

**Globalizada,
Resistente,
Dinámica**

La Nueva
Cara
de Latinoamérica y el Caribe



**Globalizada,
Resistente,
Dinámica**

**La Nueva
Cara**
de Latinoamérica y el Caribe



Octubre 6, 2010



oportunidades para todos

Prefacio

Este reporte semestral -un producto de la Oficina del Economista Jefe para la Región de Latinoamérica y el Caribe del Banco Mundial-analiza la capacidad de resistencia y recuperación de la región de América Latina y el Caribe (LAC) a la crisis financiera global actual en sus diferentes dimensiones: primero, la habilidad de hacer frente a los shocks externos iniciales; segundo, la capacidad de gestionar una recuperación rápida y sólida; y tercero, la habilidad de implementar políticas contracíclicas (que, a su vez, reflejan la habilidad de diseñar políticas prudentes en tiempos de bonanza).

El reporte es acompañado por un Anexo que se concentra en la creciente interdependencia entre las economías de mercados emergentes e investiga la fortaleza de los vínculos reales y financieros entre las economías de mercados emergentes y los países industrializados.

La elaboración de este reporte estuvo dirigida por Augusto de la Torre, Economista Jefe de la Región, en colaboración con César Calderón, Tatiana Didier, Eduardo Levy Yeyati, y Sergio Schmukler y con la asistencia de Paula Pedro, Maria Virginia Poggio, y Manuel Fernández Sierra. Agradecemos a Makhtar Diop, Tito Cordella y José R. López Calix por sus valiosos comentarios y sugerencias.

Resumen Ejecutivo

La región de América Latina y el Caribe (LAC) ha mostrado una capacidad de resistencia y recuperación durante la reciente crisis global superior a la mostrada en el pasado por la región y comparada con otras regiones emergentes (globalizadas financieramente). Por cierto, la tasa de crecimiento promedio de LAC se redujo abruptamente, en casi 6.7 puntos porcentuales, de 2007 a 2009. Sin embargo, esta caída en el crecimiento es comparable a la de los Tigres del Este Asiático y es mucho menor que el colapso del crecimiento de 13 puntos porcentuales sufrido por Europa del Este. Asimismo, la región empezó a recuperarse junto con los países de ingreso medio y antes que las naciones ricas, y lo hace de manera nuevamente comparable a los Tigres del Este Asiático. Básicamente, se espera que ambas regiones recuperen en 2011 el nivel de actividad económica que se habría alcanzado si la crisis no hubiera sucedido. Dentro de la región de LAC, Brasil está claramente a la cabeza.

Esta novedosa resistencia refleja el progreso continuo de los países de LAC al reforzar su sistema inmune macro-financiero a través de las últimas dos décadas. Las mejoras más notables pueden observarse en la calidad y credibilidad de la política monetaria. Las prácticas de administración fiscal y de manejo de deuda también mejoraron considerablemente. Dos factores adicionales reforzaron la resistencia. Primero, se produce un cambio importante en la forma de integración financiera internacional de LAC durante este nuevo milenio. LAC se convirtió en acreedor neto del resto del mundo en contratos de deuda mientras que aumentó significativamente su posición de deudor neto en términos de contratos de valores (de renta variable), particularmente a través de inversión extranjera directa. Segundo, una conexión creciente con países de Asia Emergente, y con China en particular, especialmente para países de Sudamérica pero también para Costa Rica y Panamá. China se ha convertido en un motor importante para LAC no sólo por sus lazos directos (a través de su demanda de materias primas agrícolas y minerales) pero también indirectamente, a través del impacto que China tiene sobre los mercados internacionales de materias primas (en los cuales LAC es abundante) y sobre mercados terceros (a los cuales LAC exporta).

De cara al futuro, sin embargo, no hay lugar para la complacencia. Aun si los sistemas de inmunización de LAC pasaron la prueba esta vez, la resistencia continua de los países de la región no está garantizada de antemano. Actualmente, la política monetaria en la mayor parte de LAC está sobrecargada –se espera que se ocupe de la complejidad multifacética asociada a los crecientes inlfujos de capital y la tendencia al alza de los precios de materias primas, sin ayuda de la política fiscal y sin herramientas macro-prudenciales adecuadas. Por lo tanto, la región debe empezar a administrar su capacidad de resistencia durante tiempos de bonanza, restaurando el equilibrio en la combinación de políticas. El estímulo implementado durante la crisis debería ser retirado y los amortiguadores fiscales y financieros deberían ser reconstruidos. La región debería adoptar una postura más proactiva aumentando el ahorro público, particularmente en los países exportadores de bienes primarios. Por otra parte, es más urgente para los países de LAC (en comparación a las economías avanzadas) desarrollar un menú adecuado de instrumentos macro-prudenciales que complementen a la política monetaria, asegurando que el aumento considerable en inlfujos de capital no se transforme en excesos financieros domésticos.

GLOBALIZADA, RESISTENTE, DINÁMICA: LA NUEVA CARA DE LAC

Muchos países de la región de América Latina y el Caribe (LAC), especialmente en América del Sur, tuvieron un buen desempeño durante la reciente crisis global y actualmente se encuentran en una trayectoria de crecimiento sólido. La recesión del 2009 en la región fue relativamente corta y, con la excepción notable de México, sorprendentemente suave. El ritmo actual de la recuperación económica viene excediendo las expectativas, con proyecciones de crecimiento del PIB en un rango de 5-6 por ciento para el año 2010. Esto es no solo grato sino también algo sorprendente, dado que LAC fue tradicionalmente reconocida por ser región causante de crisis y, cuando éstas eran de origen externo, LAC se caracterizaba por su falta de amortiguadores o reguladores domésticos adecuados para absorber los shocks así como por su exposición y vulnerabilidad a cambios abruptos de sentimiento en los mercados financieros internacionales. Tradicionalmente, por lo tanto, LAC era más proclive a las crisis y a tener un desempeño peor que el de otras regiones en tiempos de turbulencia.

¿Por qué esta ruptura aparente con la historia? Este reporte argumenta que dicha ruptura se atribuiría a la mayor resistencia macro-financiera (o, de acuerdo con nuestro Reporte para las Reuniones de Primavera de 2010 del FMI y el Banco Mundial, “*Del Colapso Global a la Recuperación: Ajuste Económico y Perspectivas de Crecimiento para América latina y el Caribe*”, un “sistema de inmunización reforzado”) que la región fortaleció continuamente durante los últimos 10 años. Como resultado, a pesar de estar altamente integrada a los mercados financieros internacionales, LAC viene registrando una sólida recuperación de su actividad económica. Este reporte discute la novedosa capacidad de resistencia de LAC en medio de la globalización financiera, examinando factores claves del comportamiento cíclico de las economías de LAC en comparación con otras economías emergentes y con su propio pasado¹. La resistencia se define, en este reporte, en un sentido amplio – para indicar la capacidad de navegar la economía con perturbaciones mínimas a través de los diferentes shocks, amortiguando los efectos de derrame negativos en épocas malas, y recuperándose rápido después de una recesión.

El reporte se estructura de la siguiente manera. Primero, evalúa el desempeño relativo de los países de LAC durante el período de recesión (*peak-to-trough* o de pico a valle) generado por la crisis global reciente, para dilucidar la habilidad de LAC para proteger a sus economías o mitigar los efectos de un shock externo grande. Segundo, se presenta un análisis similar para la fase de recuperación del ciclo, cuando se espera que los países más resistentes tengan una recuperación más rápida y robusta en el período posterior a un shock externo. Tercero, se profundiza el análisis de los distintos factores determinantes de la recuperación, incluyendo el rol de la demanda doméstica, los precios de las materias primas, y la conexión a Asia emergente. Cuarto, se presenta evidencia de la capacidad de los distintos países de LAC de implementar políticas contracíclicas como respuesta a la crisis financiera global. Por último, el reporte concluye con una discusión sobre las principales tensiones macro-financieras y los desafíos a futuro de la región.

¹ Este capítulo está basado en el trabajo de investigación de Didier, Hevia, y Schmukler (2010). Asimismo, sigue de cerca a una nota (“How Resilient Have Developing Countries Been during the Global Crisis?”) preparada en conjunto por el FMI y el Banco Mundial para la Reunión de Septiembre de 2010 del Comité de Desarrollo.

Rompiendo con la Historia y Construyendo Resistencia durante la Expansión

Históricamente, las recesiones y las crisis financieras en América Latina y el Caribe (LAC) han sido en gran parte auto-infligidas. En los años noventa, además, mientras la región se integraba rápidamente a los mercados financieros internacionales, el “castigo” (sufrimiento económico) tendía a ser desproporcionado al “pecado” (el alcance de las malas políticas), un efecto amplificador identificado inicialmente por Guillermo Calvo en 1996, en su análisis del “Efecto Tequila”. Por lo tanto, aun cuando el shock inicial era completamente exógeno –como fue, por ejemplo, la crisis rusa de 1998 o la debacle del fondo de cobertura Long-Term Capital Management (LTCM) en el mismo año– las vulnerabilidades macroeconómicas y financieras de LAC fueron tal que una perturbación externa era amplificada sustancialmente en la economía doméstica. Una serie de experiencias de este tipo dieron lugar a un dicho popular en la región según el cual “cuando EEUU se resfría, Latinoamérica contrae neumonía”.

El fenómeno de amplificación fue el resultado de por lo menos tres debilidades tradicionales en los marcos de política de LAC –monedas débiles, sistemas bancarios frágiles, y una política fiscal débil. Estas, a su vez, se asocian con un número de síntomas que se volvieron marcas registradas de LAC, incluyendo una inflación alta y volátil, contratos financieros dolarizados, déficits crónicos fiscales y de cuenta corriente, deudas públicas elevadas, sistemas financieros poco profundos, y una disposición a interrupciones súbitas en los flujos de capitales (*sudden stops*). Estas últimas, de hecho, tendían a reaccionar de manera procíclica, entrando a raudales durante las épocas de bonanza y abandonando el país de manera abrupta cuando más se los necesitaba.

El margen de maniobra de la política macroeconómica estaba muy restringido y las respuestas de política tendían a ser procíclicas. Por ejemplo, el miedo a la flotación cambiaria reflejaba las restricciones impuestas por la dolarización generalizada de las deudas y, en consecuencia, la falta de flexibilidad cambiaria implicaba que los Bancos Centrales debían aumentar las tasas de interés en los malos tiempos en un esfuerzo por detener la salida de capitales. De manera similar, la restricción repentina en el acceso a los mercados de capital obligaba a los ministros de finanzas a aumentar impuestos y/o recortar gastos aun cuando la economía está contrayéndose.² El fenómeno de amplificación se convirtió en una suerte de trampa: las debilidades domésticas magnificaban los shocks externos y los flujos de capital tendían a reaccionar de manera procíclica debido a dichas debilidades. La interacción de estos factores inducía una respuesta procíclica de las políticas macroeconómicas, lo que a su vez exacerbaba el efecto de magnificación inicial.

La gran exposición a los shocks externos y los ya mencionados efectos de magnificación durante los episodios de crisis dieron lugar a un debate acalorado sobre los méritos de la globalización financiera. Los críticos sostenían que la integración financiera internacional aumenta la vulnerabilidad de los países a los flujos de capital procíclicos, aumentando así la propensión a inestabilidad en la economía doméstica.³ La volatilidad del producto resultante, a su vez, está asociada con un menor crecimiento de tendencia.⁴ Por lo tanto, muchos creían que la globalización

² Ver, por ejemplo, Kaminsky, Reinhart, y Vegh (2004), y Reinhart y Reinhart (2008).

³ Ver, entre muchos otros, Easterly, Islam, y Stiglitz (1999).

⁴ Por ejemplo, Calderón, Loayza, y Schmidt-Hebbel (2008) presentan evidencia empírica de que la mayor vulnerabilidad a los shocks externos lleva a una mayor volatilidad macroeconómica. Se puede encontrar evidencia sobre los efectos adversos de la mayor volatilidad sobre el crecimiento en Ramey y Ramey (1995), Hnatkovska y Loayza (2005), Mobarak (2005), y Edwards y Ginn (2010).

financiera en LAC habría sido apresurada, acentuando así la vulnerabilidad sistémica.⁵ Los argumentos clave eran dos. Primero, si no se cumple con un requerimiento mínimo de fortaleza regulatoria e institucional, los sistemas bancarios no estarían preparados para operar de manera prudente en un ambiente de mercado de mayor globalización financiera y no serían capaces de intermediar de manera adecuada los incrementos súbitos en los flujos de capital, volviéndose propensos a burbujas de crédito seguidas por crisis (Bhagwati, 1998; Tobin, 2000; Stiglitz, 2000 y 2002; Ocampo, 2003).⁶ Segundo, un nivel mínimo de desarrollo del mercado doméstico de deuda en moneda local es necesario *antes* de abrir por completo la cuenta de capitales; de otra manera, la globalización financiera exacerbaría los descalces monetarios (*currency mismatches*), acentuando los problemas de monedas débiles y la probabilidad de interrupciones súbitas en los flujos de capital (Eichengreen, Hausmann y Panizza, 2005; Calvo, Izquierdo y Mejia, 2004).

La crisis financiera global reciente invita a revisar el debate sobre la globalización financiera. Esta vez hubo algo que evitó la materialización de las preocupaciones planteadas en el debate mencionado en el párrafo anterior. Este reporte argumenta que la respuesta puede encontrarse en gran medida en la combinación de marcos de política macroeconómica y financiera más sólidos y un movimiento de la región durante este nuevo milenio hacia una forma más segura de integración financiera internacional –mediante la cual LAC se volvió acreedor neto del resto del mundo en contratos de deuda mientras aumentó de manera significativa su posición de deudor neto de contratos de valores de renta variable (particularmente, a través de IED). Con respecto al rol saludable de mejores sistemas de inmunización macro-financieros, la discusión en este reporte es consistente con los hallazgos de un estudio reciente a cargo de Corbo y Schmidt-Hebbel (2010), quienes muestran que a pesar de que el shock fue excepcionalmente grande, éste fue amortiguado por las políticas contracíclicas fiscal y monetaria. Esto contrasta con la crisis asiática, cuando la caída en el PIB fue explicada en su mayoría por las debilidades macroeconómicas domésticas, incluyendo tipos de cambio rígidos que inducían a respuestas procíclicas de política monetaria [Figura 1.1].⁷ En este reporte se afirma, sin embargo, que la migración de la región de deudor a acreedor neto vis-à-vis el resto del mundo en términos de contratos de deuda jugó un papel clave para evitar los riesgos negativos de la globalización financiera. Esta migración refleja, en gran parte, la acumulación de reservas internacionales que fue parte importante pero no necesaria del mejorado sistema de inmunización. El mensaje clave sobre el desempeño de LAC durante la crisis global reciente ilustra el hecho de que la integración financiera internacional no es, por sí misma, fuente de inestabilidad financiera y económica en el frente doméstico.

