso de los intercambios internacionales que caracterizó a la década del treinta. De manera magistral, y asombrado por la intensidad del fenómeno, Kindleberger (1973) famosamente registró en su clásico estudio sobre la Gran Depresión dicho proceso. Mediante su conocido “diagrama de la telaraña” (véase el Gráfico 5) mostró cómo en el lapso de unos pocos años (1929-1933), el monto del intercambio mundial se redujo en dos tercios como resultado combinado de las tendencias depresivas, la guerra de devaluaciones y el resurgimiento del proteccionismo. Fácilmente puede reproducirse dicha ilustración, aplicándola a los recientes desarrollos observados en los mercados internacionales. El resultado de efectuar dicho ejercicio, por conocido,

Gráfico 5 / El colapso del comercio mundial ¿Una historia repetida?
(En millones de dólares, período: 1929-1933)

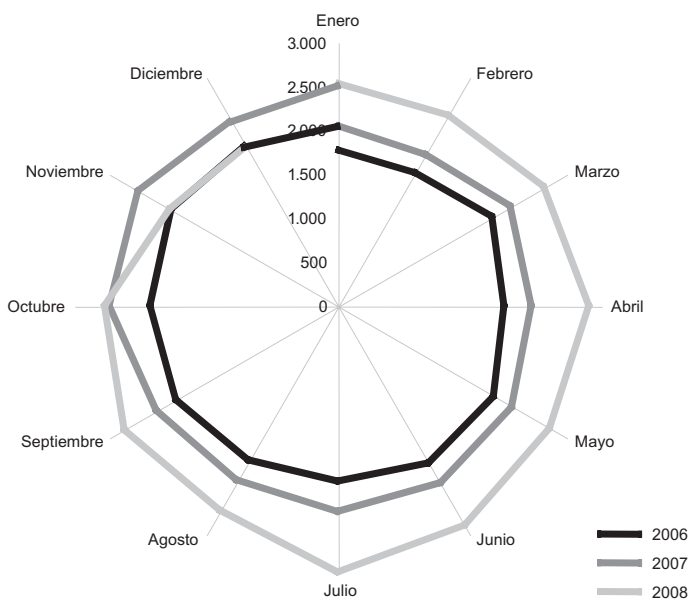


Fuente: Charles Kindleberger: The World in Depression, 1929-1939, Berkeley, Los Angeles, University of California Press, 1973.

no deja de sorprender: en el lapso de apenas un trimestre se observa un virtual desplome de casi 40%, que sitúa a los flujos del comercio internacional en los niveles de varios años atrás (US\$ 1,7 billones en diciembre de 2008 frente a un máximo de unos US\$ 2,7 billones en julio de ese año).¹⁰

Naturalmente, las regiones más afectadas por este inusual fenómeno han sido las que cuentan con economías más abiertas. En particular, las economías de rápido desempeño de Asia han sido violentamente afectadas por la caída del comercio mundial. Los ritmos de caída de exportaciones e importaciones en economías que exhiben coeficientes de apertura muy elevados como Singapur, Hong Kong, Taiwán y Corea fueron una virtual pesadilla y se situaron en torno de

Gráfico 5 / El colapso del comercio mundial ¿Una historia repetida?
(En miles de millones de dólares, período: 2006-2008) (continuación)

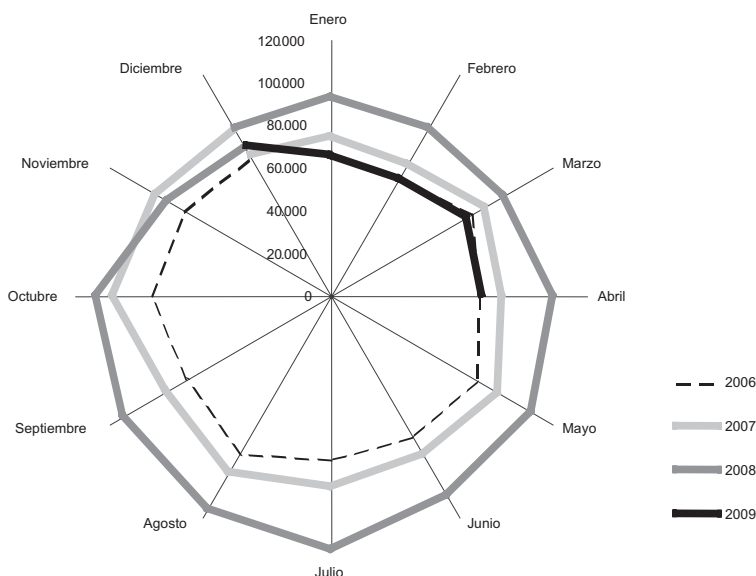


Fuente: elaboración propia en base a datos del FMI y Naciones Unidas.

¹⁰ Véase Eichengreen (2009), donde se comparan los ritmos de caída de algunas variables (industria, comercio internacional, indicadores financieros) con lo ocurrido en los meses de la Gran Depresión. Allí se observa que, al mirar la evolución de las variables con perspectiva global (y no sólo a EE.UU.), las tasas de caída durante la actual crisis son asombrosamente mayores que lo ocurrido en las primeras etapas de aquel episodio.

35% en los momentos de mayor impacto.^{11,12} No muy diferentes, sin embargo, son los datos referidos a nuestra región. Con valores a abril de este año, correspondientes a las economías de AL-4, el ritmo de la declinación del monto del comercio internacional ha sido del orden del 40% en apenas un semestre, como resultado de la reducción conjunta de precios y volúmenes (véase el Gráfico 6).¹³

Gráfico 6 / A tono con el mundo: evolución del comercio en AL-4 (en millones de dólares)



Fuente: elaboración propia en base a datos de las autoridades económicas locales.

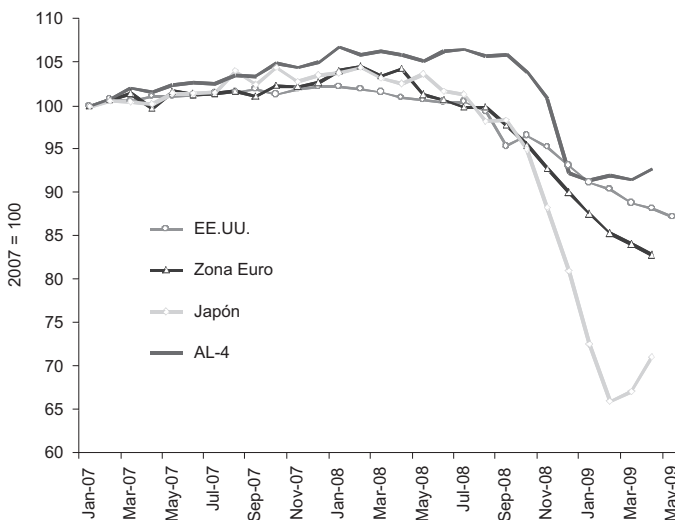
¹¹ En economías especializadas en la reexportación de insumos intermedios hacia otros mercados, como es el caso de varias asiáticas, dichos coeficientes bien pueden superar el 100% del PIB en tanto el valor agregado doméstico es pequeño en relación al valor de los insumos importados.

¹² Resulta interesante mencionar que uno de los argumentos preferidos de los proponentes de la hipótesis del *decoupling* refería que la importancia del comercio intrarreagional en Asia operaba como una suerte de barrera a las eventuales presiones recesivas provenientes del resto del mundo, en tanto podía tender a “aislar” a la dinámica de corto plazo de esas economías, autonomizándolas en cierto grado del comportamiento de la economía internacional. Sin embargo, al estar dicho comercio regional articulado en torno de una cadena de oferta global dispuesta para servir a través de la exportación final desde China al mercado de las economías desarrolladas, las presiones recesivas se transmitieron inmediatamente a través de todos los eslabones de esa cadena.

¹³ Cada vez que, a partir de aquí, se hable AL-4 estaremos denotando el grupo de países conformado por Argentina, Brasil, Chile y México, que en conjunto explican en torno de 75% del PIB regional.

Naturalmente, la caída abrupta de los flujos de comercio afectó con especial virulencia a los niveles de actividad de los sectores transables, en particular a la industria manufacturera. Así, este último sector es el que tendió a experimentar las mayores tasas de caída en el conjunto de las economías, tanto en el mundo avanzado como en aquellos países en desarrollo en los que las exportaciones industriales representan una proporción importante de sus ventas externas. Tal como se observa en el Gráfico 7, la producción industrial sufrió una muy fuerte declinación en EE.UU. y Europa y un virtual colapso en Japón, donde respecto de los niveles de actividad previos a la crisis la industria se contrajo alrededor de un 35% (s.e.)¹⁴ en unos pocos meses. En los últimos dos meses, se verificó una cierta recuperación en el caso del país nipón pero, pese al mayor optimismo predominante en los mercados financieros, la tendencia declinante ha continuado básicamente inalterada tanto en EE.UU. como en Europa. La caída de la actividad industrial también fue muy marcada en los países de EME y, de hecho, resultó difícil distinguir entre uno y otro tipo de economías, en tanto las tasas de caída de los primeros muestran niveles inusuales, característicos de los episodios de

Gráfico 7 / Un sector con potencial...a la baja - Evolución de la producción industrial (índice desestacionalizado - Enero de 2007=100)



Fuente: elaboración propia en base a datos de las autoridades económicas locales.

¹⁴ "s.e." se refiere a serie desestacionalizada.

crisis de estos últimos. Por ejemplo, en Asia emergente la actividad manufacturera llegó a ubicarse en los primeros meses de 2009 más de 30% por debajo de los niveles de doce meses atrás, lo que representó un ritmo de caída aún más intenso que el verificado durante la crisis regional de fines de los noventa. Aunque algo más moderado, un proceso similar se verificó en AL-4, donde el nivel de actividad de la industria (s.e.) llegó a contraerse casi 15% respecto del semestre previo en los primeros meses de este año. Aún así, en el último trimestre se observa una detención del ritmo de caída desestacionalizado y una incipiente recuperación (asociada probablemente al ciclo de recomposición de inventarios una vez revisadas las proyecciones iniciales de demanda).