De hecho, los países de LAC globalizados financieramente evitaron la amplificación del shock externo hacia una crisis financiera doméstica, como habría ocurrido en el pasado. Esto se ilustra en la Tabla 1.1, que muestra la alta frecuencia de episodios de crisis bancaria, de deuda y cambiaria en LAC durante los años noventa a diferencia de una ausencia conspicua de dichos episodios durante la

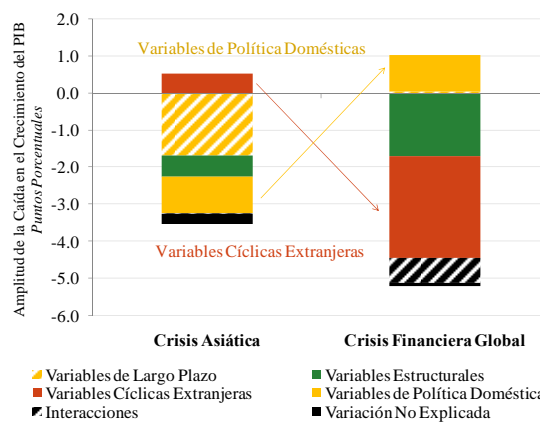
⁵ El índice de liberalización financiera desarrollado por Kaminsky y Schmukler (2008) muestra que LAC sólo necesitó la primera mitad de los 90 para llevar sus sistemas financieros relativamente cerrados y reprimidos a un nivel de liberalización y apertura comparable al de países desarrollados.

⁶ Más tarde, y en un espíritu similar, Kose, Prasad, y Terrones (2009) muestran que los efectos positivos de la globalización financiera se hacen visibles sólo después de que se han implementado un set mínimo de reformas complementarias.

⁷ Los autores estiman un modelo de crecimiento de corto plazo con datos trimestrales para países de LAC-7 con el objeto de explicar la amplitud de las recesiones sufridas por la región en 1998 y 2008. El shock externo es capturado por variables cíclicas extranjeras, como el deterioro de los términos de intercambio, el colapso en el crecimiento de los principales socios comerciales, la reducción de los flujos de capital a LAC y el brusco aumento en el riesgo crediticio de la deuda soberana. Las respuestas de política macroeconómica son aproximadas por el cambio en el consumo del Sector Público y el cambio en las tasas de interés reales.

crisis global reciente. Como resultado, la mayoría de los países de LAC emergen de la crisis con “balances contables” fuertes, lo que contribuye a una recuperación rápida. Esto contrasta fuertemente con las economías de ingreso alto, donde las crisis financieras domésticas fueron un elemento característico que acompañó la reciente turbulencia global. La recuperación de los países ricos se ha visto obstaculizada, por lo tanto, por el deterioro del balance contable tanto de los intermediarios financieros como de los hogares y, especialmente, del sector público. Esto está ilustrado, por ejemplo, por el incremento súbito de la deuda (bruta) del sector público a casi 100 por ciento del PIB en los EEUU y a casi 90 por ciento del PIB en el Reino Unido, mientras que la deuda de gobierno de la región se mantiene por debajo del 40 por ciento del PIB.

FIGURA 1.1 Descomposición de los Factores Detrás de las Recesiones de LAC
Contribución de Diversos Factores al Crecimiento del PIB



Notas: La figura muestra la contribución de los diversos determinantes del crecimiento clasificados en variables de largo plazo (educación, crédito privado, balance fiscal, inflación, y certidumbre política), variables estructurales (apertura financiera, apertura comercial), variables cíclicas extranjeras (términos de intercambio, crecimiento externo, crecimiento de exportaciones mundiales, diferenciales soberanos e influjos de capital a LAC) y variables de política doméstica (consumo público y tasas de interés real) a la caída del crecimiento del PIB durante la crisis asiática (1998t2-1999t3) y la crisis financiera global (2008t4-2009t2). Fuentes: Corbo y Schmidt-Hebbel (2010).

A continuación, este reporte explora en mayor profundidad la resistencia de los países de LAC a la crisis financiera global en términos de su capacidad de absorber los shocks externos así como su habilidad para recuperarse de manera fuerte y veloz. Debe notarse que este reporte intenta medir la resistencia de LAC a los shocks externos analizando el comportamiento de los resultados económicos –específicamente, los colapsos del crecimiento y las recuperaciones. Sin embargo, dichos resultados no sólo reflejan resistencia, sino que son el resultado de la combinación de diferentes factores, a saber: el tamaño del shock, el grado de exposición al shock, y el grado de resistencia *per se*. Por ello, una estimación precisa de la resistencia de los países a los shocks externos necesita controlar por el tamaño del shock y el grado de exposición al mismo. Sin embargo, no es fácil aislar estos factores. Este reporte intenta controlar por los factores mencionados en la medida de lo posible, a menudo cualitativamente y eligiendo comparadores apropiados, y documenta: (a) el tamaño mayor del shock externo asociado a la reciente crisis financiera global vis-à-vis episodios previos de crisis posteriores a la Segunda Guerra Mundial, (b) el grado de integración mayor –y, a su vez, más seguro– de los países de LAC a los mercados internacionales de bienes y de capital, y (c) la resistencia mayor de los países de LAC ilustrada por mejoras en el marco de política macro-financiera y una reducción de las vulnerabilidades de moneda que les permitió implementar políticas contracíclicas en medio de la turbulencia. En resumen, tomando en cuenta el tamaño del

shock así como el grado de exposición de la región al mismo, el reporte concluye que el desempeño relativamente satisfactorio de LAC durante la crisis reciente refleja de manera significativa el gran progreso de la región en materia de estabilidad económica y la mejora en la resistencia a shocks externos.

TABLA 1.1 Crisis Financieras en el Mundo

	Crisis Bancarias Sistémicas		Crisis de Deuda en Moneda Extranjera		Crisis de Tipo de Cambio	
	2007-2008	1994-1998	2007-2008	1994-1998	2007-2008	1994-1998
Número de Países afectados por las Crisis						
Países de Ingreso Alto	19	6	0	0	4	2
Sólo OECD	18	4	0	0	4	1
Medio Oriente y Africa del Norte	0	1	0	0	0	2
Asia del Sur	0	0	0	1	0	0
Africa Subsahariana	0	9	1	1	6	31
Asia del Este y Pacífico	1	6	0	2	0	7
Europa y Asia Central	3	9	0	3	3	17
Latinoamérica y Caribe	0	11	0	1	0	3
Total	23	42	1	8	13	62
Como Porcentaje de todos los Países en Crisis						
Países de Ingreso Alto	83%	14%	0%	0%	31%	3%
Países en Desarrollo	17%	86%	100%	100%	69%	97%
Ingreso Medio	17%	67%	100%	75%	62%	58%
Ingreso Bajo	0%	19%	0%	25%	8%	39%
Países de LAC	Crisis Bancarias Sistémicas		Crisis de Deuda en Moneda Extranjera		Crisis de Tipo de Cambio	
	1994 - 1998		2007-2008	1994-1998	2007-2008	1994-1998
	Argentina (95)	Haití (94)		Antigua y Barbuda (96)		México (94)
	Bolivia (94)	Jamaica (96)				Suriname (94)
	Brasil (94)	México (94)				Venezuela (94)
	Colombia (98)	Paraguay (95)				
	Costa Rica (94)	Venezuela (94)				
	Ecuador (98)					

Notas: De acuerdo a la definición de crisis cambiaria en Broner et al. (2010), que es la utilizada en este reporte, Brasil sufrió una crisis cambiaria en 2008. Sin embargo, desde nuestro punto de vista, dicha clasificación puede ser engañosa en la medida en que 2008 refleja el rol de la flexibilidad cambiaria en la absorción de shocks externos. La deuda externa de Ecuador, por otra parte, fue clasificada oficialmente como en default por las agencias calificadoras en 2008, y por lo tanto Ecuador es clasificando como país en crisis. Sin embargo, se trató de un default estratégico basado en la renuencia a pagar la "deuda." Dicha renuencia no se debió a problemas en la capacidad de repago, y por ello dicho episodio no se incluye aquí. Fuentes: Cálculos del staff de LCRCE basados en datos de Broner et al. (2010).

La Crisis "Subprime" se Volvió un Desastre que Golpeó la Actividad Económica Mundial

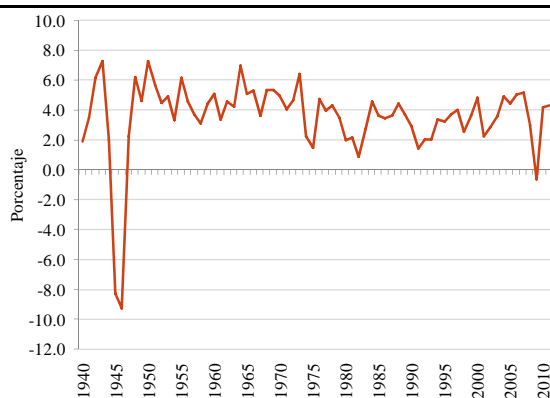
Antes de analizar la capacidad de los países de la región de resistir los embates del entorno externo que caracterizaron la crisis reciente, es necesario tener una idea del tamaño del shock al que fueron expuestos. No hay una forma simple de capturar directamente el tamaño del shock, pero éste puede aproximarse indirectamente por sus consecuencias globales. Sus orígenes en el relativamente pequeño mercado "subprime" de crédito inmobiliario de EEUU son bien conocidos. Este mercado representaba alrededor del 15 por ciento de las hipotecas residenciales totales de los EEUU en 2006. El colapso de Lehman Brothers en Septiembre de 2008, sin embargo, aceleró dramáticamente la propagación de la crisis entre instituciones, mercados y países. Hubo quiebras masivas de

instituciones financieras y una caída desconcertante en los mercados bursátiles así como en otros mercados de activos, incluyendo los mercados cambiarios tanto en economías en desarrollo como desarrolladas. Por ejemplo, los mercados bursátiles alrededor del mundo cayeron, en promedio, más de un 30 por ciento entre Septiembre y Diciembre de 2008, con un desvanecimiento de casi 18 billones de dólares en capitalización de los mercados bursátiles de los países del G-7 en relación a los niveles registrados antes de la crisis. Esta espiral negativa fue provocada por corridas generalizadas y masivas de todo tipo de activos privados y de intermediarios, lo que expuso las catastróficas consecuencias sistémicas del apalancamiento excesivo y la sobre-dependencia del financiamiento mayorista de corto plazo (short-term wholesale funding) que había caracterizado durante el periodo previo a la crisis no solamente a los centros financieros más avanzados sino también a algunos mercados emergentes (mayormente en Europa del Este).

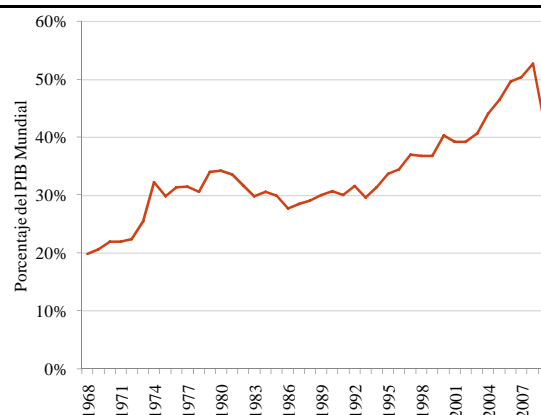
La crisis financiera global marcó el fin de los años de bonanza de mediados de los 2000 y la economía global ingresó en una etapa de recesión profunda. El crecimiento global se redujo casi 6 puntos porcentuales del nivel máximo alcanzado antes de la crisis a su nivel más bajo en 2009, la mayor caída en la era de posguerra [Figura 1.2].⁸ De acuerdo a Reinhart y Reinhart (2010), las recesiones que siguieron a la crisis global financiera reciente fueron más profundas, persistentes y generalizadas que recesiones previas desde la época posterior a la Segunda Guerra Mundial. En la segunda mitad de 2008, el comercio mundial también tuvo la mayor contracción desde entonces. En términos nominales, el comercio mundial cayó alrededor de 30 por ciento en términos anuales durante el primer trimestre de 2009, mientras que el volumen de comercio cayó más de un 15 por ciento. Estas caídas fueron generalizadas entre países y productos.⁹ El colapso en el comercio fue acompañado por una caída pronunciada en los precios de las materias primas –por ejemplo, el precio

FIGURA 1.2 Producto Mundial y Comercio Internacional

PANEL A: Producto Mundial
Tasa de Crecimiento



PANEL B: Valor de los Flujos de Comercio
Exportaciones e Importaciones como Porcentaje del PIB Mundial



Notas: El período de 1940 a 1950 en el Panel A cubre una muestra de países que representa alrededor del 80% del PIB Mundial. Estos datos son similares a los del agregado Mundial que se muestran desde 1950 en adelante con diferencias menores a 0.1 puntos porcentuales en promedio. Fuentes: IFS del FMI y WEO del FMI (Abril 2010).

⁸ El Panel A en esta figura refleja la caída en la tasa de crecimiento de la economía global desde su pico previo a la crisis (5,2 por ciento en 2007) a su valle (-0,6 por ciento en 2009).

⁹ Ver, por ejemplo, Freund (2009).

internacional del petróleo descendió de 147 dólares por barril en su pico en Julio de 2007 a menos de 40 dólares en el peor punto de la turbulencia.

Esta crisis financiera global fue la más larga y profunda que afectó a la actividad económica mundial desde la Gran Depresión de los años 30 (Almunia et al. 2009). A pesar de que los efectos de la crisis aún continúan desarrollándose, ello parecería haber acelerado el proceso de remodelación del escenario económico y financiero internacional, incluyendo a las líneas divisorias tradicionales entre el Centro y la Periferia. Dado el tamaño del shock, no es sorprendente que LAC no haya sido inmune al mismo. Sin embargo, la región tuvo un desempeño mucho mejor comparado con su propio pasado y relativamente bien en muchos aspectos comparado con otras regiones. Estos temas se exploran en las secciones siguientes. Para realizar un análisis comparativo relevante, en la mayoría de las comparaciones sólo se incluyen a países y regiones integrados a los mercados financieros internacionales. Esto es porque queremos resaltar el análisis de resistencia shocks externos en economías integradas al mercado mundial de capitales.

El Colapso del Crecimiento en América Latina y el Caribe Fue Similar al de los Tigres del Este Asiático

La resistencia durante la etapa recesiva del ciclo económico refleja la habilidad de los países de absorber los shocks externos. Esto es, dado un shock adverso a la economía, uno puede considerar a los países como resistentes si sus marcos macroeconómicos y financieros ayudan a mitigar de manera significativa el impacto del shock en la economía doméstica.

Investigaciones recientes sugieren que a los países en desarrollo les fue sustancialmente mejor que a las economías de ingreso alto durante la fase contractiva de la reciente crisis financiera global (ver, por ejemplo, Eichengreen 2009). En general, la evidencia muestra que los países con niveles de PIB per cápita más altos tuvieron un desempeño inferior.¹⁰ Este argumento se confirma al comparar el crecimiento del PIB entre grupos de países en 2009: el PBI se expandió, en promedio, en 4.7 por ciento para los países de ingreso bajo (LIC) y en 1 por ciento para los países de ingreso medio (MIC), mientras que el nivel de actividad se cayó en 3.4 por ciento para los países de ingreso alto (HIC). El desempeño de LAC fue consistente con el promedio de los MIC: el nivel de actividad de la región se contrajo en 2 por ciento en 2009, siendo la contracción inferior si se excluye a México (0.3 por ciento) dado que fue caso atípico entre los países de LAC al registrar, de lejos, la recesión más severa (-6,5 por ciento). La recesión de LAC (excluyendo a México) fue entonces comparable con la de los Tigres del Este Asiático (-0,1 por ciento) pero mucho más suave que la de Europa del Este (-5,4 por ciento).

Como se ha señalado, la mayor tasa de crecimiento del PIB en los países de ingreso bajo en comparación a la de los países de ingreso medio en 2009 no necesariamente implica una mayor resistencia por parte de los primeros. Ello puede reflejar, en cambio, una menor exposición de los países de ingreso bajo al shock. El trabajo econométrico de Didier, Hevia, y Schmukler (2010) sugiere que este fue el caso al demostrar que el grado de apertura comercial y financiera jugó un papel importante y significativo en la determinación del impacto del shock global en la actividad económica doméstica. Por lo tanto, para evaluar mejor la resistencia relativa de LAC, sólo se compara a la región con el grupo de países de ingreso medio y con países altamente integrados a los mercados financieros mundiales. Asimismo, cabe destacar que el análisis de los cambios del PBI real

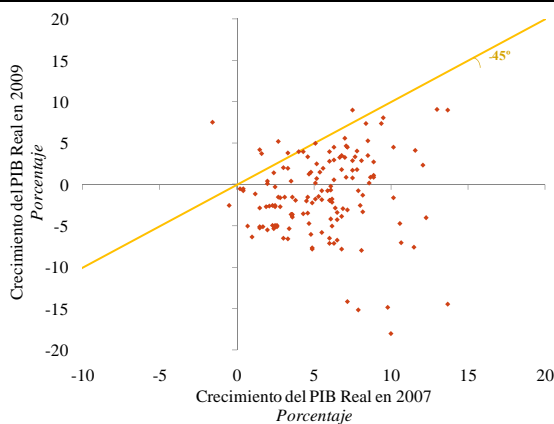
¹⁰ Ver, por ejemplo, Claessens, Dell'Arriccia, Igan, y Laeven (2010), Frankel y Saravelos (2010), Lane y Milesi-Ferretti (2010), y Rose y Spiegel (2010a, 2010b, y 2010c)

es insuficiente, ya que en sí mismos no brindan información sobre el grado de desaceleración del crecimiento durante la crisis en relación al desempeño en crecimiento alcanzado antes de la crisis. Por lo tanto, a continuación, se examina el impacto comparativo de la crisis global en mercados emergentes (integrados financieramente) considerando los cambios en las tasas de crecimiento, o los *colapsos de crecimiento* definidos como la diferencia (en puntos porcentuales) de las tasas de crecimiento del PIB real entre 2007 y 2009.

Cuando se mide el desempeño de los países comparando el colapso en la tasa de crecimiento, el panorama es un poco diferente y apunta a un mayor grado de similitud entre países. El *colapso* en el crecimiento es, de hecho, de la misma magnitud para los países de ingreso medio y alto –esto es, 6,6 y 7 puntos porcentuales, respectivamente.¹¹ Un análisis geográfico de los datos refuerza este patrón, mostrando que ninguna región emergente integrada financieramente fue inmune a la crisis global. Una desaceleración altamente sincronizada del crecimiento se observó de manera generalizada en 2009 y a casi ningún país en el mundo le fue mejor en 2009 que en 2007 [Figura 1.3]. Europa del Este y Asia Central (ECA) aún muestra el colapso más grande (13 puntos porcentuales). Sin embargo, los colapsos de crecimiento en LAC, los Tigres del Este Asiático y Sudáfrica son notablemente similares, fluctuando alrededor de los 7 puntos porcentuales en los tres casos [Panel A de Figura 1.4].¹² China e India registraron colapsos en el crecimiento menores, de alrededor de 4 y 2 por ciento, respectivamente.

FIGURA 1.3 Crecimiento del PIB Real: 2009 vs. 2007

Tasas de Crecimiento alrededor del Mundo



Notas: La muestra de la figura incluye sólo países de ingreso medio y alto. Fuentes: WEO del FMI (Abril 2010).

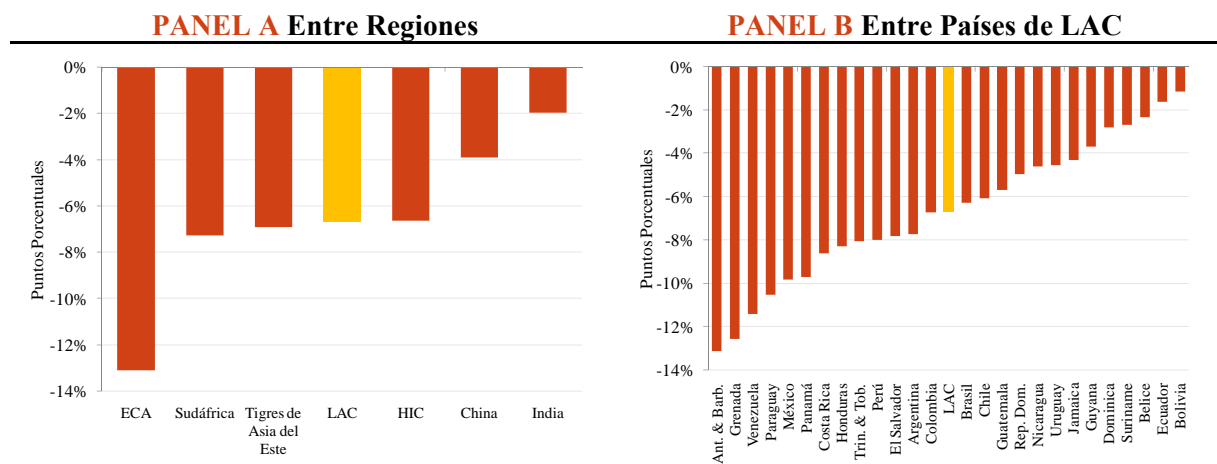
A pesar de que ningún país de LAC pudo evitar un colapso significativo en su tasa de crecimiento, se puede observar un grado de heterogeneidad considerable dentro de la región [Panel B de Figura 1.4]. Los países de América del Sur sufrieron un colapso del crecimiento de casi 6 puntos porcentuales, mientras que los países de América central y del Caribe (excluyendo a México) enfrentaron declives más grandes (6,7 y 7,7 puntos porcentuales respectivamente). Entre los países más grandes de la región, Brasil y Chile sufrieron caídas en las tasas de crecimiento del PIB de alrededor de 6 por

¹¹ Las consecuencias de una desaceleración del crecimiento pueden no ser lineales y pueden depender en la tasa de crecimiento inicial. Estos temas no son explorados en esta sección que asume que la comparación de cambios *absolutos* en las tasas de crecimiento entre países emergentes globalizados financieramente es una buena medida de resistencia relativa.

¹² Estos números se obtienen a partir de promedios simples de países ya que capturan mejor que los promedios ponderados la tendencia central de países que son heterogéneos y de distinto tamaño dentro de regiones.

ciento, mientras que México y Venezuela enfrentaron un colapso más severo, de 9,8 y 11,5 puntos porcentuales, respectivamente. El colapso del crecimiento más pequeño fue el de Bolivia (alrededor de 1 punto porcentual). Como era de esperarse, por lo tanto, el tamaño del colapso fue mayor en los países de LAC con un mayor grado de apertura comercial y financiera.¹³

FIGURA 1.4 Colapsos del Crecimiento del PIB



Notas: Los colapsos del crecimiento se definen como el crecimiento en 2009 menos el crecimiento en 2007. Fuentes: WEO del FMI (Abril 2010).

En términos de duración de la recesión, medida a partir de los índices de producción industrial, los países de ingreso medio tuvieron un mejor desempeño que los de ingreso alto [Figura 1.5].¹⁴ El nivel más alto de la producción industrial antes de la crisis fue alrededor de Abril de 2008 tanto para las economías de ingreso alto como para las economías en desarrollo. Sin embargo, los países en desarrollo iniciaron un proceso de recuperación sostenida a partir de Enero de 2009 mientras que los países de ingreso alto comenzaron a recuperarse 4 meses después, en Mayo de 2009. En otras palabras, la fase de recesión del ciclo económico duró en promedio 9 meses para países en desarrollo y 13 meses para las economías de ingreso alto. Sin embargo, la duración de la fase recesiva es diferente entre regiones. La recesión duró en promedio 5 meses para las economías en Asia del Este y el Pacífico (EAP) y casi 8 meses en Asia del Sur. Aunque la fase de recesión fue ligeramente más prolongada en ECA y LAC (9 y 11 meses), ésta tuvo una duración promedio más corta que la de las economías de ingreso alto.

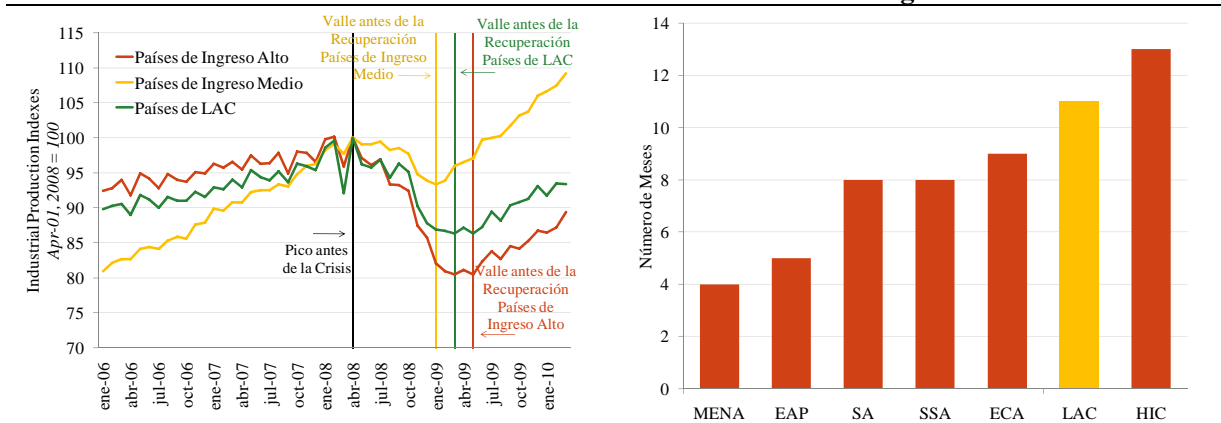
¹³ Como ya se ha señalado, es esencial analizar la resistencia relativa de países controlando por el grado de exposición y el tamaño del shock. Aislar estos factores de manera limpia no es tarea empírica sencilla. Sin embargo, la evidencia econométrica disponible sugiere que, una vez que se controla por estos factores, la disponibilidad de amortiguadores macro y financieros (incluyendo la protección de liquidez asegurada por los grandes niveles de reservas internacionales, el espacio fiscal provisto por unas posiciones fiscales robustas y niveles de deuda reducidos y la flexibilidad del tipo de cambio) jugó un papel fundamental en la determinación de la resistencia. Ver, por ejemplo, nuestro reporte para las Reuniones de Primavera de 2010 del FMI y el Banco Mundial, así como el trabajo más reciente de Corbo y Schmidt-Hebbel (2010) y Didier, Hevia, y Schmukler (2010).

¹⁴ Se usan los datos de producción industrial para analizar los tiempos de recuperación porque estos datos están disponibles no sólo en mayor frecuencia que los de PIB (trimestrales en el mejor de los casos), sino también porque están disponibles para un mayor número de países. Nótese también que la caída en la producción industrial en las economías de ingreso alto es significativamente mayor que la de los países de ingreso medio. Sin embargo, el PIB es una medida mucho más amplia de la actividad económica.

FIGURA 1.5 Longitud de la Fase de Recesión

PANEL A Producción Industrial en Países de Ingreso Alto y Medio

PANEL B Longitud de la Recesión en los Índices de Producción Industrial entre Regiones



Fuentes: Global Economic Monitor del Banco Mundial (GEM).

En resumen, la dimensión sistémica y global de la fase de recesión (de pico a valle) dominó las fortalezas específicas de cada país –ninguna nación abierta en Latinoamérica o en cualquier otra región pudo escapar de los efectos adversos del shock externo, los cuales se transmitieron alrededor del mundo de manera altamente sincronizada. Entre las regiones integradas al mercado financiero internacional, ECA sufrió el mayor colapso del crecimiento, mientras que los colapsos en LAC, los Tigres de Asia del Este y Sudáfrica fueron comparables entre sí y con respecto a los de los países ricos. LAC parece estar rezagado respecto a los países de ingreso medio en el siguiente aspecto: la fase recesiva es más prolongada que la de los tigres del Este Asiático e incluso que la de los países del Este Europeo, cuando se utilizan los índices de producción industrial. Sin embargo, cuando se consideran medidas de la actividad económica más amplias, por ejemplo el PBI, la región se habría recuperado más rápidamente que el promedio de los países de ingreso medio.

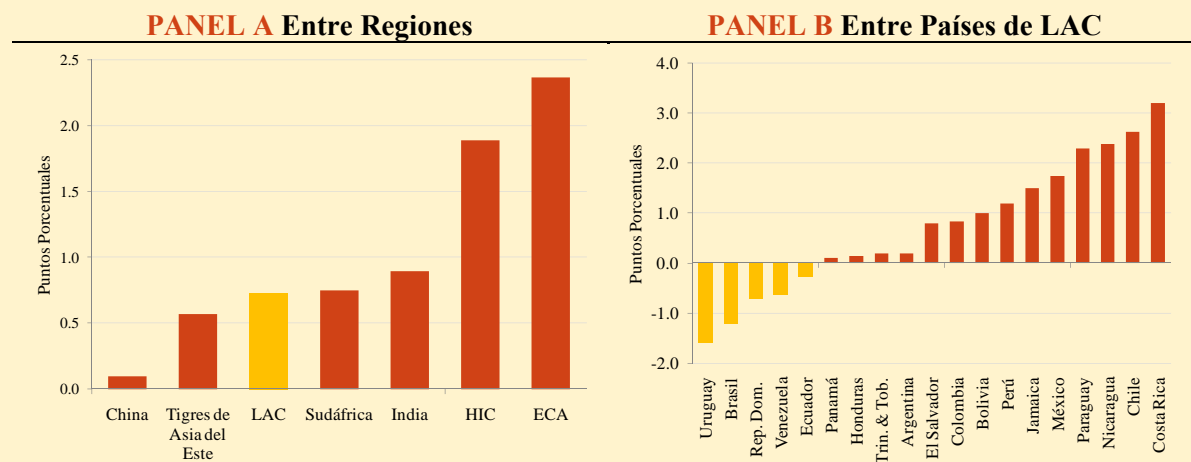
El Desempleo en la Recesión

Las cifras de desempleo confirman hasta el momento la historia que se ha descrito. El desempleo aumentó virtualmente en todos lados, reflejando el alcance global de la crisis. Sin embargo, el aumento en el desempleo en los países de ingreso medio fue más moderado que en los países ricos y, entre las regiones emergentes integradas financieramente, LAC tuvo un desempeño superior al de ECA. En particular, las tasas de desempleo de LAC aumentaron en promedio 0.6 puntos porcentuales mientras que los países de ECA y de ingreso alto sufrieron aumentos mayores, de 1.9 y 2.4 puntos porcentuales, respectivamente [Figura B.1].