El desplome de la producción industrial se ha traducido en una tendencia al aumento del desempleo en la mayoría de las economías afectadas. En las economías avanzadas esta destrucción de empleos se ha sumado a la causada por la debacle del sector de la construcción, lo que ha contribuido a colocar las tasas de paro en niveles no vistos desde inicios de la década del ochenta. Ello, sumado a las pérdidas de riqueza causadas por la crisis financiera, la contracción del crédito y el aumento de la incertidumbre, ha promovido una fuerte contracción de las demandas de consumo e inversión, reforzando las intensas presiones receptoras previas. De este modo, las economías avanzadas se encuentran atravesando su peor ciclo recesivo de toda la posguerra. Actualmente el FMI, luego de revisar aceleradamente a la baja sus pronósticos en varias oportunidades en los últimos meses, espera una contracción del PIB en las economías avanzadas de casi 4% para todo 2009 (Gráfico 8).

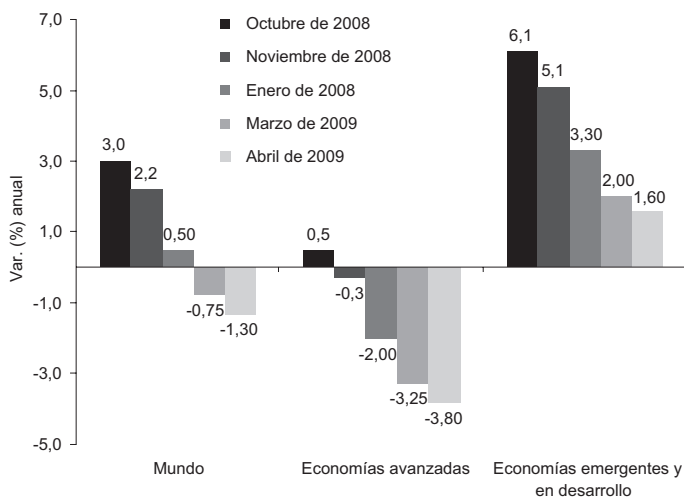
En lo que se refiere a las economías no desarrolladas, el organismo también espera en la actualidad una fuerte declinación de las tasas de crecimiento y proyecta una expansión de sólo 1,5%, claramente por debajo del ritmo de incremento poblacional de estos países y más de seis puntos porcentuales por debajo del crecimiento observado en los años recientes. Tomando todo ello en consideración, y luego de revisar en más de cuatro puntos porcentuales su previsión en sólo un semestre, el FMI pronostica actualmente la primera contracción del PIB mundial en sesenta años (-1,3%). Asumiendo la continuidad de los esfuerzos para sostener la demanda agregada y de los compromisos de políticas para estabilizar al sector financiero y restablecer los flujos de crédito, el organismo multilateral proyecta una moderada recuperación de la actividad económica mundial en 2010 (1,9%), aunque ha comenzado a evaluar la posibilidad de revisar levemente al alza dicho pronóstico. Cabe admitir, sin embargo que lo único firme por ahora

es que entre el tercer trimestre de 2008 y el primero de este año, el PIB mundial estuvo contrayéndose a un ritmo anualizado del orden de casi 5%.

Como se ha mencionado previamente, debido a las crisis financieras y de balanza de pagos, las EME más negativamente afectadas según el FMI y la mayoría de los observadores serán las de Europa del Este (alrededor de -4%), aunque también se esperan fuertes contracciones del producto en algunas de las economías asiáticas más abiertas. Por caso, a fines de 2008, las economías de Singapur, Taiwán y Corea del Sur, se encontraban contrayéndose a tasas anualizadas del orden de entre 15-20%, como consecuencia del colapso del comercio mundial y su impacto en las exportaciones de manufacturas de estos países.

En el caso de nuestra región, aunque algo más moderados, los pronósticos tampoco eran auspiciosos. El FMI espera una desaceleración muy brusca y un escenario recesivo en todas las economías de AL-4, con un impacto especialmente marcado en el caso de México (que, entre estas economías, es la que mayores vínculos comerciales mantiene con EE.UU.).¹⁵ Como se sabe, con la posible excepción de

Gráfico 8 / El difícil trabajo de pronosticar - Revisión de los pronósticos de crecimiento del FMI (variación porcentual anual)



Fuente: elaboración propia en base a datos del FMI.

¹⁵ Las exportaciones a EE.UU. equivalen a casi 23% del PIB en el caso de México, 5,3% en el de Chile, y poco más de 2% en el caso de Brasil y Argentina.

Chile en donde se espera una contracción más moderada, el consenso de pronósticos del sector privado es aún algo más sombrío (véase la Tabla 3).

Lógicamente, los pronósticos anteriores están basados en los promedios anuales y, por tanto, pueden ocultar una disímil dinámica de corto plazo a partir del segundo semestre de este año. En efecto, como se verá, condicionadas a la evolución de numerosos factores de riesgo y en una situación todavía extremadamente frágil, las previsiones de nivel de actividad en el mundo emergente en general (con excepción de Europa del Este) comienzan a incorporar varios incipientes efectos positivos. Entre las causas de estos mejores indicios se cuentan la menor aversión al riesgo en los mercados financieros internacionales, la gradual disipación del temor a una eventual deflación y la estabilización del ritmo de contracción en las

Tabla 3 / Proyecciones macroeconómicas AL-4

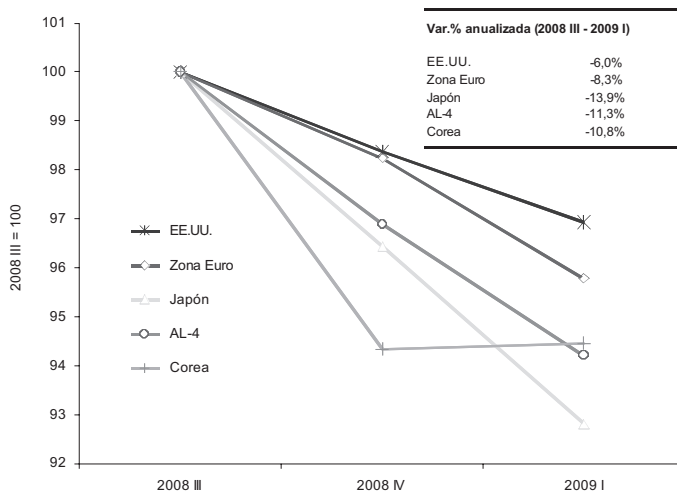
	Países			
	Argentina	Brasil	Chile	México
2007				
Crecimiento (Var.%)	8,7	5,7	5,1	3,3
Cuenta Corriente (% del PIB)	2,7	0,1	4,4	-0,8
Resultado financiero Sector Público (% del PBI)	0,6	-2,0	8,8	0,0
Consensus 2009				
Crecimiento 2009 (Var.%)	-1,3	-0,6	-0,5	-3,7
Cuenta Corriente (% del PIB)	0,7	-1,4	-3,6	-2,6
Resultado financiero Sector Público (% del PBI)	-0,1	-3,5	-3,5	-2,3
Proyección organismos				
Crecimiento 2009 (Var.%)	FMI (Abr. 08)	FMI (Abr. 09)	FMI (Abr. 08)	FMI (Abr. 08)
	-1,5	-1,3	0,11	-3,7
Diferencia Consensus 2009 / 2007				
Crecimiento 2009 (Var.%)	-10,0	-6,3	-5,6	-7,0
Cuenta Corriente (% del PIB)	-2,0	-1,5	-8,0	-1,8
Resultado financiero Sector Público (% del PBI)	-0,7	-1,5	-12,3	-2,3

Fuente: Latin American Consensus Forecasts, FMI.

economías avanzadas y en las economías en desarrollo con mayor capacidad para reorientar parte de su actividad a mercados internos importantes (entre ellos notablemente China, donde la política fiscal ha sido muy expansiva). Otro factor que ha operado en forma positiva ha sido la recuperación verificada en los últimos meses en el precio internacional de las *commodities*. Aún así, lo único cierto hasta el momento es que –con datos al último trimestre para el que se cuenta con información completa, el primero de 2009– el PIB conjunto de los países de AL-4 estaba contrayéndose a un ritmo anualizado del 11% respecto de los niveles de un semestre atrás, una tasa similar a la de Corea¹⁶ y algo menor a la de Japón (véase el Gráfico 9).

La fuerte contracción de la actividad económica en los principales países de la región es un reflejo sintético de la intensa propagación internacional de una crisis que durante casi un año se mantuvo esencialmente circunscripta a las economías avanzadas. Como se mencionó, varios observadores postularon la hipótesis del denominado *decoupling* para registrar el fenómeno. Sin embargo, a partir del evento de Lehman Brothers, la crisis en el centro de un sistema

Gráfico 9 / Evolución del PIB desestacionalizado (2008 III = 100)



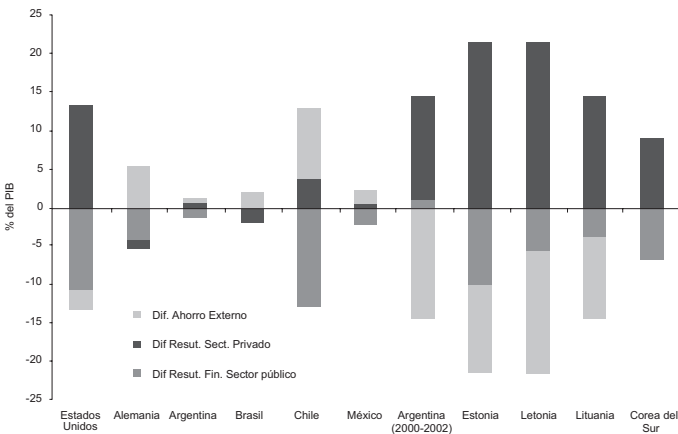
Fuente: elaboración propia en base a datos de las autoridades económicas locales.