Más aún, como se discutió en detalle en nuestro reporte previo para las Reuniones de Primavera de 2010 del FMI y el Banco Mundial, “Del Colapso Global a la Recuperación: Ajuste Económico y Perspectivas de Crecimiento para América latina y el Caribe”, el ajuste en el mercado laboral de los países de la región fue, en promedio, significativamente menor que en crisis anteriores. El desempleo aumentó pero su elasticidad con respecto a la caída en el PIB fue mucho menor que en las recesiones de fines de los 90. Más aún, la participación del empleo informal –indicador usado frecuentemente

para medir el deterioro de la calidad del empleo— no aumentó en la mayoría de los países para los cuales hay datos, con la excepción notable de Colombia. El moderado ajuste del desempleo en el mercado laboral se puede atribuir en parte al hecho de que, esta vez, LAC evitó crisis bancarias domésticas. Sin embargo, dichos ajustes son desconcertantes considerando que los salarios reales promedio no cayeron durante la recesión de 2009, reflejando la combinación de inflación baja y rigidez nominal a la baja en los salarios nominales.

FIGURA B.1 Cambios en el Desempleo



Notas: Se reportan los cambios en tasas de desempleo entre 2009 y 2007. Fuentes: EIU e ILO.

Khanna, Newhouse, y Paci (2010) sostienen que el impacto en el mercado laboral de los países de ingreso medio parece haber caído desproporcionalmente sobre las horas trabajadas y la composición del trabajo, más que sobre el número de puestos de trabajo. En un estudio de 28 países, que incluye a los países de LAC-7 (Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela) y Ecuador, los autores muestran que los salarios cayeron en promedio 8 puntos porcentuales entre Diciembre de 2007 y Septiembre de 2009, en su mayor parte debido a menores horas trabajadas y a un cambio sectorial desde segmentos de remuneración alta, más que debido a una caída en el número de puestos de trabajo. Sin embargo, el patrón sectorial de pérdidas de puestos de trabajo depende del tamaño relativo de los sectores y de cómo los impactos macroeconómicos se sintieron en el país. Por ejemplo, mientras que el sector manufacturero enfrentó el shock de producto más grande en la mayoría de los países de ingreso medio, el sector de servicios parece representar la mayor proporción de pérdidas de puestos de trabajo en México y las Filipinas.¹⁵

Citius, Altius, Fortius (Más Rápido, Más Alto, Más Fuerte): Seguimiento de la Recuperación de Post-Crisis

Un shock de la magnitud del que la región sufrió durante la crisis global financiera inevitablemente tiene un impacto negativo sobre el crecimiento, ciertamente en el caso del crecimiento cíclico y, para algunos países, tal vez incluso sobre el crecimiento de tendencia. Sin embargo, durante la fase de recuperación, las economías resistentes son aquellas que pueden restablecer el crecimiento a tasas elevadas y robustas a un ritmo veloz. Para un grado de exposición al shock dado, los factores que

¹⁵ Ver Habib et al. (2010).

determinan este aspecto de la resistencia incluirían por supuesto los amortiguadores de política contruados durante el período de pre-crisis, la efectividad de las respuestas de política contracíclicas, y la calidad de la integración a los mercados de capital internacionales. Esta sección examina las características de la fase de recuperación para LAC, en comparación a las regiones emergentes (globalizadas financieramente) y a episodios de crisis anteriores.

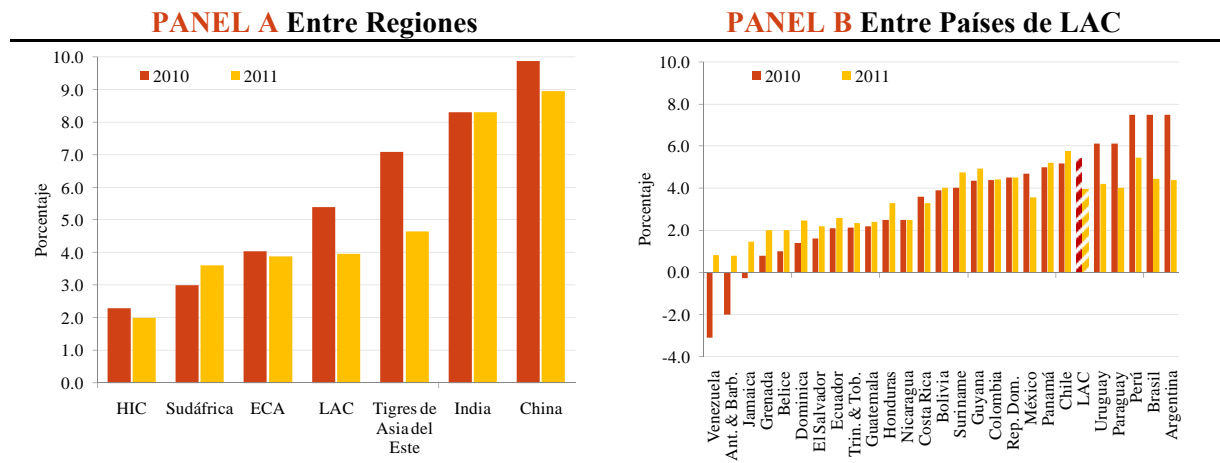
Un primer punto a destacar es que los motores de crecimiento global se reactivaron a distintas velocidades y con distintas intensidades. En otras palabras, el grado de heterogeneidad entre regiones y países observado en la recuperación ha sido mayor que en la recesión. Esto no es sorprendente dado que las fortalezas relativas de los países o regiones individuales jugaron un papel más importante a medida que el shock global sistémico de desvanecía. La heterogeneidad en el rebote es clara no sólo entre países desarrollados y en desarrollo, sino también entre regiones emergentes. Tal vez la característica más sobresaliente en este aspecto sea que la recuperación global no es liderada por países ricos del centro, como fue el caso de los episodios de crisis anteriores, hecho que marca un cambio tectónico en marcha de la distribución geográfica de los polos de crecimiento. De hecho, la recuperación actual estableció un grupo de mercados emergentes (principalmente Brasil, China, India, Corea del Sur, Malasia, Filipinas y Tailandia) como jugadores cada vez más importantes en la dinámica de crecimiento mundial.

El Panel A de la Figura 1.6 muestra los pronósticos de crecimiento del PIB para 2010 y 2011. Los países de ingreso medio no sólo empezaron a recuperarse antes de los de ingreso alto sino que de manera mucho más vigorosa. Los pronósticos actuales del PIB predicen una tasa de crecimiento promedio de más de 6.4 por ciento (5.5 por ciento) en 2010 (2011) para los países de ingreso medio comparado con sólo 2.3 por ciento (2 por ciento) para países de ingreso alto. El rango de tasas de crecimiento esperado para economías emergentes es, sin embargo, amplio. Por ejemplo, mientras que se espera que China, India y Brasil crezcan en el rango de 7-10 por ciento en 2010, los pronósticos indican que la actividad económica en los países de ECA crecerá alrededor del 4 por ciento. Las proyecciones para los países de LAC, que se muestran en el Panel B de la Figura 1.6, están en línea con el promedio de los países de ingreso medio. La región como un todo probablemente tendrá un crecimiento del PIB en el rango de 5-6 por ciento en 2010. Y la proyección de consenso para LAC en 2011 fluctúa alrededor de 4 por ciento, aunque dicho pronóstico está sujeto a la incertidumbre que rodea la evolución futura de las economías de los países ricos.

La proyección promedio para la región de LAC esconde mucha variación entre países. La varianza se debe en parte al tamaño y la calidad de los amortiguadores de política macroeconómica y liquidez de pre-crisis. Los países con mejor desempeño en materia de crecimiento este año son Argentina, Brasil, y Perú donde se espera que el crecimiento sea de 7.5 por ciento. Uruguay y Paraguay también registran tasas de crecimiento por encima del promedio regional (6.1 por ciento). Se espera que Chile, Colombia, República Dominicana, México y Panamá tengan crecimiento robusto en un rango de 4-5 por ciento, bastante cerca del promedio regional. Por otra parte, se espera que muchos de los países de América Central y el Caribe, incluyendo por ejemplo a Nicaragua, Honduras, Guatemala, El Salvador y Trinidad y Tobago tengan una recuperación relativamente más débil (con tasas de crecimiento en el rango de 1-3 por ciento). Se proyectan tasas de crecimiento negativas para muy

pocos países en la región, destacando Jamaica (-0,3 por ciento), Venezuela (-3.1 por ciento) y Haití (-8,5 por ciento), ésta última producto de los efectos devastadores del terremoto reciente.¹⁶

FIGURA 1.6 Pronósticos de Crecimiento del PIB para 2010 y 2011



Fuentes: Consensus Forecasts (Septiembre 2010) y WEO del FMI (Abril 2010).

La heterogeneidad entre países en la recuperación también puede capturarse analizando, en primer lugar, si los países se recuperan y, de lograrlo, cuándo los países recuperarán un *nivel* de referencia de actividad económica. Para este fin, se consideran dos niveles de referencia: primero, el nivel del PIB que se alcanzó en 2008, es decir, el nivel máximo (pico) previo a la crisis; y segundo, el nivel que los países hubieran registrado en 2010-2011 de mantener las tasas de crecimiento promedio logradas en el período de 2000-2007. Esta última medida del PIB de referencia es una medida proxy del producto potencial, basada a su vez en una medida proxy del crecimiento de tendencia.

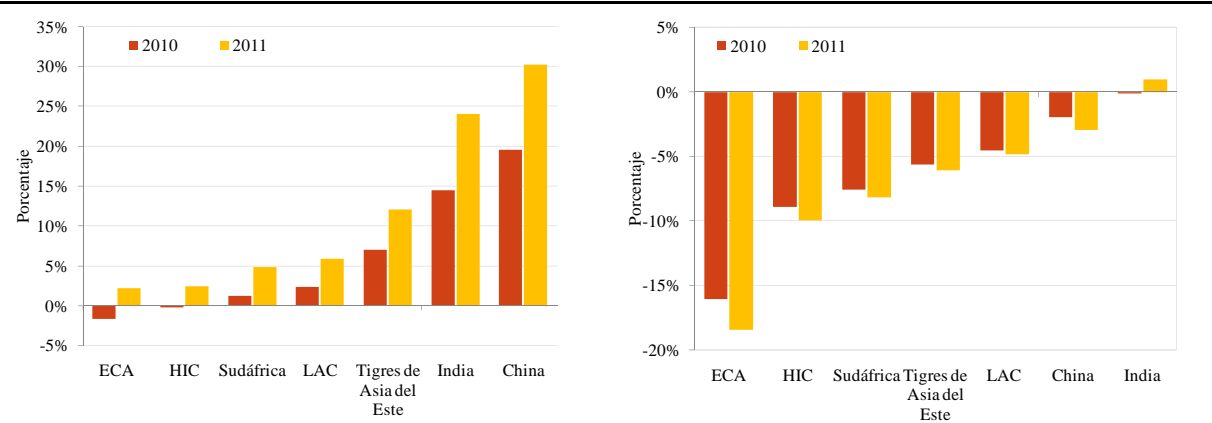
Consideremos, en primer lugar, los niveles esperados de PIB en 2010-2011 en relación a los de 2008 [Panel A de Figura 1.7]. Se espera que el PIB de todas las regiones del mundo supere sus niveles de 2008 en 2011. En 2010, sin embargo, se estima que los niveles promedio de actividad económica real de los países de ingreso alto y de la región de ECA permanezcan por debajo de sus niveles de 2008, en -0.2 y -1.7 por ciento, respectivamente. En contraste, el PIB del resto de las regiones emergentes excederá cómodamente en 2010 el nivel de 2008. En este aspecto, la región de América Latina y el Caribe está un poco rezagada en comparación a los países de ingreso medio. Mientras que el PIB de LAC en 2010 estará 2.3 por ciento por encima del de 2008, se estima que el de los Tigres del Este Asiático, India y China registre excesos de 6.9, 14.5 y 19.5, respectivamente. Asimismo, este elevado grado de heterogeneidad se produce al interior de LAC, donde la recuperación en 2011 de América del Sur (en 9.4 por ciento por encima de 2008) comparable a la de los Tigres del Este Asiático y está bien por encima de la recuperación de América Central y el Caribe (4.8 y 0.5 por ciento, respectivamente). Entre los países de LAC, Argentina, Brasil, República Dominicana, Panamá, Perú y Uruguay son los líderes, ya que se estima que su PIB en 2010 exceda los niveles de 2008 por encima del 7 por ciento.

¹⁶ Los pronósticos para países presentados en este reporte corresponden a los de Consensus Forecasts de Latinoamérica de Septiembre de 2010. Sin embargo, las proyecciones oficiales y privadas pueden diferir de los pronósticos aquí usados. Puede esperarse tasas de crecimiento más robustas para algunos países de LAC.

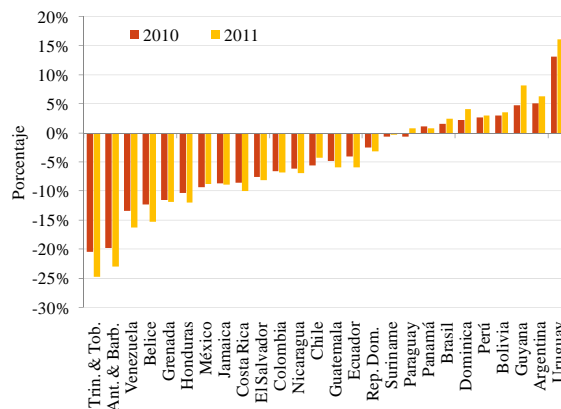
Un patrón similar entre países emerge si la comparación se hace con el PIB potencial, aproximado por el nivel del PIB que se habría alcanzado si la crisis no hubiera tenido lugar y los países hubieran continuado creciendo a las tasas promedio alcanzadas en el período de 2000-2007. El Panel B de la Figura 1.7 muestra que, de acuerdo con esta medida aproximada del costo de la crisis global en términos de producto, los países de peor desempeño son nuevamente los de ingreso alto y los de la región de ECA. Se proyecta que el PIB de LAC esté cerca de 5 por ciento debajo de su potencial en 2011, lo cual es comparable con los Tigres del Este Asiático, para los cuales se espera que estén alrededor de 6.1 por ciento por debajo de su potencial en 2011. Se espera que la actividad económica en China e India en 2011, en contraste, esté sólo 3 y 1.1 por ciento por debajo del potencial. Brasil, sin embargo, puede compararse favorablemente con estos países, ya que se espera que su PIB esté 2.5 por ciento *por encima* de su potencial en 2011.

FIGURA 1.7 Costos Estimados de la Crisis

PANEL A Niveles Esperados de PIB en 2010 y 2011 Relativos al PIB en 2008 **PANEL B Niveles Esperados de PIB Relativos al PIB de Tendencia**



PANEL C Niveles Esperados del PIB Relativos al PIB de Tendencia - Países de LAC



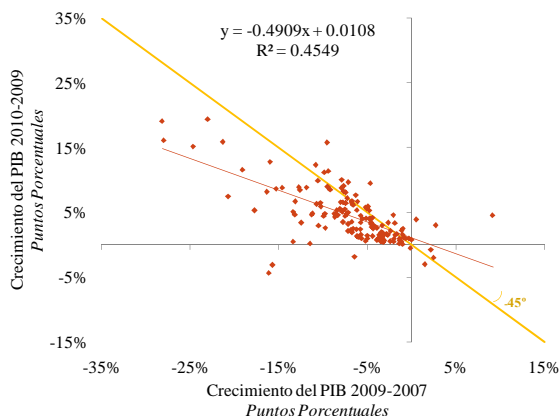
Notas: El PIB de tendencia, utilizado en los Paneles B y C, se define como el PIB que cada país habría tenido si hubiera crecido entre 2008 y 2010 a la misma tasa que entre 2000 y 2007. Fuentes: Didier, Hevia, y Schmukler (2010) y Consensus Forecasts (Septiembre 2010).

Dentro de la región también se observa un patrón similar de variación cuando la recuperación se mide usando esta medida proxy del producto potencial [Panel C de Figura 1.7]. En efecto, se predice

que la actividad económica real en América del Sur esté sólo 0.6 por ciento por debajo de su potencial en 2011, mientras que se proyecta que América Central y el Caribe estén 8,2 y 11,2 por ciento por debajo, respectivamente. A nivel de países, se observan aún mayores disparidades. Entre naciones del Caribe, se espera que el producto proyectado para 2011 en Trinidad y Tobago esté 25 por ciento por debajo de su potencial¹⁷ mientras que el déficit para República Dominicana sería sólo de 3 por ciento. Similarmente, en América Central, Panamá y Guatemala son los de mejor desempeño, mientras que Honduras y Belice están entre los peores. En América del Sur, en cambio, muchos países alcanzarán los niveles de producto potencial en 2011, con Argentina, Brasil y Uruguay por delante del resto. Una excepción notable es Venezuela, que se proyecta que estará 16 por ciento por debajo de su producto potencial en 2011.

Es importante notar que la fortaleza relativa de la recuperación puede sobreestimar la resistencia al shock externo en la medida en que refleja diferencias en el efecto de “rebote” puro. Esto es, se espera que las economías que sufrieron mayores colapsos del crecimiento entre 2007 y 2009 registren expansiones del PIB más fuertes durante 2010 en términos porcentuales, simplemente porque crecen a partir de una base menor y se apoyan en factores de ajuste automático como la reconstitución de inventarios. La Figura 1.8 muestra más claramente esta correlación entre países.¹⁸

FIGURA 1.8 Cambios en Tasas de Crecimiento del PIB
Tasas de Crecimiento del PIB Real en 2010-2009 vs. Tasas de Crecimiento del PIB Real en 2009-2007



Notas: El gráfico sólo incluye países de ingreso alto y medio. Fuentes: WEO del FMI (Abril 2010) y Consensus Forecasts (Septiembre 2010).

A medida que la fase de recuperación aún continúa, no se dispone todavía de los datos necesarios para aislar el efecto rebote puro del efecto de resistencia *per se*, esto es, la parte de la recuperación asociada a marcos de política macro-financiera más robustos, incluyendo los mencionados cambios en política hacia una mayor diversificación en las estructuras y destinos de exportación así como a formas más seguras de integración financiera internacional. Esta aclaración, sin embargo, no invalida el punto hecho anteriormente que en promedio la resistencia de LAC en la recuperación ha sido

¹⁷ Los grandes déficits en relación al PIB potencial para Trinidad y Tobago y Venezuela –dos grandes exportadores de petróleo– están excesivamente magnificados en la medida en que el PIB potencial en 2011 es estimado usando las tasas de crecimiento promedio del período 2000-2007, durante el cual el crecimiento fue realizado por grandes ganancias en términos de intercambio que son poco probables de repetirse en el futuro cercano.

¹⁸ Nuestra caracterización de los efectos “rebote” no distinguen países según sus tasas de crecimiento del PIB inicial ni tampoco según cuán lejos están del producto potencial. Sin embargo, puede haber no-linealidades importantes en la relación entre el colapso del crecimiento y la recuperación del crecimiento en estos dos factores que no se consideran aquí.

relativamente fuerte y comparable a otros países de ingreso medio, especialmente en términos de su capacidad de recuperar los niveles del producto potencial.

Determinantes Diferentes y Velocidades Diferentes: Dinámicas de la Recuperación

Esta sección presenta una comparación entre las dinámicas de la recuperación en los países de LAC y aquellas en los Países de Ingreso Mediano (PIM) y Países de Ingreso Alto (PIA) utilizando datos trimestrales de la evolución de indicadores macroeconómicos durante los periodos de recesión y expansión entre 1970-2010.¹⁹ En particular, esta sección evalúa el comportamiento del PIB, sus componentes de demanda (consumo privado e inversión) y las variables de política alrededor de los picos (*peaks*) del PIB real; haciendo una comparación entre el ciclo actual y los promedios históricos de las variables alrededor de picos en ciclos anteriores. Este análisis resalta los factores que hasta el momento han sido determinantes para la recuperación y profundiza en el estudio de la dinámica de la actividad económica durante la recesión global de 2008-2009 en comparación con el promedio de los patrones característicos de recuperaciones pasadas (posteriores a 1970).

La figura 1.9 muestra la evolución del PIB, el consumo privado y la inversión durante el ciclo económico actual (2007-2010) en comparación con los promedios históricos entre 1970-2006, usando rangos de 8 trimestres alrededor de los picos del PIB real. En esta ocasión, y de manera amplia, los países de LAC se han desempeñado mejor en comparación con su historia. Más aún, el análisis muestra que la caída del PIB real fue de menor duración en esta oportunidad. En el ciclo actual, el PIB real de LAC comenzó a crecer a tasas mayores que en el promedio histórico de la muestra 6 trimestres después de alcanzar el pico.²⁰ En el pasado, a la región le tomaba más de dos trimestres adicionales alcanzar tasas de crecimiento superiores al promedio. La menor duración y la ligeramente menor amplitud de la caída en el PIB se explica por un mayor consumo privado, dado que el comportamiento de la inversión fue similar al observado en ciclos pasados.

LAC no sólo tuvo un mejor desempeño en relación a su historia sino que también tuvo un mejor desempeño que el promedio de los PIA y PIM en este ciclo. De forma particular, la caída en el crecimiento (relativo al promedio histórico) fue menor al observado en el promedio de PIM. En lo que respecta a los PIA, la recuperación de las tasas de crecimiento históricas se ha mantenido esquivada incluso después de 8 trimestres desde que se alcanzó el pico. Cabe destacar que, a diferencia de lo observado para los países de LAC, la caída para los PIM y PIA sería de mayor magnitud y duración en comparación a su propio pasado. La debilidad de la recuperación tanto en el consumo como en la inversión está detrás del mediocre desempeño de estos dos grupos de países.

La historia de frecuentes y devastadoras crisis financieras en LAC es bastante conocida. Como se mencionó anteriormente, en episodios de crisis pasadas, las vulnerabilidades financieras y macroeconómicas sustanciales creadas por los países de LAC disminuían su capacidad para ejecutar políticas contracíclicas. De esta forma, los países de la región se veían obligados a responder de forma procíclica, aumentando tasas de interés, recortando fuertemente el gasto fiscal o aumentando los impuestos para contener y hacer frente a las salidas de capitales, las presiones sobre las monedas

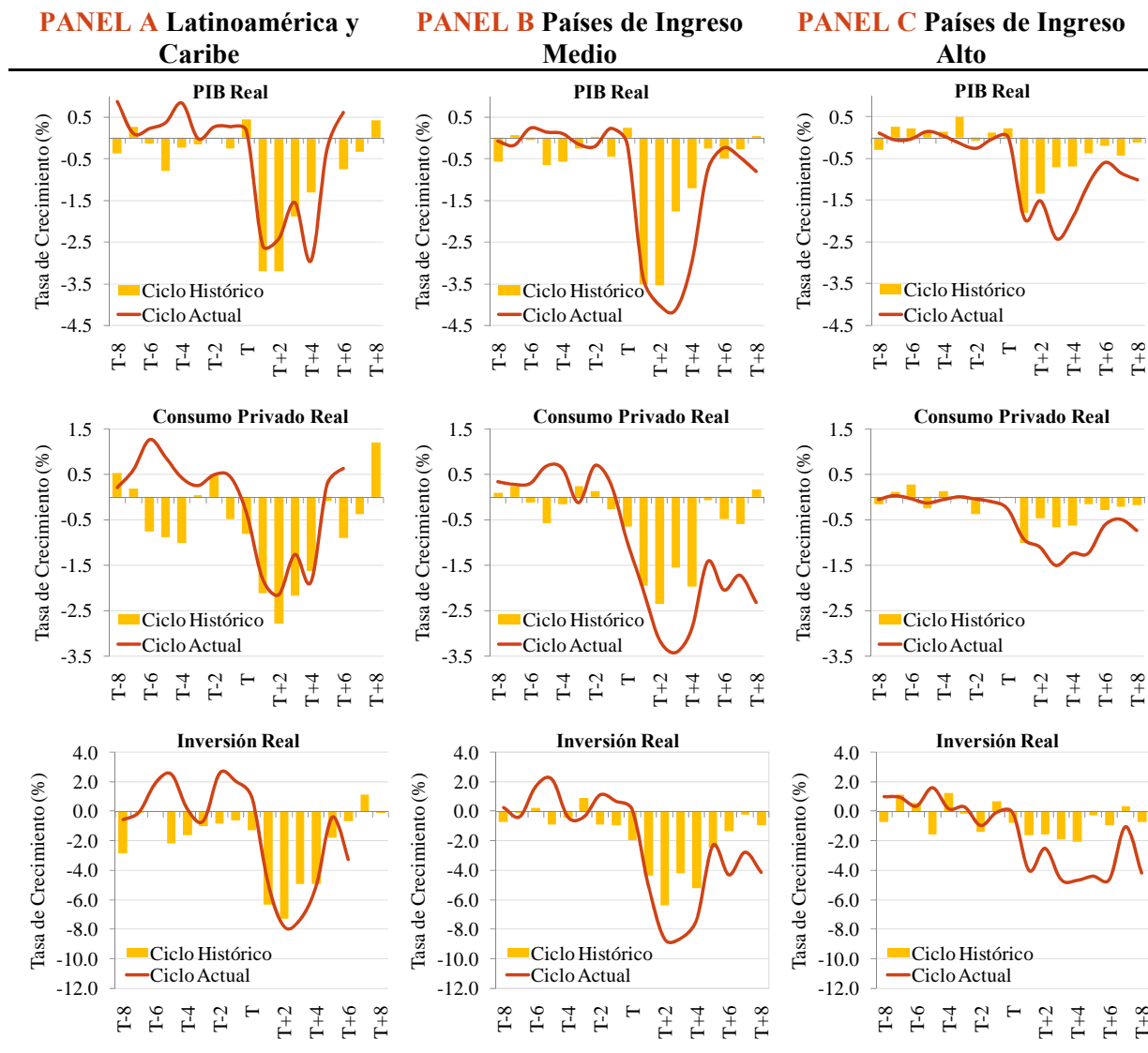
¹⁹ De forma específica, se usan datos trimestrales de producción, inversión, consumo público y privado y tasas de interés nominal para el periodo 1970q1-2010q1. Nuestra muestra está compuesta por 24 PIA y 36 PIMs, de los cuales 9 países pertenecen a la región LAC: Argentina, Brasil, Chile, Colombia, Costa Rica, Ecuador, México, Perú y Venezuela.

²⁰ Los “promedios históricos” se calculan usando promedios simples en las fechas en que se presentaron todos los picos para la muestra de 66 países en el periodo 1970q1-2010q1. Los picos son identificados usando la modificación aplicada para datos trimestrales del algoritmo de Bry-Boschan (Harding & Pagan, 2002; Engel, Haugh, & Pagan, 2005)

y los menores niveles de reservas internacionales. Más aún, en muchos casos, estas medidas desesperadas no eran capaces de evitar la crisis en los sistemas financieros domésticos.

FIGURA 1.9 Producto Real, Consumo Privado Real e Inversión Real alrededor de Picos en Ciclos Económicos

Ventanas de 8 Trimestres alrededor de Picos del PIB Real

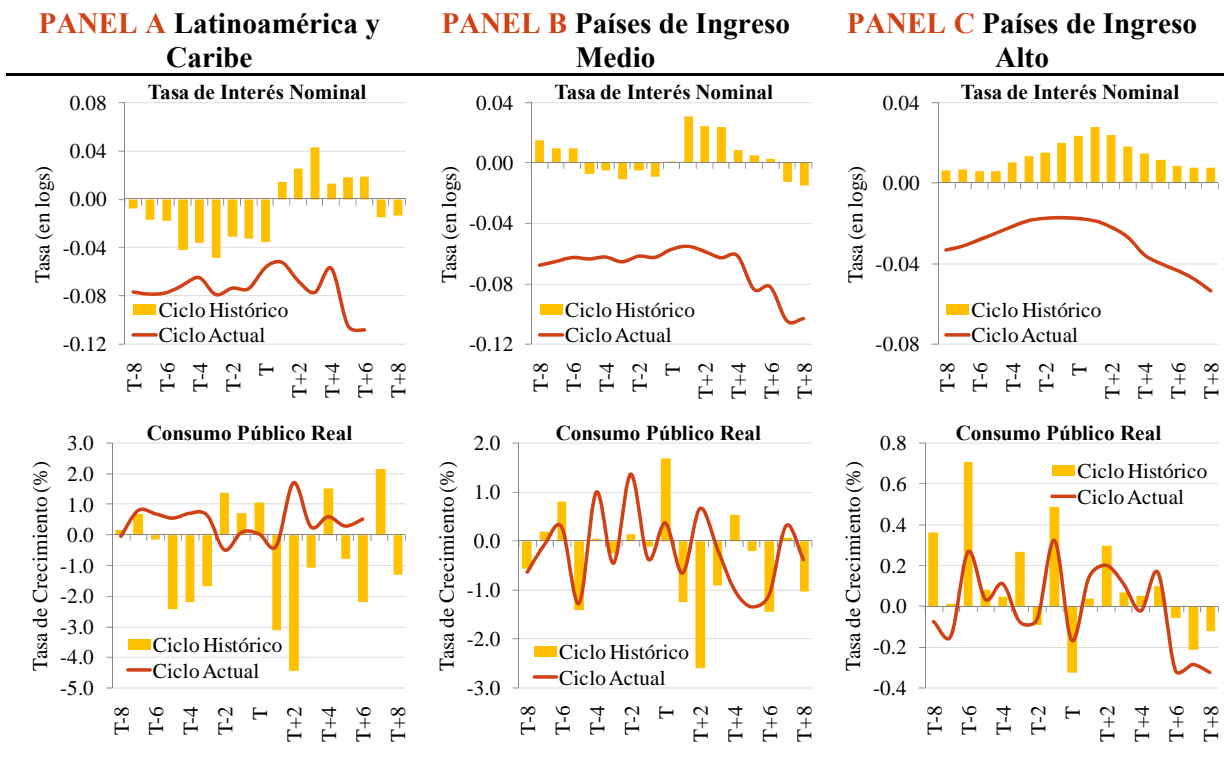


Notas: La muestra de países de LAC incluye a Argentina, Brasil, Chile, Colombia, Costa Rica, Ecuador, México, Perú y Venezuela. Fuentes: Calderón y Servén (2010), EIU, Haver Analytics, Bancos Centrales de LAC y Oficinas de Estadísticas.