¹⁶ Aunque esta economía, como otras de la región asiática, que caían al 20% anualizado tendieron a detener su tasa de caída ya en el primer trimestre del año.

internacional altamente interconectado se difundió con gran velocidad y se tradujo en un cambio abrupto de las condiciones macroeconómicas que habían caracterizado el desempeño de las EME. La Tabla 3 muestra de manera elocuente esa alteración en el caso de nuestra región: en el lapso de sólo dos años, las tasas de crecimiento han experimentado reducciones que oscilan entre los 6 y los 10 puntos porcentuales; como consecuencia del deterioro de los términos de intercambio y la reducción de los volúmenes del comercio las cuentas corrientes proyectadas, por su parte, han experimentado fuertes deterioros que, en el caso de Chile, alcanzan a unos ocho puntos del PIB y, consecuentemente, los balances fiscales han experimentado en general un importante empeoramiento.

A partir de estas variaciones en el resultado fiscal y los balances de cuenta corriente puede avanzarse un paso más para caracterizar el cambio en la configuración macroeconómica, destacando la variación en el resultado financiero del sector privado de las economías que suponen estas modificaciones en los balances sectoriales. Eso es lo que se hace en el Gráfico 10 a continuación que muestra el cambio en los superávits y déficits de los principales agentes agregados en economías seleccionadas causados por la eclosión de la crisis financiera global. Allí se nota que en varias economías el sector privado estará obligado a recomponer en forma dramática en el corto lapso de un bienio su tasa de ahorro (neta de inversión). Los fundamentos de este cambio abrupto en el balance sectorial

Gráfico 10 / Cambios en déficits / superávits sectoriales (% del PIB)



Fuente: WEO, Latin American Consensus Forecasts y MECON (Argentina).

son, sin embargo, diferentes. En el caso de EE.UU. —para tomar el ejemplo de una economía desarrollada que ha estado en el origen de las dificultades— el sector privado deberá recomponer su resultado financiero en no menos de doce puntos del producto, reflejando la necesidad de financiar el gran aumento previsto del déficit fiscal y una menor disponibilidad de ahorro externo para solventar un desequilibrio de cuenta corriente que deberá reducirse en unos 2,5 puntos porcentuales del PIB.

La situación presenta alguna similitud con el caso de los países bálticos —elegidos aquí como un caso extremo de los ajustes a realizar por la mayoría de las economías emergentes del este de Europa. En los tres casos el sector privado de dichas economías deberá recomponer su resultado financiero en la friolera de entre unos quince y veinte puntos porcentuales del producto, algo que lógicamente sólo puede causar un fuerte ajuste recesivo de la actividad. Las razones principales de la necesaria contracción del gasto privado son aquí diferentes, dado que la desaparición del financiamiento externo implicará un obligado ajuste de las cuentas corrientes por guarismos que se sitúan entre 10% y 15% del producto interno bruto.¹⁷ Los ajustes de la conducta de gasto del sector privado también serán importantes (alrededor de siete puntos del PIB) en las economías asiáticas, aunque las razones están menos asociadas aquí a una menor disponibilidad de ahorro externo y mucho más a la consecuencias negativas que la recesión tendrá sobre las finanzas públicas.

Resulta interesante, por último, concentrarse en el caso de las economías de nuestra región. Un aspecto llamativo a considerar es que, en general, el tamaño de la modificación prevista en los balances sectoriales es, en esta instancia, mucho menor que el proyectado en otras regiones del mundo emergente, revelando en general el menor tamaño del *shock* relativo que ha experimentado la región latinoamericana. Esto se traduce en que los ajustes previstos en el resultado flujo del balance del sector privado son, con la posible excepción de Chile, relativamente poco significativos. En efecto, la región arriba al episodio en condiciones superavitarias en su cuenta corriente y el deterioro de los términos de intercambio se ha traducido, en el marco de un impacto contractivo sobre la actividad interna y las importaciones, en un cierto deterioro menor de este resultado (salvo en el

¹⁷ Nótese en el gráfico, de paso, que ajustes de esta magnitud son similares al que tuvo que experimentar la economía argentina como consecuencia del agotamiento y posterior colapso del régimen de Convertibilidad a fines de la década pasada.

caso de Chile, en donde la caída de los precios del cobre han provocado un cambio de signo significativo del saldo corriente de la balanza de pagos de casi 10 puntos porcentuales del producto).

No obstante, el hecho de que la cuenta corriente se deteriore significa “contablemente” que el resto del mundo proveerá mayor financiamiento. Esto es algo muy diferente de lo que tendió a ocurrir en episodios críticos previos en países de la región cuando la desaparición súbita del ahorro externo disponible provocaba consecuencias muy marcadas en las decisiones consumo/ahorro del sector privado. Aunque en parte la mayor “disposición” de ahorro externo podría ser el reflejo de una caída de las reservas internacionales,¹⁸ en varios casos significará la disponibilidad explícita de financiamiento voluntario en los mercados de crédito internacionales. Un caso prominente es, por ejemplo, el de Chile, en donde el deterioro de los términos de intercambio del país tuvo un correlato directo en la situación de las finanzas públicas (que experimentarán un deterioro de no menos de 12% del PIB en el bienio). Aún así, la conjunción de una elevada credibilidad de las políticas públicas y el cumplimiento previo de una estricta regla fiscal contracíclica permitirán hacer frente a un *shock* de gran magnitud apelando a recursos ahorrados previamente y a la disponibilidad de crédito internacional para financiar las políticas expansivas. Sobre estos puntos se reflexiona en la próxima sección.

III. Las respuestas de política frente a la crisis: márgenes de maniobra y *shock* sistémico

La contracción del volumen del comercio mundial junto con las restricciones al financiamiento han sido, entonces, los mecanismos principales a través de los que las presiones recesivas se están transmitiendo con gran intensidad y rapidez desde el centro a la periferia del sistema económico mundial. Estos desarrollos tienen, sin embargo, consecuencias negativas diferenciales para las economías menos avanzadas, respecto de lo que es típico en las economías más maduras ya que, a diferencia de estas últimas, se traducen en un inequívoco empeoramiento de su posición externa. Por un lado, si bien la abrupta contracción de los volúmenes del comercio internacional afecta negativamente a la mayoría de las economías,

¹⁸ Aún en esta situación, la disponibilidad de un stock de reservas internacionales acumuladas preventivamente en el período previo se traducirá necesariamente en una suavización de las decisiones de gasto del sector privado.

en el caso de las economías menos desarrolladas la reducción de estos flujos viene en general acompañada, dado el tipo de bienes exportados, de la caída de sus precios internacionales. Así, mientras la contracción del comercio entre las economías avanzadas puede llegar a implicar una reducción más o menos equivalente de exportaciones e importaciones (por la similitud de los bienes y servicios intercambiados entre ellas), en el caso de las economías menos avanzadas el hecho estilizado es que, en lo inmediato, la caída de los intercambios se traduce, en general, en una desmejora del balance del comercio por el impacto negativo adicional causado por el “efecto precio”. A ello debe sumarse, en el caso de las economías más pobres, la contracción prevista en los flujos de remesas internacionales como consecuencia del alza del desempleo en las economías avanzadas y el endurecimiento de sus políticas migratorias. Por otra parte, ya se mencionó que la aversión al riesgo de los inversores internacionales y su masiva preferencia por liquidez dieron lugar a una fuerte salida de capitales desde las economías en desarrollo, lo que incluye una previsible contracción de los flujos de inversión extranjera directa.

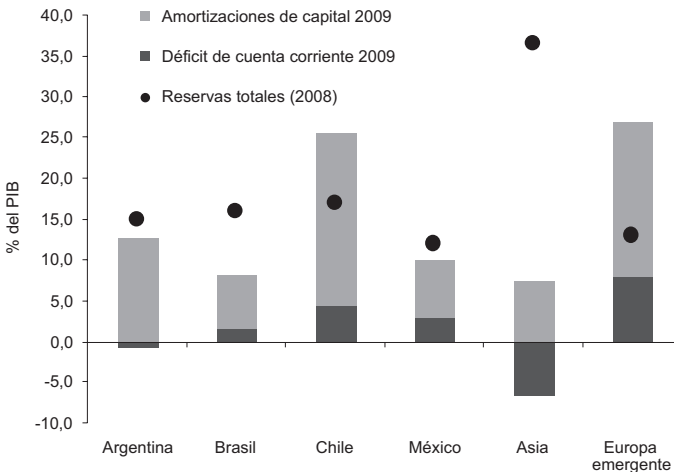
La combinación de ambos factores explica el fuerte deterioro proyectado de las balanzas de pagos en muchas de las economías en desarrollo, lo que tiende a reforzar la inquietud de los inversores internacionales respecto de la capacidad de pago en divisas de dichas economías. Esto puede dar lugar a la generación de mecanismos de retroalimentación negativa, induciendo endógenamente nuevos episodios de salida de capitales. Sin duda, algo de esta dinámica perversa estuvo presente en los desarrollos observados en los últimos meses de 2008 en los mercados de cambios de varias de las EME. Ciertamente, los mayores riesgos percibidos por los inversores parecen haberse focalizado en las economías que arribaron al episodio en una situación de mayor fragilidad externa relativa (vgr. déficits elevados de la cuenta corriente, acumulación de vencimientos de deuda externa de corto plazo y reducidos niveles de reservas internacionales). Por ejemplo, tal como se observa en el Gráfico 11, las economías de Europa del Este exhiben niveles de cobertura de sus requisitos de financiamiento externo claramente insuficientes (frente a vencimientos de deuda externa de corto plazo equivalentes a 20% del PIB y déficits proyectados de cuenta corriente de alrededor de 8% del producto, las tenencias de reservas equivalían a apenas poco más del 10% del PIB).

En el caso de nuestra región, si bien esta métrica es menos favorable que en Asia emergente donde las tenencias de reservas superan a las necesidades de

financiamiento externas inmediatas en más de 30 puntos porcentuales del PIB, los requisitos de divisas parecen bastante manejables. Aún así, el relativo confort que surge de la observación de la actual posición de liquidez de las principales economías de la región es contingente a proyecciones de los resultados de cuenta corriente que, en las actuales circunstancias, están naturalmente sujetos a una elevada incertidumbre.

Si bien las principales economías del área latinoamericana parecen exhibir en general una baja vulnerabilidad externa, hay otros riesgos que deben ser monitoreados con cuidado. En particular, aunque los requisitos de financiamiento externo se han reducido fuertemente en los últimos años, varios países de la región enfrentan todavía elevadas necesidades de refinanciamiento (*roll over*) sobre la deuda pública en los mercados domésticos. Comparados con otras regiones del mundo emergente, las necesidades de financiamiento gubernamental (vencimientos de capital e intereses de la deuda pública respecto del resultado primario de las cuentas públicas) se ubican en niveles bastante elevados en el caso de algunas de las economías de AL-4. Aunque se han verificado importantes progresos en las estrategias de manejo de la deuda y se ha observado una significativa diversificación de las fuentes de fondeo doméstico, en algunos casos la acumulación de vencimientos es todavía elevada y, en un contexto de aversión al riesgo, podrían presentarse presiones sobre el costo del financiamiento, o

Gráfico 11 / ¿Un seguro anticrisis?

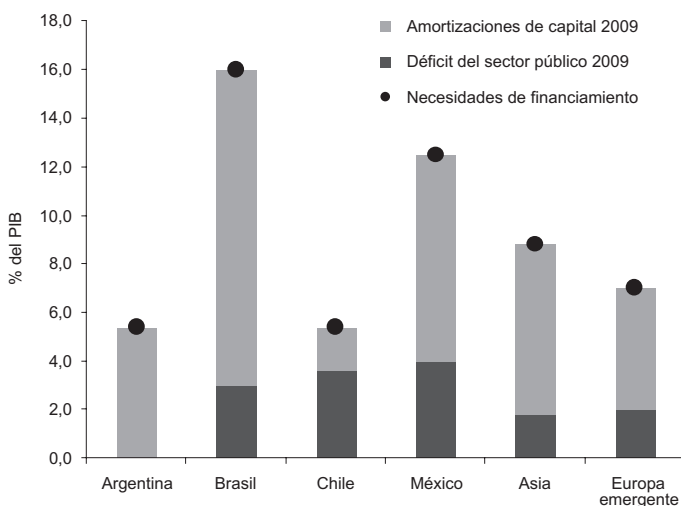


Fuente: elaboración propia en base a datos del Latin American Consensus Forecasts y del FMI.

incluso dificultades importantes de refinanciamiento en caso de que la contracción crediticia global se acentuase. Chile muestra necesidades de financiamiento relativamente bajas (y tiene además importantes activos acumulados en su fondo de estabilización). Por diferentes razones, en el resto de los países de AL-4 podrían plantearse algunos interrogantes respecto del financiamiento. México y Brasil enfrentan elevadas necesidades de refinanciamiento en los mercados domésticos en un contexto de déficit fiscal, aunque en los últimos meses el retorno de un mayor apetito por riesgo de parte de los inversores ha alejado los temores respecto de eventuales dificultades; en Argentina, entretanto, aunque se proyecta todavía una posición primaria superavitaria y las necesidades de financiamiento no son elevadas, el acceso a los mercados voluntarios del exterior parece vedado por el momento y, puede conjeturarse, que el gobierno tendrá que recurrir mayormente a fuentes propias para financiarse.

Ya se sugirió que el modo diferencial en que se manifiesta la crisis global en el caso de las economías no desarrolladas complica notablemente las respuestas de política de las autoridades. En las economías desarrolladas la crisis financiera global se ha traducido en una mayor oferta (y un menor costo) de financiamiento en moneda doméstica a los gobiernos. Vale decir, una mayor demanda de dinero

Gráfico 12 / Resultado financiero y vencimientos de deuda pública (% del PIB)



Fuente: elaboración propia en base a datos del Latin American Consensus Forecasts y del FMI.

y títulos públicos en el preciso momento en que los gobiernos necesitan emitir pasivos para financiar sus políticas expansivas. Todo lo contrario tiende en general a ocurrir en el caso de las economías menos desarrolladas: en el episodio de *stress* la demanda por moneda doméstica y otros pasivos gubernamentales se reduce, complicando el financiamiento de las cuentas del sector público y de la balanza de pagos. La política fiscal de los gobiernos enfrenta así un dilema entre la necesidad de encarar acciones contracíclicas para compensar la caída del gasto privado y el requisito de asegurar su financiamiento. En determinadas instancias, esto puede forzar a los gobiernos a reducir procíclicamente el gasto público y elevar las tasas de interés, reforzando las tendencias recesivas. Por otra parte, la depreciación de la moneda doméstica, si bien puede inducir eventuales efectos expansivos sobre la actividad del sector transable, puede comprometer la estabilidad del sistema financiero. Especialmente, si las expectativas de depreciación inducen salidas de depósitos y/o los agentes internos exhiben una exposición financiera neta negativa en moneda extranjera.

Como se dijo más arriba, las economías de la región arribaron al episodio en condiciones relativamente favorables y exhiben en general un bajo grado de fragilidad financiera y externa, tanto en términos relativos como respecto de lo que fue característico en la región en instancias previas. De hecho, entre los principales EME, las economías de AL-4 se ubican en posiciones intermedias en relación con la mayoría de los indicadores típicos de vulnerabilidad a riesgos de iliquidez.¹⁹ Por otra parte, las ganancias de credibilidad de las políticas han otorgado a los gobiernos de la región un espacio de maniobra inédito para encarar acciones expansivas respecto de lo que era típico en el pasado. Ya se mencionó, por ejemplo, que la reducción de las vulnerabilidades (vgr. mejoras en el perfil del endeudamiento y reducción de los descalses de monedas) ha permitido recuperar (al menos en cierto grado) la flexibilidad cambiaria en varias de las economías de la región como mecanismo potencial de amortiguación del *shock* exógeno. Por otra parte, pese al deterioro proyectado, varias de las economías exhiben

¹⁹ Véase HSBC (2008) en donde se elabora un *ranking* de vulnerabilidad relativa de las principales economías de mercado emergente. Sobre 26 economías examinadas, Argentina y México se ubican entre las menos vulnerables a riesgos de refinanciamiento inmediatos, luego de la mayoría de las economías asiáticas. Si bien Chile y Brasil presentan algunos indicadores de vulnerabilidad más elevados (debidos en general a una exposición elevada de sus sistemas bancarios a deuda de corto plazo en moneda extranjera), estas dos economías califican en términos relativos por encima de las del Este europeo, Corea y Sudáfrica. Al mismo tiempo, exhiben un importante grado de flexibilidad y de margen de maniobra de sus políticas. Véase enseguida el texto.

todavía situaciones superavitarias en sus cuentas fiscales y externas –o desequilibrios flujo relativamente menores– y cuentan con *stocks* importantes de activos de reserva internacional para hacer frente a la contingencia.

Estos mayores grados de libertad respecto de lo que ha sido típico en la región han permitido a los gobiernos de varios países latinoamericanos reaccionar con el anuncio y la implementación de un conjunto de medidas contracíclicas de diversa índole frente al agravamiento de la crisis global, en el intento de contrarrestar, al menos parcialmente, algunos de los impulsos recesivos provenientes de los mercados internacionales. En la Tabla 4, extraída de Cepal (2009),

Tabla 4 / Resumen de las medidas en respuesta a la crisis. AL-4

	Argentina	Brasil	Chile	México
Política monetaria y financiera				
Disminución y/o flexibilización del encaje bancario	X	X	X	
Provisión de liquidez en moneda nacional	X	X	X	X
Política fiscal				
Disminución de impuestos/Aumento de subsidios	X	X	X	X
Aumento y/o anticipación del gasto (infraestructura)	X	X	X	X
Política cambiaria y de comercio exterior				
Provisión de liquidez en moneda extranjera (*)	X	X	X	
Aumento de aranceles o restricciones a las importaciones	X	X		
Disminución de aranceles	X	X		X
Financiamiento de exportadores	X	X	X	
Gestión de créditos con las instituciones financieras internacionales				
Políticas sectoriales				
Vivienda	X	X	X	X
Pymes	X		X	X
Agropecuaria		X	X	
Turismo				
Industria	X	X	X	X
Políticas laborales y sociales				
Estímulo al empleo	X		X	X
Programas sociales		X	X	X

(*) No incluye a los bancos centrales que intervinieron vendiendo divisas en los mercados de cambio.

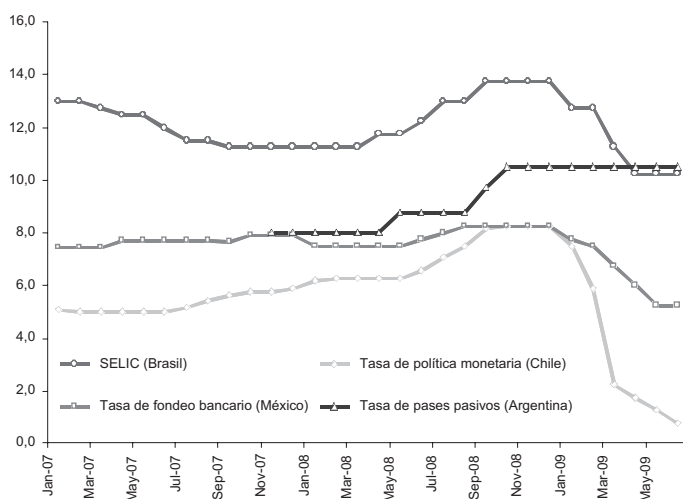
Fuente: CEPAL.

se presenta un listado sintético de las principales medidas adoptadas por los países de AL-4 en los últimos meses.