En contraposición a lo que sucedió en el pasado, la crisis financiera global encontró a los países de LAC con el espacio y la credibilidad necesaria para ejecutar políticas monetarias y fiscales contracíclicas, lo que les permitió mitigar parcialmente el efecto del shock global. La figura 1.10 muestra que algunos países de la región tuvieron la capacidad no sólo de reducir las tasas de interés nominales (especialmente en los casos de países con esquemas de metas de inflación –Brasil, Chile,

Colombia, México y Perú), sino también de incrementar el gasto público en términos reales, el cual se destinó en gran parte a inversiones en programas sociales y de infraestructura. Por ejemplo, como se muestra en el Panel A de la figura 1.11, Chile y Colombia disminuyeron sus tasas de política monetaria en 7 puntos porcentuales o más (entre diciembre de 2008 y julio de 2009). Perú y Brasil también redujeron fuertemente sus tasas con disminuciones de 5.3 puntos porcentuales y 4.25 puntos porcentuales respectivamente.

FIGURA 1.10 Reacciones de Política alrededor de Picos en Ciclos Económicos
Ventanas de 8 Trimestres alrededor de Picos del PIB Real



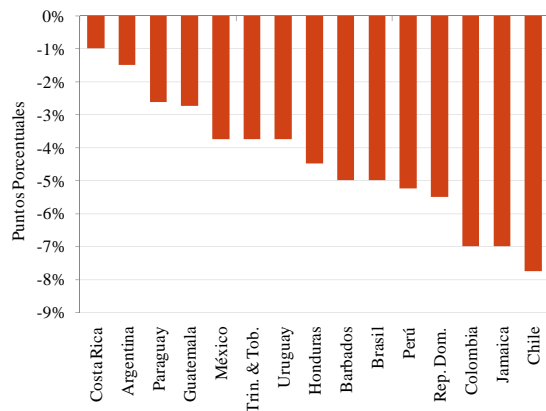
Notas: En las figuras, el periodo T corresponde al año en el que se produce el pico en el ciclo del PIB. La muestra de países de LAC incluye a Argentina, Brasil, Chile, Colombia, Costa Rica, Ecuador, México, Perú y Venezuela. El análisis de las tasas de interés excluye períodos de alta inflación - eso es, observaciones de país-trimestre donde la tasa anual de inflación del IPC excede el 50%. Fuentes: Calderón y Servén (2010), EIU, Haver Analytics, Bancos Centrales de LAC y Oficinas de Estadísticas, IFS del FMI.

Al mismo tiempo que se recortaban las tasas de política monetaria, algunos países tuvieron la capacidad de implementar políticas para mantener el flujo de crédito en un contexto de mayor aversión al riesgo entre los acreedores privados. Podría decirse que Brasil fue el país más agresivo de la región en este aspecto, con respuestas muy proactivas –implementadas en gran medida a través del banco central y bancos de desarrollo– para garantizar la liquidez tanto en moneda doméstica como en moneda extranjera, apoyar el financiamiento del comercio internacional y asegurar la disponibilidad de crédito para el sector corporativo. Por ejemplo, el Ministerio de Hacienda de Brasil prestó a BNDES un monto aproximado de R\$ 100 billones (3.2 por ciento del PIB) en el 2009 y R\$ 80 billones en 2010 para mantener el flujo de crédito hacia el sector privado. En materia fiscal, los países de LAC que contaban con amortiguadores (*buffers*) tanto de política (e.g., ahorro público)

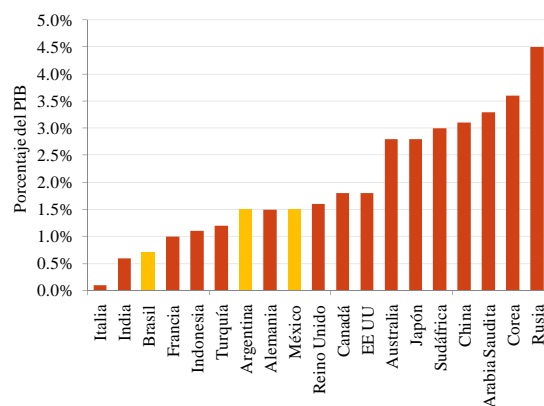
como de liquidez (los cuáles, en algunos casos, incluyeron recursos de organismos multilaterales) implementaron medidas que van desde recortes de impuestos hasta otorgamiento de subsidios e incrementos en el gasto público. El Panel B de la Figura 1.11 muestra la magnitud de las medidas fiscales discretionales implementadas por Argentina, Brasil y México en el año 2009, comparadas con aquellas implementadas en otros países del G-20.²¹ El Panel C de la Figura 1.11 destaca el carácter contracíclico de estas medidas, que contrasta con el papel de la política fiscal en episodios de crisis anteriores.

FIGURA 1.11 Cambios en Políticas durante la Crisis Financiera Global

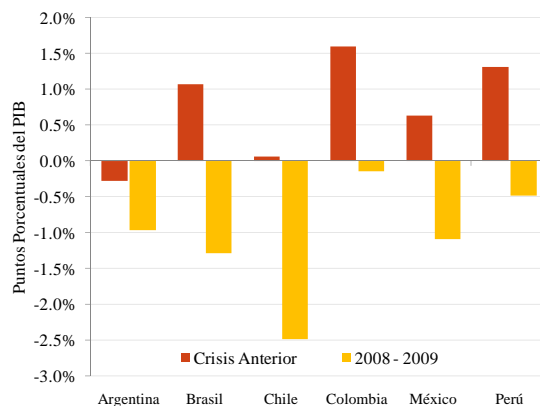
PANEL A Política Monetaria - Cambios en Tasas de Política Monetaria



PANEL B Política Fiscal - Costos Estimados de las Medidas Discretionales Fiscales en 2009



PANEL C Variación en los Superávits Primarios Ajustados por el Ciclo para Países de LAC



Notas: Esta figura reporta la variación promedio trimestral (en puntos porcentuales del PIB) del balance primario ajustado por el ciclo de los países de LAC-6 durante la recesión global asociada a la crisis financiera de 2008-2009 y durante los dos períodos de recesión anteriores asociados a crisis previas. Valores negativos (positivos) indican una expansión (contracción) en las políticas fiscales discretionales. Fuentes: FMI (2009), CEPAL y Bloomberg en Paneles A y B, y cálculos del staff de LCRCE basados en Haver Analytics y Datastream en Panel C.

²¹ El costo estimado de las medidas discretionales presentadas en la figura 1.11 es sólo un indicador del costo real de las políticas fiscales contracíclicas, dado que el tipo de políticas implementadas varía entre los países. Por ejemplo, es posible que algunas políticas implementadas no formen parte del presupuesto del gobierno.

Las Mejoras del Sistema Inmunitario Fueron Puestas a Prueba y Pasaron con Buena Nota

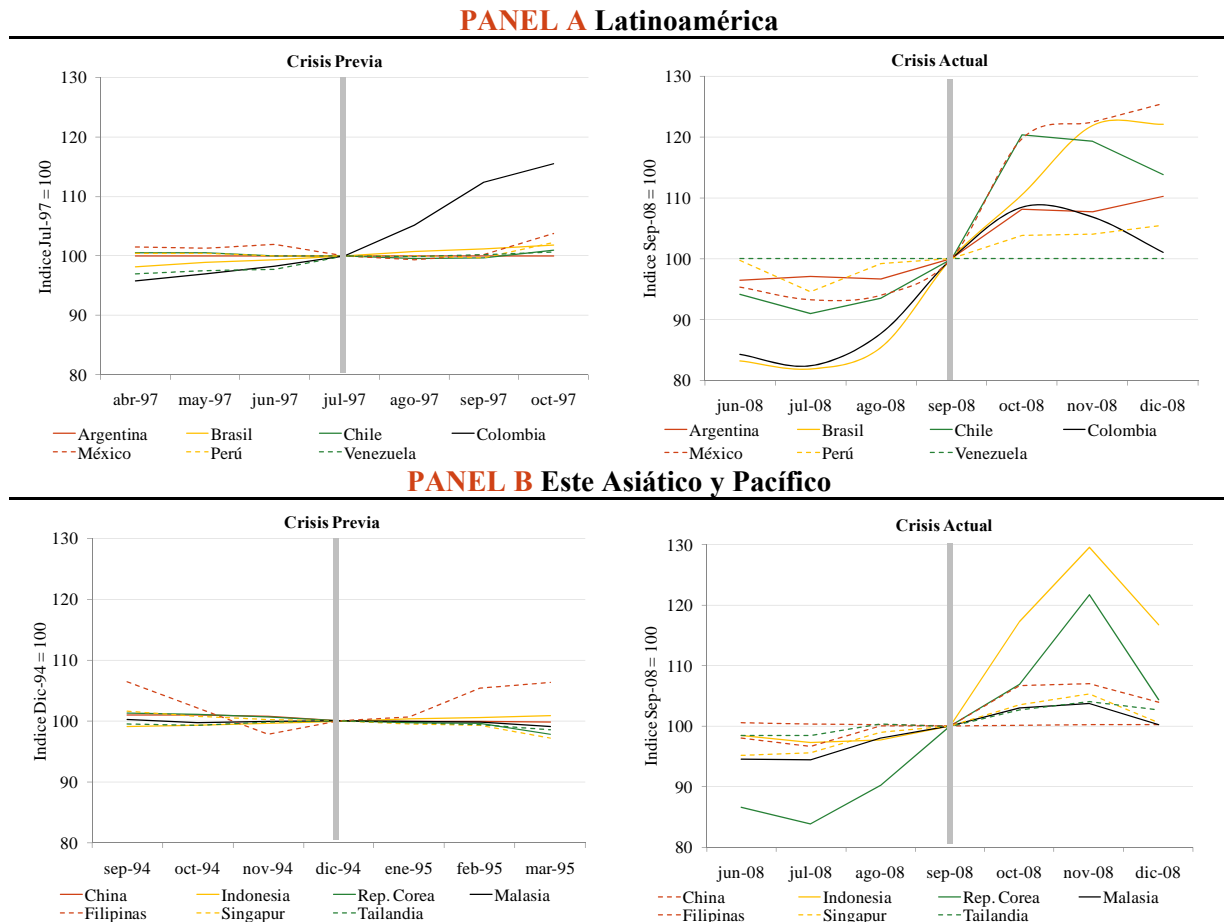
El desempeño de los países de LAC y otras economías emergentes, especialmente aquéllas localizadas en Asia, hacia el final de la crisis *subprime* no tiene precedentes. La consolidación de los marcos de política financiera y macroeconómica prudentes y la reconstitución de los amortiguadores asociados a éstas, incluyendo una integración a los mercados de capitales internacionales más segura, han sido los factores principales para reducir las vulnerabilidades externas de la región. En este sentido, Latinoamérica ha podido, en promedio, fortalecer su sistema de inmunización contra choques externos adversos.

Como se discutió en la sección anterior, la capacidad de implementar políticas contracíclicas es una nueva, y ciertamente notable, característica en la formulación de políticas macroeconómicas en los países de LAC. Este ha sido el resultado de un proceso expedito y constante de construcción y desarrollo institucional que han venido realizando varios países de la región durante los últimos 25 años, en parte como respuesta a las dolorosas lecciones aprendidas durante las crisis recurrentes que se sufrieron desde la década de 1980. Este proceso incluye mejoras y combinaciones virtuosas de política. Los marcos estables de política monetaria, sustentados en bancos centrales con mayor credibilidad y manejados con mayor profesionalismo, fueron un elemento esencial para mitigar el impacto en las economías domésticas cuando se produce el colapso de la actividad económica mundial. Los países con metas de inflación (Brasil, Chile, Colombia, México y Perú) son ejemplos notables. Otro factor que contribuyó a que los países pudieran disminuir sus tasas de interés fue el régimen cambiario. Con la excepción de Europa del Este, la mayoría de las economías emergentes (globalizadas financieramente), incluyendo a muchos países de LAC, han flexibilizado sus regímenes cambiarios. Esta transición fue posible debido a una mayor credibilidad y capacidad institucional de los bancos centrales, así como una reducción en los descalces monetarios de los balances contables de los gobiernos y del sector privado como resultado de un proceso estable de reducción en la inflación y una menor volatilidad en los precios. Más aún, la efectividad de la mayor flexibilidad cambiaria se ha visto fortalecida por la profundización de los mercados de deuda en moneda local, llevando a que los movimientos cambiarios tengan un impacto menor en los balances contables. En consecuencia, muchos banqueros centrales en los países de LAC permitieron una depreciación significativa de monedas hacia el final de 2008, amortiguando el shock global y, al mismo tiempo, ayudando a mitigar el deterioro en las cuentas externas [Figura 1.12].

En el área de las finanzas públicas, una administración eficiente de la deuda y una mayor disciplina fiscal contribuyeron a una reducción en el monto de la deuda del gobierno así como la reducción de las vulnerabilidades asociadas con la composición de la deuda por monedas y estructura de tasas de interés y plazos, con efectos favorables para la profundización de los mercados de deuda en moneda local. El progreso sistémico y continuo de la administración de las finanzas públicas en Brasil es un ejemplo destacado en este sentido (Gooptu & Primo Braga, 2010). La Ley de Responsabilidad Fiscal de 2000 en Brasil, que se aplica a todos los niveles del gobierno, consolidó la legislación en materia de temas fiscales que se había aprobado desde 1997 y transformó los mercados de deuda subnacional, que representan cerca del 30 por ciento del total de la deuda neta del sector público. Este marco legislativo unificador especificó que el endeudamiento está permitido únicamente para inversiones en capital público de largo plazo, e impuso límites en el déficit fiscal, el déficit primario y la razón del servicio de deuda. Esto, junto con reformas importantes en el manejo de la deuda, permitió que Brasil redujera su deuda externa y retirara deuda doméstica denominada en dólares del mercado, llegando a una exposición negativa en dólares en sus cuentas en los años anteriores a la

crisis (Canuto, 2008). Colombia es otro ejemplo donde la Ley de Responsabilidad y Transparencia Fiscal de 2003 buscó limitar la deuda de las entidades territoriales sub-nacionales a su capacidad de pago. Asimismo, se modificó la regulación a las instituciones financieras que prestaban a los organismos sub-nacionales (Liu, Prasad, Rowe & Zeikate, 2009). Como resultado de este tipo de innovaciones de política, los procesos fiscales fueron más viables en la región, a pesar que, con excepción de Chile, estos procesos continuaron con una tendencia procíclica en la mayoría de los países de LAC (Calderon & Fajnzylber, 2009).