Como puede apreciarse, las medidas abarcan distintos frentes y parecen poner de manifiesto la existencia de mayores márgenes de maniobra relativos por parte de los gobiernos de las principales economías de la región (véase la Tabla 4). En el plano monetario, casi todos estos países, especialmente Chile, han contado con un espacio bastante importante para modificar drásticamente la instancia de política, hasta poco tiempo atrás concentrada en combatir las presiones inflacionarias provenientes del alza de los precios de las *commodities* en los mercados internacionales (véase el Gráfico 13). En el plano fiscal, la mayoría de los gobiernos también han anunciado iniciativas de gasto y/o rebajas impositivas, aunque es una vez más Chile –debido a una política fiscal previa de gran austeridad, instrumentada a través de su conocida regla de superávit estructural– el país que cuenta con mayores márgenes de maniobra en este ámbito.

En un contexto internacional todavía muy incierto, cabe destacar que, aunque no en todos los casos, la reacción de los mercados financieros y de los tenedores de papeles frente a los anuncios efectuados por los gobiernos ha sido relativamente favorable, si se toman en cuenta la evolución ulterior de los precios de los papeles

Gráfico 13 / Evolución de las tasas de interés de referencia (tasa nominal anual)



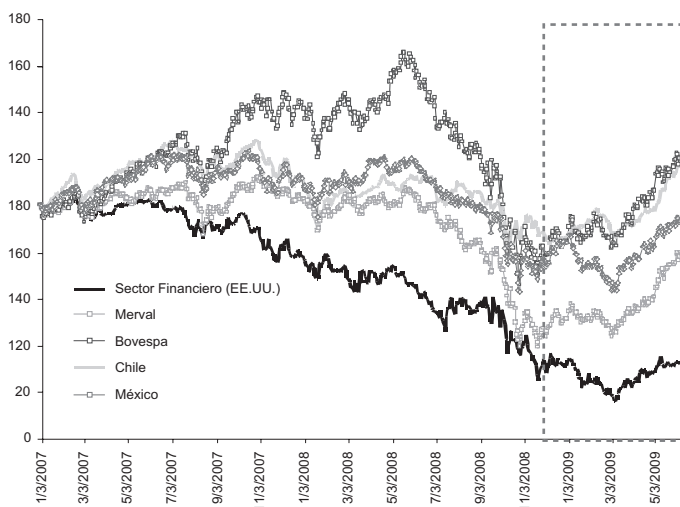
Fuente: Bancos centrales respectivos.

de la deuda pública y la cotización de las monedas en los mercados de cambios (véanse los gráficos 2 y 4). Desde marzo de este año, este movimiento fue reforzado por el comportamiento de los mercados de capitales de la región, que tendieron a recuperarse de la mano del mayor optimismo prevaleciente en las plazas financieras internacionales, una vez que algunos interrogantes sobre la salud de la hoja de balance de las entidades bancarias tendían a disiparse al conocerse el resultado de los ejercicios de *stress* practicados por las autoridades norteamericanas (Gráfico 14).

Dados los habituales rezagos con los que operan las políticas macroeconómicas, es todavía demasiado pronto para verificar el impacto de las decisiones adoptadas sobre la actividad real y el empleo en las economías de la región. Aún así, las cifras relativas a la actividad agregada del primer trimestre tendían a mostrar una suavización de las tasas de caída y se anticipaba cierta recuperación en el segundo semestre de este año (véase el Gráfico 15).

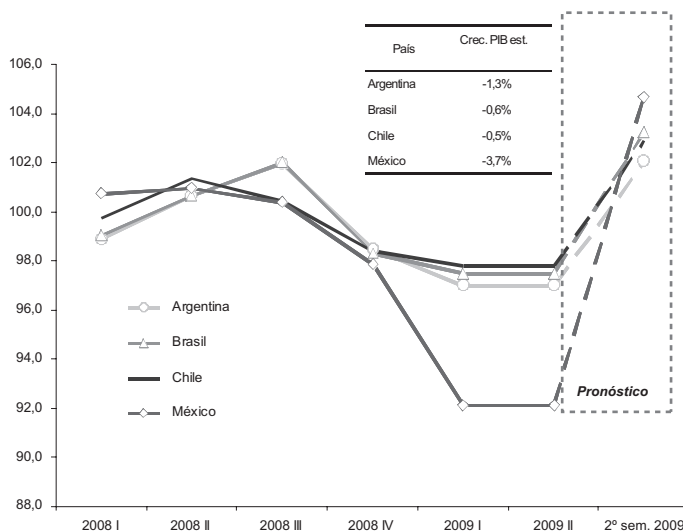
Por cierto, está claro que no todas las economías de la región llegaron al episodio con iguales márgenes de maniobra para encarar acciones contracíclicas y man-

Gráfico 14 / Evolución de los índices bursátiles (Enero de 2007 = 100)



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 15 / Evolución del PIB desestacionalizado (2008 = 100)



Fuente: elaboración propia en base a datos de las autoridades económicas locales.

tener, al mismo tiempo, la confianza de los agentes. Hay países en los que este doble desafío se plantea bajo la forma de agudos (y conocidos) dilemas de política: las autoridades fiscales deben así optar entre los requisitos de austeridad impuestos por la ausencia de fuentes de financiamiento y la necesidad de impulsar acciones expansivas para amortiguar la caída de la actividad; entretanto, las autoridades monetarias deben efectuar un adecuado balance de riesgos entre la necesidad de facilitar el ajuste de las paridades a una situación externa de menor holgura de divisas y el requisito de preservar la estabilidad financiera interna.

Por otra parte, en general, tanto el tamaño como la duración del *shock* a enfrentar son cruciales. Por eso, en el momento más álgido de las dificultades durante el primer trimestre de este año, se temió –aún en las economías en que se cuenta con mayores espacios de maniobra y se exhiben menores vulnerabilidades– que fuesen a generarse dinámicas inestables si el *shock* tendía a prolongarse y ello conducía a la amplificación de los desequilibrios. En este sentido, aunque parecían existir ciertos mecanismos de amortiguación de las perturbaciones de los que anteriormente no se disponía (por ejemplo, bajo la forma de reservas internacionales, la posibilidad de efectuar ajustes de las paridades cambiarias y de llevar adelante acciones de política expansivas), la preocupación se centraba

en la eventual ocurrencia de efectos de “umbral”. Vale decir, los generados por el hecho de que los *stocks* son, por definición, limitados y que los pasivos que emiten los gobiernos de la región gozan de una demanda restringida, en el mejor de los casos. Por otra parte, el tamaño de las modificaciones en los tipos de cambio que las economías de la región pueden procesar sin mayores sobresaltos está eventualmente acotado pese a que la reducción de las vulnerabilidades de hoja balance han posibilitado espacios de maniobra impensados tiempo atrás en varios de los países de la región. Es verdad que entre fines de 2008 y principios de 2009 varias de las economías pudieron procesar alteraciones cambiarias de una magnitud capaz, en el pasado, de generar fuertes tensiones en el plano financiero y efectos redistributivos de impacto recesivo. Pero aún así las tendencias observadas en los mercados de cambio en el momento de mayor impacto de las dificultades dieron lugar a una fuerte incertidumbre y se temió que ello pudiese generar efectos disruptivos, tanto en el plano de la actividad como del financiamiento.

Afortunadamente, merced a la mejoría verificada en las expectativas y en los indicadores de confianza como consecuencia de las acciones de estímulo macroeconómico y los programas de ayuda al sector financiero encarados en las principales economías, la situación económica y financiera internacional ha tendido a mostrar síntomas de relativa estabilización durante el segundo trimestre de este año. Es cierto que la situación internacional presenta todavía importantes fragilidades y que una eventual recuperación estará seguramente caracterizada por una notoria debilidad. Pero puede afirmarse que esos desarrollos, aunados a los factores internos antes mencionados, alejaron por el momento la posibilidad de que se verifique una dinámica aún más disruptiva y la ocurrencia de escenarios de mayor inestabilidad en las economías de la región.

Junto a la mejoría del entorno externo, un elemento clave en tal sentido fue la disposición, en el momento de mayores dificultades, de la comunidad oficial internacional a considerar la necesidad de respuestas de carácter más general a la perturbación. La existencia de una voluntad activa de cooperación por parte de los líderes internacionales fue clave y se manifestó en diversos foros que reunieron a jefes de gobierno y autoridades de los organismos multilaterales de crédito y otras agencias. Especialmente porque resultaba evidente que, pese a los importantes progresos observados en los marcos de política económica de varios de los países latinoamericanos, ello posibilitaba a lo sumo el manejo de eventos idiosincrásicos pero nunca podrían inmunizar a estas economías contra la ocurrencia

de un *shock* sistémico de la naturaleza y profundidad del que se había verificado en la economía mundial. Los recursos disponibles en los países de la región son “finitos” y es evidente que la capacidad de los países para lidiar con la crisis en forma individual estaba lejos de ser ilimitada. Todo lo cual exigía inevitablemente respuestas en el plano global. Contradiciendo experiencias del pasado, muchos de los desafíos planteados comenzaron a encontrar ciertas respuestas de política en el plano internacional; otros, entretanto, continúan pendientes de resolución, condicionando el desempeño futuro de nuestras economías. Algunos de estos temas conforman el material con el que se especula brevemente en la próxima sección.

IV. Reflexiones finales: algunos cursos de acción deseables y necesarios

Recién se mencionó que en las últimas semanas la situación económica y financiera internacional tendió a evidenciar algunos síntomas de relativa estabilización. Y se sugirió que, en buena medida, la detención del virtual colapso que experimentó la economía mundial durante el semestre que siguió a la debacle de Lehman Brothers debe atribuirse a la determinación exhibida por las autoridades de política de las economías avanzadas (aunque no exclusivamente) en la rápida implementación de un agresivo conjunto de iniciativas en los planos monetario, fiscal y financiero.²⁰

Es verdad que no se arribó a esa instancia de manera instantánea y que el tipo y el alcance de las respuestas de política en consideración se fue modificando en forma congruente con la evolución y la profundización de la crisis internacional. En efecto, dado lo fluido de la situación, los diagnósticos acerca de la naturaleza de la crisis han ido cambiando en forma marcada. Del mismo modo, la mutación se verificó en las recomendaciones efectuadas por los observadores y en la disposición manifestada por las autoridades respecto de las acciones de política a encarar, aún en las propias economías avanzadas. Así, si inicialmente se consideró que la perturbación estaba esencialmente circunscripta a un sector particular del mercado de crédito (el segmento *subprime* del mercado inmobiliario norteamericano) y que los problemas que exhibían los operadores financieros eran

²⁰ La velocidad y magnitud de las respuestas contrastan, de manera importante, con lo ocurrido durante la Gran Depresión: desde el *crack* bursátil de 1929 transcurrieron más de tres años hasta que las autoridades norteamericanas se decidieron a encarar acciones monetarias y fiscales expansivas sustantivas.

mayormente de liquidez, las acciones que se propiciaron fueron básicamente de naturaleza monetaria.²¹ A poco de andar, y pese a la contundencia de las respuestas encaradas por los bancos centrales en su función de prestamistas de última instancia, quedó relativamente claro que los interrogantes sobre el “verdadero” valor de activos financieros muy complejos y poco transparentes obligó a varios agentes relevantes con elevados niveles de apalancamiento a intentar liquidar en forma acelerada sus posiciones. El proceso de desapalancamiento y de desintermediación crediticia consecuente provocó el derrame del *shock* financiero sobre la actividad real, implicando la necesidad de acciones gubernamentales de mayor alcance a fin de contrarrestar tendencias recesivas de gran intensidad y una creciente percepción de insolvencia.

Además de la predisposición a encarar acciones fiscales expansivas de gran envergadura, las iniciativas de política monetaria debieron apartarse de sus procedimientos de rutina, volviéndose en muchos casos indistinguibles de las de naturaleza propiamente fiscal. De este modo, los bancos centrales (particularmente la FED) comenzaron a desplegar un arsenal de medidas no tradicionales orientadas a “desbloquear” los mercados de crédito una vez que las tasas de interés de corto plazo tocaron su límite inferior.²² También las autoridades fiscales, no sólo en EE.UU. sino en varias economías desarrolladas, anunciaron medidas de estímulo de gran cuantía.²³

Aún así, la continuidad del proceso de desapalancamiento y las pérdidas de riqueza condujeron a una percepción generalizada de insolvencia de numerosos

²¹ Para una evaluación crítica de este diagnóstico inicial de parte de las autoridades monetarias véase Taylor (2009).

²² Luego de llevar adelante una política consistente en inducir un cambio en la composición de sus activos, el tamaño de las operaciones de intervención obligó a la Reserva Federal de EE.UU. a abandonar ese enfoque inicial. Así, en el lapso de unos pocos meses, la FED más que duplicó el tamaño de su hoja de balance, llevando la base monetaria desde unos US\$ 800.000 millones a alrededor de US\$ 2 billones. Luego de un reducción acelerada de su tasas de referencia, en diciembre de 2008 fijó la tasa objetivo de los fondos federales en un rango de entre 0 y 0,25%. A mediados de marzo de 2009 avanzó en forma decidida en la política denominada de *credit easing*, anunciando su decisión de incrementar adicionalmente en alrededor de 60% (US\$ 1,15 billones o aproximadamente 8% del PIB) la emisión de dinero primario mediante la compra en gran escala de títulos “largos” del Tesoro y de papeles emitidos por las agencias hipotecarias esponsoradas por el gobierno con el objetivo de influir en forma directa en las tasas de interés de largo plazo y afectar el precio relativo de diferentes activos financieros para contrarrestar la contracción del crédito.

²³ Hasta el momento, según cálculos del FMI (2009,b), las acciones fiscales discretionales de estímulo anunciadas para el período 2008-2010 totalizan alrededor de 4,8% del PIB en EE.UU., 3,4% en Alemania, 2,7% en Canadá, 2,2% en Japón, 1,5% en el Reino Unido y 1,3% en Francia.

agentes y a la completa detención del crédito (*credit crunch*), condicionando las posibilidades de una recuperación inmediata de las decisiones de gasto y endeudamiento del sector privado. De allí la inusual magnitud de las tendencias recesivas que estuvieron en operación y que, al afectar la cobrabilidad de los créditos, revirtieron a su turno en una suerte de mecanismo de retroalimentación negativo para empeorar adicionalmente la hoja de balance de los bancos. Esto pareció terminar de convencer a las autoridades (especialmente las de EE.UU.) de que la naturaleza de la crisis había mutado y que su profundidad exigía difíciles medidas no tradicionales sobre las posiciones patrimoniales del sistema financiero.²⁴

Pese a que la situación continúa siendo altamente preocupante, la determinación de la autoridades de política permitió poner un piso a la espiral descendente en que se encontraba inmersa la economía mundial en los primeros meses de este año. Tal vez la manifestación principal del éxito relativo de estas intervenciones es que, gradualmente, pudo disiparse el temor a un episodio depresivo *alla Fisher*, evitándose que se instalaran expectativas firmes de deflación.²⁵

A medida que la crisis se extendió globalmente, un similar cambio de diagnóstico pareció operar en los análisis y recomendaciones de varios observadores, incluidos los formulados por los organismos multilaterales de crédito. De este modo, de recomendaciones basadas en la situación individual de las diferentes economías

²⁴ Ese proceso fue ciertamente trabajoso e incluyó numerosas contramarchas. Inicialmente, se demandaron del Congreso recursos por US\$ 700.000 millones (alrededor de 5% del PIB) para dedicarlos a la compra de activos problemáticos (“tóxicos”) en poder de los bancos. Ese programa fue posteriormente reformulado para promover la capitalización directa de las entidades financieras. Cuando la virtual nacionalización de parte importante del sistema financiero parecía el camino inevitable, la nueva administración norteamericana anunció el 10 de febrero de 2009 una nueva reformulación del programa, que buscaba involucrar nuevamente al sector privado en la compra de activos problemáticos. Los detalles recién comenzaron a conocerse el 23 de marzo y buscaban balancear la necesidad de restablecer el flujo de crédito, limpiando la hoja de balance de los bancos, y proteger a los contribuyentes, induciendo a que el sector privado ayudase a poner un valor “adecuado” a los activos problemáticos. El plan se complementaba con ejercicios de *stress* a la solvencia de los bancos, lo que podría demandar eventualmente nuevos pedidos de recursos al Congreso para recomponer el capital de las entidades. Dichos ejercicios fueron concluidos favorablemente a inicios de mayo de este año, lo que reforzó la confianza de los inversores privados de que el “fantasma” de la nacionalización del sistema se había disipado y facilitó el acceso de las entidades al financiamiento en los mercados de capitales. Aún así, pese a la mejoría, diversos observadores (vgr. FMI, 2009) estimaban que, dada la magnitud de las pérdidas, los niveles de capitalización distaban de ser óptimos.

²⁵ A juzgar por sus propias declaraciones, éste fue el objetivo deliberado de la política encarada por Bernanke al frente de la FED (véase Bernanke, 2002, 2008). Salvo durante un corto período a inicios de año, la expectativa de inflación implícita en el diferencial de rendimiento de los *treasury* de 10 años y los TIPS del mismo plazo se situó por encima de cero.

nacionales fue pasándose a la convicción de que, al tratarse de un evento global, la respuesta apropiada al mismo involucraba necesariamente la coordinación internacional de las políticas de gobiernos y bancos centrales. Dada la gravedad y profundidad de la crisis, en el momento de mayores dificultades varios observadores reclamaron la necesidad de acciones de estímulo de naturaleza verdaderamente global. El propio FMI reclamó a inicios de este año de los gobiernos una acción fiscal expansiva a escala global equivalente a 2% del PIB durante el próximo bienio (FMI, 2009).

El problema es que existe un contraste evidente entre la creciente integración internacional de los diferentes mercados y espacios económicos nacionales (y el consecuente potencial de contagio) y la ausencia de instituciones fiscales, monetarias, regulatorias y de supervisión con similar alcance en el ámbito multilateral. Estos condicionamientos son una muestra clara de las dificultades que se enfrentan en el plano de la acción y la coordinación internacional. Como se sugirió, la falta de coordinación internacional podía tornarse especialmente gravosa en el caso de las economías menos desarrolladas, dado que estas economías cuentan con recursos limitados para hacer frente a la perturbación y, a medida que se profundizaban las dificultades, enfrentaban un escenario crecientemente adverso para utilizar los escasos márgenes de maniobra disponibles.