FIGURA 1.12 Fluctuaciones en el Tipo de Cambio Nominal alrededor de Crisis

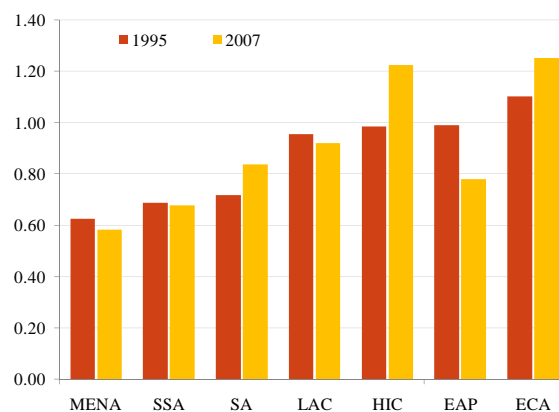


Notas: esta figura muestra el comportamiento de las tasas de cambio nominales alrededor de los periodos de crisis, cuando estas crisis fueron originadas de manera externa a la región. Fuentes: Didier, Hevia y Schmukler (2010).

La solvencia de los sectores financieros domésticos también se elevó en varios países de LAC debido a una mejor regulación y supervisión, prácticas financieras prudentes de los intermediarios financieros y la liquidez local abundante. Estos factores contribuyeron a una combinación virtuosa de mayor profundización financiera y un incremento en la proporción de préstamos financiados con depósitos en moneda local [Figura 1.13]. Quizá por primera vez en décadas recientes, los sistemas financieros locales de los países de LAC no amplificaron el shock que se originaba en el sistema

financiero internacional.²² En particular, la mayoría de los sistemas financieros de los países de LAC se cuidaron de no depender de financiamiento mayorista de corto plazo (*short-term wholesale funding*) para sus operaciones de crédito. Esto fue especialmente importante porque, como lo muestra Raddatz (2010), cuando el mercado interbancario internacional de financiamiento mayorista (*wholesale*) decayó en el último trimestre de 2008, los bancos alrededor del mundo que dependían de este tipo de financiamiento fueron golpeados de manera más fuerte y tuvieron serios problemas para hacer *rollover*. De esta forma, incluso cuando el ambiente externo se estaba deteriorando rápidamente, los sistemas financieros locales de LAC se mantuvieron con firmeza y los depositantes no huyeron del sistema bancario doméstico (a diferencia de lo ocurrido en crisis anteriores).

FIGURA 1.13 Apalancamiento en Períodos de Pre-Crisis en Economías Emergentes
Razón de Préstamos a Depósitos



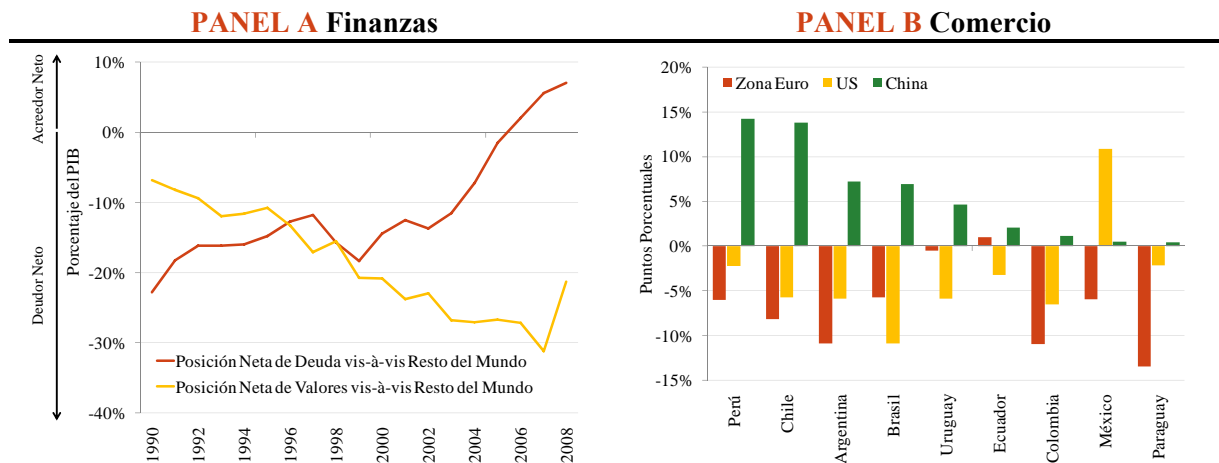
Fuente: Beck y Demirguc-Kunt (2009).

En el frente externo, los países de LAC se han venido integrando de un modo más segura en los mercados globales, proceso que ya estaba bastante adelantado desde aproximadamente seis años antes de la crisis. Dos desarrollos importantes han permitido que los países de la región hayan reducido las vulnerabilidades que surgen de la mayor integración financiera internacional. En primer lugar, muchos países de LAC mejoraron sus posiciones de cuenta corriente, en parte gracias a shocks favorables en los términos de intercambio, disminuyendo su dependencia de fuentes de financiamiento externo. En segundo lugar, y quizá más importante, muchos países han cambiado la estructura de sus activos y pasivos externos de modo tal que los efectos de los balances contables no los perjudique en esta ocasión. En promedio, se produjo un cambio en la estructura de pasivos externos de instrumentos de deuda a valores de renta variable y la acumulación de activos de deuda en moneda extranjera excedió el monto de las obligaciones de deuda externa [Panel A de la Figura 1.14]. Una depreciación cambiaria en LAC eleva el valor de sus activos externos en moneda local, mientras que el valor de sus pasivos de deuda se reduce. Con el colapso en el crecimiento y en los mercados bursátiles, el valor en moneda local de los pasivos en instrumentos de renta variable de los países de LAC se contrajo. Una situación opuesta sucede en los países desarrollados, quienes

²² A pesar que el crédito bancario total disminuyó durante la crisis, los bancos extranjeros operando en los países de LAC no actuaron como una fuerza desestabilizadora importante durante la crisis; sino que en general, se comportaron de forma similar a los bancos privados locales. Este hecho, sin embargo, no significa que los bancos extranjeros no hayan jugado un papel en la transmisión de la crisis (Cetorelli & Goldberg, 2010).

incrementaron sus pasivos de deuda en comparación a los países emergentes, reflejando en parte los grandes flujos de deuda usados para financiar el déficit de cuenta corriente de Estados Unidos.²³

FIGURA 1.14 Una Integración más Segura en LAC



Notas: El Panel B muestra la variación en exportaciones por regiones entre 1990 y 2008. Fuentes: Lane y Milesi-Ferretti (2007) y DOTS del FMI.

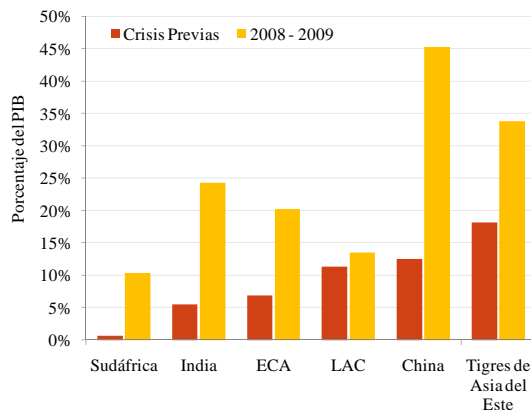
El otro lado de la moneda de esta forma más segura de integración financiera internacional fue la acumulación de reservas internacionales, que incrementaron de forma dramática en los países emergentes desde la crisis financiera asiática de finales de la década de los 90s [Figura 1.15]. La acumulación de reservas funcionó como un mecanismo de auto-aseguramiento durante la crisis, reduciendo las probabilidades de pánico bancario o monetario. De hecho, cuando se desencadenó la crisis mundial, muchas economías emergentes (incluyendo varios países de LAC) mantuvieron reservas internacionales que superaban los montos de sus pasivos de corto plazo. Esto eliminaba las preocupaciones de enfrentar dificultades para hacer *rollover* de la deuda, dando a los inversionistas menos incentivos para llevar a cabo un ataque especulativo en las monedas domésticas. Al mismo tiempo, los altos niveles de reservas internacionales dieron a los bancos centrales espacio suficiente para contener las depreciaciones de sus monedas durante el periodo de crisis.

Otro factor que ayuda a explicar la resistencia de los países de LAC, especialmente los que se encuentran en América del Sur, es la creciente diversificación de sus vínculos comerciales que se ha venido desarrollando en los últimos 20 años en medio de una creciente demanda por recursos naturales (los cuales son relativamente abundantes en la región) e impulsada principalmente por las altas tasas de crecimiento de China. En consecuencia, el alto grado de sincronización de las expansiones y recesiones de EE.UU. y LAC se ha venido moderando. Asimismo, el comercio de los países de LAC, que tradicionalmente se encontraba vinculado en su mayoría a los EE.UU. y, en menor medida, a Europa, se ha reorientado hacia China y otras economías del Asia [Panel B de la Figura 1.14]. Claramente, China es más importante para Latinoamérica en la actualidad, no sólo directamente (a través de las exportaciones de materias primas agrícolas y minerales que exporta la región a China), sino también de manera indirecta, por el impacto que China tiene en los mercados internacionales de materias primas (que son abundantes en LAC) y en los mercados de *terceros-países* (a los cuales exporta LAC).

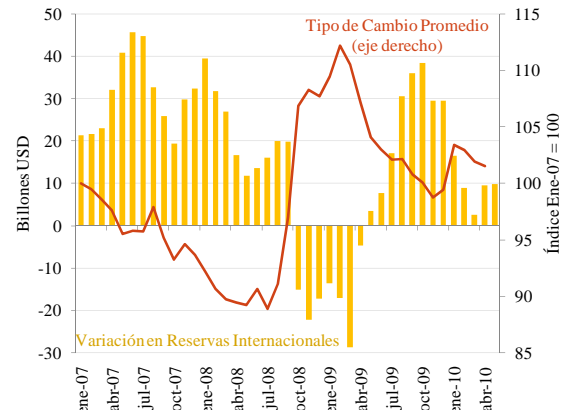
²³ Ver, por ejemplo, Gourinchas y Rey (2007) y Lane y Milesi-Ferretti (2007)

FIGURA 1.15 Reservas Internacionales

PANEL A Monto Total de Reservas Internacionales



PANEL B Variación en Reservas Internacionales y Tipo de Cambio Promedio-LAC



Notas: La crisis anterior en el Panel A fue definida como la crisis Asiática (1997) para todas las regiones excepto para LAC, para la cual se usó un promedio simple entre la crisis Asiática y la crisis del Tequila (1995). Las tasas de cambio promedio en el Panel B son los promedios simples del índice de la tasa de cambio de LAC-7. Fuentes: Banco Mundial WDI

Como resultado, el comovimiento del ciclo económico de China con los países de LAC se ha venido incrementando, especialmente para los países de América del Sur, pero también para Costa Rica y Panamá. Como se muestra en Anexo de este reporte, hay evidencia de un menor co-movimiento entre países ricos y economías emergentes, incluyendo a los países de LAC. De hecho, el crecimiento en los países de LAC parece estar más atado al desarrollo de China que a los países avanzados. A medida que la región diversifique sus vínculos comerciales con el resto del mundo, las fuentes y la naturaleza de los shocks externos también se van a diversificar. En este sentido, los shocks que provienen de otras economías emergentes pueden ser más relevantes para los países de LAC en un futuro. Esto es algo importante para tener en cuenta, debido a que la volatilidad de estos choques puede ser mayor en el futuro que aquella que proviene de países ricos.

Los mayores vínculos comerciales con Asia Emergente, y China en particular, sugieren que parte de la resistencia en la fase de recuperación de la crisis también debe ser atribuida a factores de arrastre externos. La demanda externa de Asia Emergente aceleró la actividad económica impulsando las exportaciones y mejorando los términos de intercambio de los países de LAC que son exportadores netos de bienes primarios –que, como se ha mencionado, se ubican principalmente en América del Sur y corresponden a más del 90 por ciento de la población de la región y de su PIB. El aumento de los precios de las materias primas, que se recuperaron al igual que los precios de otros activos en el primer semestre del 2009, ha hecho que la recuperación de los países exportadores de bienes primarios de LAC sea más robusta.

Desafíos Macroeconómicos y Financieros y las Tensiones que se Esperan para LAC

Una de las principales lecciones de la crisis es que a pesar de que los países de LAC han salido de ella con un golpe en lo “estado de resultados”, la amplitud de la recesión económica de 2009 no fue tan grande como en otras regiones emergentes (globalizadas financieramente). Más aún, la crisis casi

no deterioró las “*hojas de balance*” en la región. Los factores que usualmente solían amplificar los choques externos – monedas débiles, procesos fiscales insostenibles, sistemas bancarios frágiles, etc.– fueron dados de vuelta y ayudaron a amortiguar el golpe. Por primera vez en décadas, varios países de la región fueron capaces que implementar políticas contracíclicas fuertes, particularmente en política monetaria. La mayor conexión con China y formas más seguras de integración en los mercados financieros internacionales contribuyeron a la resistencia de los países de LAC durante el ciclo. En lo que se podría calificar como un logro notable, los países de LAC evitaron crisis financieras en casa y están saliendo de la crisis con posiciones fiscales y de deuda adecuadas. De hecho, la preponderancia de la evidencia discutida en las secciones anteriores sugiere un hecho estilizado notable– que la resistencia de los países de LAC durante la reciente crisis ha sido comparable a aquella de los Tigres del Este Asiático y mucho mejor que la observada en Europa del Este.

Pero no es de sabios declarar victoria demasiado temprano. A pesar de que los sistemas inmunitarios de los países de LAC fueron puestos a prueba y aprobaron en esta crisis, generalizar esta situación y plantear que se trata de una resistencia que se mantendrá necesariamente en la región no es una conclusión correcta. En trabajos recientes, Qian, Reinhart y Rogoff (2010) muestran que a pesar de que 20 años sin un *default* externo o sin crisis bancarias e inflacionarias es un hecho importante para un país, no es una garantía. El riesgo de tener tropiezos puede ser disminuido pero nunca eliminado totalmente. Mientras que la región se enfrentó a un choque externo grande, se trata, sin embargo, de un sólo choque y de no muy larga duración. La nueva resistencia de los países de LAC aún ha de ser puesta a prueba por una sucesión consecutiva de choques. Por esta razón, la resistencia del marco macroeconómico y financiero en el largo plazo no puede ser establecida de forma conclusiva sin antes haber pasado por más pruebas. El estatus de estar libre de “*crisis en serie*” para los países de LAC debe ser el resultado de un largo proceso que por el momento está comenzando, aunque hay que admitir que se trata de un comienzo prometedor. Más aún, a pesar de las perspectivas positivas de crecimiento de los países de LAC en el futuro cercano, la región no está aislada de la economía mundial. Una fracción significativa de los riesgos a los que se ve sometida la región se encuentra relacionada con el devenir de los países de ingresos altos, que por el momento no presentan un futuro demasiado alentador.