Así, más allá de algunas iniciativas coordinadas²⁶, la mayoría de las rápidas e importantes respuestas de política adoptadas por los diferentes gobiernos (en los planos monetario y fiscal y los paquetes dirigidos a la estabilización del sector financiero) tuvieron inevitablemente un sello distintivamente idiosincrásico y nacional. En algunos casos, incluso, esto complicó la dinámica de corto plazo en varias EMEs. De hecho, podría postularse que la decisiva intervención y los recursos desplegados por las autoridades de los países centrales para emitir la señal contundente de que no habría una nueva quiebra de una institución financiera sistémicamente importante en sus mercados agravó el contraste con las escasas garantías que, al respecto, podían ofrecer los gobiernos de las naciones menos desarrolladas. Esta percepción habría tendido a agravar las tendencias a las salidas de capitales de estas últimas economías. Por otra parte, algunas cláusulas

²⁶ Que incluyeron la reducción coordinada en medio punto porcentual de las tasas de interés por parte de varios bancos centrales a inicios de octubre de 2008 y la mencionada instrumentación de acuerdos de *swap* para proveer liquidez en dólares entre la FED y las autoridades monetarias de ciertas economías (lo que incluyó, positivamente, a algunas EME).

incorporadas en los programas de ayuda al sector financiero (vgr. la creación de crédito en los mercados domésticos) tuvieron la consecuencia negativa de inducir reducciones del crédito otorgado por las filiales de entidades bancarias con casas matrices en los países avanzados. Por último, las estipulaciones referidas al “compre nacional” de insumos y la creación de empleo interno en los paquetes de estímulo fiscal también tendieron a “exportar” impulsos recesivos hacia la periferia del sistema.

Aún así, en términos generales la mayoría de aquellas intervenciones cumplieron un papel positivo y tuvieron un rol esencialmente estabilizador en el plano global. Por otro lado, se han verificado ciertos avances importantes en lo relativo a las acciones de cooperación internacional. Primero, desde la irrupción de la fase más dramática de la crisis en el último trimestre de 2008 se han sucedido algunas iniciativas dirigidas a promover la cooperación monetaria, como es el caso de la red de *swaps* bilaterales entre varios bancos centrales (incluyendo a algunos pertenecientes a las EME). En segundo término, como resultado de las deliberaciones mantenidas en diferentes cumbres internacionales (especialmente las del Grupo de los Veinte²⁷), se ha verificado un notorio cambio de prédica de parte de los organismos multilaterales de crédito, particularmente el FMI. De manera decidida, y a través de numerosos canales,²⁸ este último organismo ha reclamado públicamente un compromiso coordinado de parte de los gobiernos con acciones fiscales expansivas y la necesidad de comprometer recursos públicos en las políticas dirigidas a sostener y sanear sin dilaciones a los sistemas financieros domésticos. Además, a diferencia de lo ocurrido en numerosas ocasiones pasadas en el mundo emergente (vgr. la crisis asiática de 1997/98), el *staff* del organismo parece reconocer ahora la inconveniencia de promover acciones contractivas en medio de las dificultades de financiamiento internacional y el mayor espacio relativo con que cuentan en la actualidad varias EME para encarar políticas de naturaleza contracíclica.²⁹ Más aún, esos novedosos puntos de vista han tenido

²⁷ La de Washington en diciembre de 2008 y, especialmente la de Londres, en abril de este año.

²⁸ No sólo sus trabajos –entre los que pueden consultarse los citados en la bibliografía como FMI 2008, 2009 a y b– sino también las posturas públicas explícitas de su director gerente y de su economista principal.

²⁹ Véase, al respecto, la Position Note Coping with the Crisis: Policy Options for Emerging Market Countries, en donde se discute especialmente la interacción entre política monetaria y cambiaria en medio de una crisis de balanza de pagos típica. Este sustancial cambio de enfoque ha llevado a varios observadores a señalar que se trata de una versión 2.0 de las recomendaciones del FMI. De todos modos, cabe mencionar que a juzgar por la naturaleza de los programas, en Europa del Este todavía se asiste a una versión tradicional del accionar del organismo.

un correlato importante en el compromiso de aumento de recursos de la institución y en el bienvenido rediseño de sus políticas de asistencia financiera.³⁰

No obstante, pese a esos significativos progresos, persisten todavía importantes dificultades. En lo inmediato, ya se dijo que pese a las mejorías evidenciadas en el último período la situación económica internacional presenta todavía signos notorios de una gran fragilidad. En efecto, persisten factores de riesgo importante que podrían revertir la incipiente recuperación de las expectativas de inversores y consumidores en las economías avanzadas. En particular, el contexto está caracterizado allí por un elevado desempleo y ajustes pendientes en la hoja de balance de las familias. De este modo, eventuales noticias “negativas” (vgr. que no convaliden todavía en forma taxativa la percepción ya bastante generalizada de que “lo peor ha quedado definitivamente atrás”) podrían llegar a dar lugar a mecanismos de retroalimentación negativa. Por otra parte, la situación en las economías emergentes del este europeo continúa siendo complicada y la exposición de los bancos internacionales (principalmente europeos) a los desarrollos financieros en dicha región es todavía muy elevada, con potencial para generar efectos de contagio.

En segundo término, parece difícil postular que, de verificarse, la recuperación vaya a caracterizarse en lo inmediato por un especial dinamismo: dada la debilidad de las hojas de balance del sistema financiero en las economías avanzadas, es poco probable que un eventual ciclo expansivo esté caracterizado por un comportamiento especialmente vigoroso del crédito en esos países. Todo lo cual reafirma la importancia de un *timing* adecuado por parte de las autoridades en la desactivación de las políticas (fiscales y monetarias) de estímulo. El mantenimiento prolongado de las acciones de política expansiva podría llegar a generar tensiones en los mercados financieros (por sus consecuencias en materia de dinámica del endeudamiento y su potencial de presión inflacionaria futura); simétricamente, el retiro anticipado de la asistencia plantea el riesgo no nulo de una eventual recaída de la actividad. La consecuencia de ello, es que, para evitar costosos errores pasados, las autoridades deben planificar cuidadosamente sus “estrategias de salida”.³¹

³⁰ En particular, el reemplazo de la línea de crédito contingente (SLF) creada en octubre de 2008 por la nueva línea de crédito flexible, FCL, dadas a conocer a fines de marzo de este año. Ese programa de financiamiento, de naturaleza preventiva y reducida condicionalidad *ex ante*, ya ha sido acordado para México, Colombia y Polonia por un total de US\$ 78.000 millones.

³¹ Un precedente histórico importante ha sido recordado recientemente por Cristina Romer, al referirse a las lecciones aprendidas en 1937 cuando, a la salida de la Depresión, un retiro anticipado del estímulo fiscal y monetario generó un nuevo episodio recesivo.

Por otra parte, con una mirada de mayor alcance, la situación internacional presenta numerosos desafíos, que pueden condicionar el desempeño futuro de las EME. Debido a los cuantiosos recursos insumidos por los rescates bancarios y los programas de estímulo, la situación fiscal en los países avanzados –ya afectada por complicadas tendencias estructurales– ha tendido naturalmente a experimentar un fuerte deterioro. En tales condiciones, cabe conjeturar que, una vez superada la emergencia, las tasas de interés internacionales mostrarán una clara tendencia al alza. Ello, sumado a la puja por recursos para atender los servicios del endeudamiento, podría tornar más oneroso el cuadro de financiamiento de las EME respecto del período previo (especialmente de aquellas que exhiban una situación menos robusta, que podrían llegar a experimentar un eventual *crowding out*).

Asimismo, la resolución de numerosos problemas pendientes en el plano macroeconómico y financiero internacional, plantea enormes desafíos que exigen un elevado grado de cooperación y coordinación. Naturalmente, aún en el caso de las economías avanzadas, la ausencia de coordinación internacional en las medidas implementadas por las autoridades debilita la eficacia de las políticas macroeconómicas adoptadas para compensar la contracción del gasto privado y revertir las tendencias recesivas y deflacionarias.³² Más aún, está claro que la ausencia de un entorno macroeconómico expansivo que resulte de la acción coordinada de los diferentes gobiernos puede dar lugar a resultados contraproducentes para la dinámica económica internacional, considerada globalmente.

Un caso prominente en esta línea es el hecho de que, pese a los compromisos fiscales adoptados por otras economías avanzadas, es la economía deficitaria y sobreendeudada la que parece haber estado sobrellevando la carga principal del esfuerzo necesario para evitar el ingreso de la economía mundial en una espiral descendente. En el corto plazo esta respuesta pareció claramente apropiada para sostener la demanda total frente al colapso del gasto privado. Pero, en tanto parece razonable pensar que la tasa de ahorro de las familias norteamericanas debe aumentar en forma permanente, el único modo factible de evitar una dinámica no sostenible de la deuda pública en EE.UU. es inducir, a través del ajuste de los tipos de cambio, una reasignación de los patrones de oferta y

³² *Ceteris paribus*, la ausencia de coordinación insume un mayor esfuerzo fiscal para compensar una caída dada de la demanda mundial. Este punto ha sido suficientemente enfatizado por la literatura dedicada a estudiar los problemas de coordinación y ha sido recientemente levantado por FMI (2009 a), al analizar el tamaño de los paquetes de estímulo fiscal previsto por los países miembros del G20 en el bienio en curso.

demanda mundiales. De otro modo, se plantean riesgos importantes que podrían traer aparejadas potenciales consecuencias negativas a futuro. De un lado, se plantea la posibilidad de una potencial “paradoja de la frugalidad” a nivel global, si es que el eventual intento por preservar el ahorro nacional de EE.UU. no es compensado por la generación de incentivos al gasto en las economías superavitarias; del otro, se corre el riesgo de seguir “fugando hacia adelante”, postergando la resolución pendiente de los denominados desbalances globales y generando nuevos desequilibrios financieros. ¿Será, sin embargo, tan sencillo llevar adelante este proceso sin compensar debidamente a los perdedores potenciales de tales redistribuciones de oferta y demanda mundiales?³³

Como en todo asunto de acción colectiva, existen problemas de incentivos en tanto se presentan necesariamente aspectos distributivos y no neutralidades que pueden afectar la adopción y la viabilidad de las soluciones apropiadas.³⁴ Esto último podría llegar a generar bloqueos de diferente grado de envergadura que conduzcan eventualmente a equilibrios de tipo no cooperativo mutuamente empobrecedores, tal como ocurriese con la proliferación de medidas proteccionistas y las devaluaciones competitivas en el período de entreguerras.

El análisis histórico fue concluyente, por caso, al mostrar que los errores en el diseño de las políticas macroeconómicas durante la Gran Depresión fueron un factor crucial para sumergir a la economía mundial en el pantano del proteccionismo, las devaluaciones competitivas y el intento defensivo de “exportar la recesión al vecino”.³⁵ En particular, en ese caso, la creencia victoriana en las virtudes incondicionales de los balances equilibrados, y el apego a las restricciones monetarias impuestas por las instituciones del patrón oro, fueron cruciales en impedir una respuesta expansiva coordinada que evitara la tentación de las respuestas autárquicas. La ignorancia en el plano de la teoría y la política macroeconómica, agravada ciertamente por la existencia de incentivos que tornaban muy difícil una solución cooperativa,³⁶ llevó así a las autoridades a promover un

³³ Un buen ejemplo de ello se tiene en la pirotecnia verbal entre los grandes jugadores durante los días previos a la cumbre del G20 de Londres respecto del rol de una eventual moneda de reserva mundial que reemplace al dólar.

³⁴ Véase Olson (1965)

³⁵ Véase James (2001).

³⁶ En 1933 dicho “doble” bloqueo (el causado por la ignorancia y el provocado por la *political economy* de la situación) produjo, por caso, el fracaso estrepitoso de la Conferencia Económica auspiciada por la Sociedad de las Naciones que buscaba coordinar una respuesta cooperativa a la Depresión.

conjunto insensato de políticas que— eso sí se sabía y era parte de la ortodoxia establecida luego del universalismo que caracterizó a la prosperidad finisecular— sólo podían conducir en forma inevitable a la ruina colectiva.³⁷

En aquella ocasión fue, en parte, la ignorancia lo que condujo a la adopción de erróneas políticas macroeconómicas que estimularon la autarquía y el retroceso de la integración económica. Nadie supuso que ése pudiese ser el caso en el episodio actual y pocos observadores pensaron en principio que fuese posible que se repitiera una calamidad de la entidad de la acaecida durante la Gran Depresión. Es mucho lo que se ha aprendido y los hacedores de política parecen haber tomado apropiada nota de las lecciones del pasado, tal como parecen ponerlo de manifiesto las respuestas iniciales a la crisis. Ahora se sabe que, en contextos de fuerte incertidumbre y preferencia masiva por activos líquidos y de bajo riesgo, es el gobierno el único agente en condiciones de “ponerse del otro lado del mostrador” y, si goza de la credibilidad adecuada, el que puede ofrecer dichos instrumentos a cambio de absorber los papeles y los riesgos que el público desprecia. Por otra parte, no se ignora que un adecuado estímulo macroeconómico en escala global es el mejor remedio para prevenir la apelación a las soluciones proteccionistas y a resultados de suma negativa.

Sin embargo, saber lo que debe hacerse es sólo una condición necesaria para evitar tal posibilidad. Recién se mencionó que la situación económica mundial presenta numerosos desafíos a futuro, muchos de los cuales exigen una amplia respuesta coordinada. Ello implicará, tanto a nivel global como de cada país, la solución de difíciles dilemas de política por parte de las autoridades, en tanto es factible que se verifiquen tensiones entre cuestiones de naturaleza sistémica y los incentivos a atender consideraciones específicamente nacionales y/o sectoriales. Nuestra impresión es que, si se verifican bloqueos a las soluciones de naturaleza cooperativa, ello se deberá en esta instancia mucho menos a la ignorancia que a la existencia de razones de economía política que pueden dificultar las acciones coordinadas. Por ejemplo, ¿se verificará un *timing* adecuado de las “estrategias de salida” para evitar una eventual recaída de la actividad y el comercio mundiales?; asimismo, ¿podrán las economías avanzadas (y China),

³⁷ Tal vez una de las mejores ilustraciones respecto del consenso profesional existente respecto de la futilidad e inconveniencia del *backlash* proteccionista fue el unánime rechazo a la ley Smoot-Hawley a través de un petitorio elevado al presidente Hoover y firmado, entre otros 1.025 economistas, por Irving Fisher, Paul Douglas y Taussig.

coordinar sus medidas de estímulo macroeconómico en un escala apropiada para evitar la acentuación de los desbalances globales, esencialmente irresueltos? Por otro lado, ¿será posible que las reformas en curso a la regulación financiera atiendan debidamente la cuestiones asociadas al riesgo sistémico o las legislaciones nacionales buscarán preservar diversas ventajas competitivas, que de paso se traducirán en tendencias a un eventual proteccionismo financiero de nuevo cuño? Por último, y directamente relevante para las economías menos desarrolladas, ¿avanzarán sin sobresaltos las acciones acordadas de capitalización de los organismos multilaterales o la aparición de síntomas de estabilización en la situación financiera internacional diluirá el sentido de urgencia de las reformas necesarias en la arquitectura financiera internacional?

El modo en que se respondan estas y otras relevantes cuestiones será, sin duda, crucial para la evolución inmediata y futura de nuestras economías, que como se vio, más allá de los progresos efectuados cuentan con un margen de maniobra inevitablemente limitado para hacer frente a un *shock* adverso de gran entidad y naturaleza sistémica.

Referencias

Basco, E., T. Castagnino, S. Katz y S. Vargas (2007): “Política monetaria en contextos de incertidumbre, cambio de régimen y volatilidad pronunciada”, Estudios BCRA, N° 4.

Bernanke, B. (2002): “Deflation: Making sure “it” doesn’t happen here”. Presentación en el National Economists Club, Washington, DC.

Bernanke, B. (2004): “The Great Moderation”. Presentación en las reuniones de la Eastern Economic Association, Washington, DC.

Bernanke, B. (2009): “Financial Reform to Address Systemic Risk”. Presentación en el Council on Foreign Relations, 10 de marzo.

BID (2008): “All That Glitters May Not Be Gold, Assessing Latin America’s Recent Macroeconomic Performance”, Research Department, abril.

BID (2009): “Remesas a América Latina disminuirán en 2009”, Comunicado de prensa, 16 de marzo.

CEPAL (2009): “La reacción de los gobiernos de América Latina y el Caribe frente a la crisis internacional”, enero.

Comité Latinoamericano de Asuntos Financieros (2009): “Latin America in the Midst of the Global Financial Meltdown: A systemic Proposal”, mimeo.

Díaz Alejandro (1963): “A note on the impact of Devaluation and the Redistributive Effect”, *Journal of Political Economy*, Vol.71.

Eichengreen, B. y K. O’Rourke (2009): “A Tale of Two Depressions”.
<http://www.voxeu.org/index.php?q=node/3421>

FMI (2007): “Global Economic Regional Outlook, Western Hemisphere”, octubre.

FMI (2008): “Global Economic Regional Outlook, Western Hemisphere”, octubre.

FMI (2009, a): “Global Financial Stability Report”, actualización, enero.

FMI (2009, b): "Group of Twenty, Global Economic Policies and Prospects", documento del staff del FMI, 13 y 14 de marzo.

Frenkel, R. (2009): "La acción internacional es imprescindible", CEDES, mimeo, febrero.

Friedman y Schwartz (1963): *A Monetary History of the United States, 1867-1960*. Princeton University Press (1ro. de noviembre de 1971).

Ghosh, A. R. et al. (2009): "Coping with the Crisis: Policy Options for Emerging Market Countries", documento del staff del FMI, N° 2009/08, 23 de abril.

Grupo de los Veinte (2009): Communiqué, 14 de marzo.

Heymann, D. (2008): "Macroeconomics of Broken Promises", en R. Farmer (ed.), *Macroeconomics in the Large and the Small*, Elgar.

Heymann, D. (2009): "On types of crises", publicado en el sitio VoxEU.org, febrero.

Hirshman (1949): "Devaluation and the Trade Balance: a Note", *Review of Economics and Statistics*, Vol. 31.

HSBC (2008): "Ranking EM Vulnerability and Policy Flexibility", diciembre.

James, H. (2001): *The End of Globalization: Lessons from the Great Depression*, Harvard University Press.

Keynes, J. M. (1936): *Teoría General de la ocupación el interés y el dinero*, Capítulo 12, Fondo de Cultura económica, México.

Kindelberger, Ch. (1973): *The World in Depression, 1929-1939*; University of California Press.

Leijonhufvud (2003): "Macroeconomics and the Social Order", Presentación en las 8° Jornadas de Economía Monetaria e Internacional, Universidad Nacional de la Plata, Argentina, mayo.

Minsky, H. (1977): “A Theory of Systematic Fragility”, en E. I. Altman and A. W. Sametz, (eds.), *Financial Crisis*, New York: Wiley-Interscience, 1977.

Obama, B. (2009): “El momento de la acción global”, *Clarín*, 24 de marzo.

Olson, M. (1965): *The Logic of Collective Action*, Harvard University Press.

Romer, Crsitina: “The Lessons of 1937”, *Economic Focus*, *The Economist*.

Rozenwurcel, G. (2009): “Internacional Policy Coordination is key to Help Developing Countries to Fight the Crisis”, publicado en el sitio VoxEU.org, febrero.

Soros, G. (2009): “Peripheral Care should be the central concern”, *Financial Times*, 23 de marzo.

Stock, J. H. y M. Watson (2003): “Has the Business Cycle Changed? Evidence and Explanations”, Jackson Hole Symposium.

Tahleb (2007): *The Black Swan: The Impact of the Highly Improbable*. Random House, Inc., New York, 2007.

Taylor, J. (2009): “Getting Off Track: How Government Actions and Interventions Caused, Prolonged, and Worsened the Financial Crisis”, *Hoover Institution Press publication series*, N° 570.

Temin, P. (1975): *Did Monetary Forces Cause the Great Depression?*, Norton, W. W. & Company, Inc., diciembre.

Temin, P. (1991): “Lessons from the Great Depression”. Lionel Robbins Lectures Series, MIT Press, October 1991.