Como se encuentra documentado en el anexo, el sólido crecimiento observado en los países de LAC en particular, y en las economías emergentes de forma más general, no está relacionado con el pobre crecimiento de los países del G-7, sino más bien con el alto crecimiento de China, India y otros países de Asia Emergente. También parece estar vinculado a la mayor flexibilidad de las condiciones financieras en los principales centros financieros internacionales a los que se encuentran integrados, de manera creciente, los mercados emergentes. Esta flexibilidad de las condiciones financieras refleja un cambio hacia una menor aversión al riesgo y es un determinante de la bonanza de ingresos de capital que los mercados emergentes más dinámicos, incluidos varios países de LAC, experimentan en la actualidad. También es una parte importante de la explicación de porqué se puede esperar un crecimiento fuerte en los mercados emergentes que coexista con un menor crecimiento de los países industrializados, al menos por unos años. En otras palabras, incluso si el crecimiento del consumo global es débil, la flexibilidad de las condiciones financieras unida a la necesidad de construcción de capacidad en los países emergentes de rápido crecimiento puede mantener viva la senda de crecimiento alta para muchos países de LAC, especialmente aquellos con mayores conexiones con China.

Sin embargo, este escenario no está libre de tensiones y riesgos sobrevolando la región, un escenario en el que el progreso hacia un equilibrio global se puede frenar. El siguiente problema de circularidad es una ilustración de dichos riesgos y tensiones. Los Estados Unidos están intentando estimular su economía para salir de la recesión, manteniendo unas tasas de interés bajas (y por consiguiente dejando que el dólar se deprecie para estimular las exportaciones), mientras que las economías emergentes están aumentando sus tasas de interés para prevenir presiones inflacionistas. Esto, junto a la ya mencionada flexibilidad de las condiciones financieras y el optimismo respecto a las buenas perspectivas de los mercados emergentes, está generando un movimiento masivo de capital de los países ricos hacia las economías emergentes, particularmente a las más grandes y dinámicas. Como consecuencia de estos movimientos de capital, las monedas en los países receptores están sufriendo fuertes presiones para apreciarse, presiones que casi todos los países emergentes están intentando controlar. Pero el proceso de reacción no está permitiendo que el dólar en los Estados Unidos se deprecie, precisamente en el momento en que las necesidades para llegar a un reequilibrio en los fundamentales económicos lo están perdiendo. Como resultado, las tasas de interés en los Estados Unidos deben estar más bajas que en ausencia de esta situación, lo que nuevamente refuerza el flujo de capital y aumenta el riesgo de recalentamiento en las economías emergentes. Esto, a su vez, lleva a los bancos centrales a mantener tasas de interés altas, reiniciando el proceso circular que puede exacerbarse sin la existencia de una acción global coordinada (o a menos que una parte importante de los mercados emergentes permita una apreciación unilateral de sus monedas frente al dólar).

La falta de políticas macroeconómicas coordinadas alrededor del mundo está llevando a acciones individuales que no tienen en consideración las necesidades de reequilibrio global, y por consiguiente, llevan a “malos” equilibrios –por ejemplo, un equilibrio en el que el dólar en Estados Unidos no se deprecia y el consumo en Estados Unidos continúa creciendo (relativo al ingreso y la riqueza). Las políticas de tasa de cambio en los mercados emergentes se han convertido de esta forma en parte integral del acertijo de los desbalances globales. De mantenerse, esta situación puede traer grandes riesgos para los países emergentes en general, y para los países de LAC en particular. En primer lugar, puede acrecentar las tensiones comerciales entre Estados Unidos y los mercados emergentes, especialmente China. En segundo lugar, y quizá más importante para LAC, puede promover laxitud en el manejo fiscal y fomentar excesos financieros en los mercados emergentes. Miremos con más detalle esta segunda consideración.

En este momento, la política monetaria en los países de LAC se encuentra sobrecargada—se espera que pueda manejar por sí misma la complejidad asociada a los mayores ingresos de capital y la fuerza de los precios de los bienes primarios, sin ayuda de la política fiscal y sin herramientas macroeconómicas adecuadas. El resultado de este desbalance en el conjunto de políticas está fomentado, en parte, por la mayor flexibilidad en las condiciones financieras a las que nos referíamos antes, por la búsqueda de mayores rendimientos asociada a esta flexibilidad, y por el hecho de que menores deudas crean espacio para pedir y acceder a más préstamos. Esta combinación reduce los incentivos en los países de LAC para mantener políticas fiscales contracíclicas durante la presente expansión. Adicionalmente, la avalancha de flujos de capital en LAC genera la amenaza de una intermediación imprudente por parte de los sistemas financieros locales, intermediación que puede incubar una especie de exuberancia irracional que en el medio plazo resulte contraproducente. Es demasiado pedir a la política monetaria que con un solo instrumento—la tasa de interés— maneje todos los riesgos y presiones al mismo tiempo que intenta mantener una inflación baja.

Por esta razón, la región debe comenzar a tratar con seriedad el tema de la resistencia en los buenos momentos, reequilibrando de manera significativa el conjunto de políticas a su disposición. Un cambio es necesario para descargar la política monetaria, especialmente en los países que están gozando de buenas condiciones en sus mercados. El estímulo implementado durante la crisis debe ser retirado y los amortiguadores fiscales y monetarios deben ser reconstruidos. Hasta el momento, muy poco se ha hecho, especialmente en la parte fiscal, pero también en lo que respecta a aspectos macroprudenciales. Los ajustes fiscales y el incremento en el ahorro público deben jugar un papel mucho mayor en los países de LAC. La necesidad de ahorro es aún mayor para los países exportadores de bienes primarios. Por un lado, para así mitigar el efecto adverso de la falta de diversificación de exportaciones y el incremento asociado de la volatilidad y apreciación de sus monedas. Por otro, para distribuir de manera más equitativa los beneficios de las ganancias por los bienes primarios con las nuevas generaciones.²⁴ Se ha hecho más urgente para los países de LAC (que para las economías más avanzadas) desarrollar un conjunto viable de instrumentos macroprudenciales que puedan complementar la política monetaria, ayudando a que el aumento actual de capitales no se traduzca en excesos financieros (corridas crediticias, burbujas en el precio de acciones, etc.).

²⁴ Los riesgos que representa la riqueza en bienes primarios son discutidos ampliamente por Sinnot, Nash y de la Torre (2010)

ANEXO

LA HIPÓTESIS DEL DESACOPLAMIENTO²⁵

Resumen

El presente anexo analiza la hipótesis de “desacoplamiento” de las economías de mercado emergentes (EMEs) a la luz de la reciente crisis mundial y, en particular, examina las diferentes dimensiones de dicha hipótesis, a saber, el desacoplamiento en los mercados financieros (basado en los precios de los activos) y el desacoplamiento en la actividad económica. Dos hechos estilizados se obtienen a partir del análisis realizado: (a) existe una tendencia al reacoplamiento en los mercados financieros a medida que los retornos de activos en las EMEs son más susceptibles en el tiempo a la evolución de los retornos de los activos globales, y (b) la actividad económica en las EMEs se habría desacoplado de las naciones industriales (desacoplamiento real) pero reacoplado con China –lo cual refleja el rol de la economía Asiática como una fuerza motriz del crecimiento mundial. A medida que la economía mundial está cada vez más interconectada, la transmisión internacional de shocks comerciales y financieros continuará y el crecimiento de las EMEs aún se verá afectado por ambos. Sin embargo, la nueva capacidad de adaptación y recuperación a los shocks externos, reflejada en la corta duración de la desaceleración de la actividad económica producto de la crisis financiera global y en la capacidad de implementar políticas que generan una rápida recuperación, sugiere que las EMEs se encuentran en una mejor posición relativa para enfrentar estos shocks.

La opinión generalizada de economistas antes de la crisis era que las economías de mercado emergentes (EMEs) tenían un motor de crecimiento propio y que estaban “desacoplados” de las economías avanzadas (por ejemplo, Helbling et. al. 2007). Los críticos han atribuido los mejores resultados macroeconómicos de las EMEs a términos de intercambio favorables y a la *Gran Moderación* –esto es, la combinación de un crecimiento global estable, baja inflación, y bajas tasas de interés internacionales así como de un mayor apetito al riesgo. A la luz de esto, la crisis global fue la última prueba para la hipótesis de “desacoplamiento” de las EMEs. Este anexo explora en detalle este punto al evaluar la hipótesis del desacoplamiento desde una perspectiva más amplia que va más allá de un simple análisis de comovimiento del producto (o la ausencia de) entre países. Se brinda un análisis más exhaustivo en dos variedades alternativas de desacoplamiento: (a) la reducción en el comovimiento entre los retornos de los activos de EMEs y los activos globales (desacoplamiento financiero, basado en precios de activos); y, (b) la reducción en el comovimiento de la economía mundial (desacoplamiento real).

Dos hechos estilizados surgen del análisis realizado. Primero, la sensibilidad de los retornos de activos en EMEs con respecto a retornos de activos globales se ha elevado en el tiempo, incluso antes de la crisis financiera global y la posterior recuperación después del colapso de Lehman Brothers. Es decir, se ha producido un reacoplamiento financiero en las economías emergentes. El segundo hecho estilizado se relaciona con la naturaleza del desacoplamiento real: a pesar del aumento en el comovimiento de los precios de activos de las EMEs con las grandes economías, la fracción del desempeño económico de explicada por el crecimiento del G-7 se ha reducido para las EMEs. Es importante destacar que esto no se debe a que las EMEs se hayan vuelto más autónomas: el comovimiento de las EMEs con el producto mundial ha aumentado en el tiempo. Sin embargo, el

²⁵ Este capítulo está basado en Levy Yeyati (2010).

aumento de dicha correlación es explicado por China. La economía de China ha reemplazado el rol tradicional de las economías avanzadas (particularmente de EE.UU. y Europa) como fuerza motriz del crecimiento en las EMEs. En otras palabras, las economías emergentes se han desacoplado del G-7, acoplándose con China. En cualquier caso, este patrón de reacoplamiento financiero-real tiene importantes implicancias en el debate actual sobre política macro-prudenciales en el mundo emergente.

En el contexto actual, la nueva capacidad de las EMEs para resistir y recuperarse de los shocks externos, reflejada en una recesión de corta duración con respecto a la experimentada por los países industriales así como en la habilidad de implementar medidas de política que generen una rápida recuperación, y que se documenta en este reporte, es evidencia adicional para estos hechos estilizados. El crecimiento en las EMEs globalizadas financieramente, y particularmente de LAC, está siendo impulsado por shocks reales asociados al aumento en la demanda externa desde otras EMEs con alto crecimiento (por ejemplo, China) como también por el aumento en el crecimiento del comercio entre las EMEs. Como se señala en el informe principal, el crecimiento en estos países también se ha vinculado a las mejores condiciones financieras internacionales posteriores al período de la crisis financiera mundial, el cual ha estado asociado con un aumento en los flujos de capitales (principalmente desde economías avanzadas) hacia las EMEs. En otras palabras, el crecimiento en las EMEs se ha apalancado a una nueva composición de shocks reales y financieros de la economía mundial.

Reacoplamiento Financiero

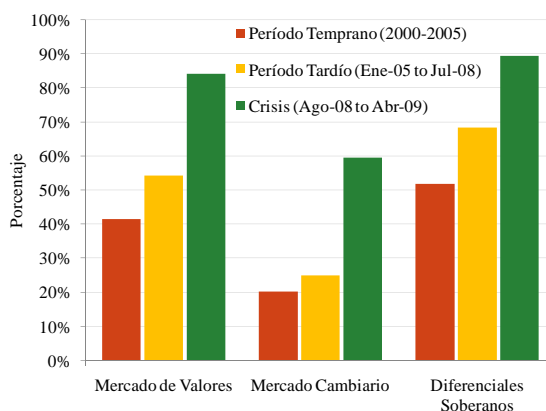
Mientras que mejoras en los fundamentos macroeconómicos han hecho más resistente a las EMEs a shocks externos, un error común entre algunos economistas es la idea de que esta nueva resistencia a shocks ha elevado la importancia de los fundamentos de un país como determinantes del desempeño de sus activos – una visión, que como se mostró anteriormente, es difícilmente validada en los datos. Para ilustrar este punto, el análisis de componentes principales es usado para reducir la dimensión de los datos y extraer así los *factores comunes* ortogonales. Estos factores comunes son los componentes principales, y el primer componente principal (CP1) es el que captura la mayor variabilidad posible de los datos.²⁶ Por lo tanto, un factor común (capturado por el primer componente principal CP1) en el retorno de diferentes activos entre países –a saber, los retornos en los mercados de acciones y cambiario así como los diferenciales de CDS (del inglés *credit default swaps*) soberanos, es obtenido usando datos mensuales desde enero del año 2000 a abril del año 2009. El grado de comovimiento del retorno de activos en las EMEs se calcula entonces mediante la estimación de la fracción de la variabilidad en el tiempo que es explicada por este factor común PC1 en el rendimiento de los diferentes activos de las EMEs. El PC1 estimado sugiere una fuerte presencia de un factor común en la determinación del retorno de activos de EMEs. Sin embargo, este resultado no nos brinda información sobre la naturaleza de este componente común, incluyendo si esto corresponde a factores globales o regionales.

Como se puede observar en la Figura A.1, la varianza explicada de los retornos de activos en las EMEs por este factor común es considerable para todos los casos. Más específicamente, el factor común explica, en promedio, más del 80 por ciento de la varianza en el retorno en el mercado accionario de los MEs y diferenciales de CDS soberanos y cerca del 60 por ciento de la varianza de las tasas *spot* en el mercado cambiario durante el período de la crisis. Aún más, la importancia de

²⁶ Bordo y Murshid (2002), y Bordo y Helbling (2003) han estimado los factores globales asociados a precios de activos y tasas de crecimiento utilizando el análisis de componentes principales.

este factor común ha aumentado en el tiempo, incluso antes de la liquidación del período 2008-2009 que tomó lugar en la segunda mitad del año 2008. Por el momento, la variabilidad de los retornos del mercado accionario explicada por el primer componente principal aumenta de aproximadamente un 40 por ciento en el período 2000-2005 a más de un 50 por ciento durante el período pre-crisis.

FIGURA A.1 Retornos de Activos en Economías de Mercado Emergentes y Factores Comunes
R-cuadrado Promedio en Regresiones a Nivel de País



Notas: Factores comunes para el retorno de los mercados bursátiles, retornos en mercados cambiarios y los diferenciales de CDS soberanos son calculados usando componentes principales. Luego, se ajusta una regresión de los retornos específicos de los países para cada clase de activo contra el correspondiente factor común (el primer componente principal, PCI) para obtener el coeficiente de determinación (R-cuadrado). El R-cuadrado promedio es reportado los países. Un mayor detalle sobre la estimación puede hallarse en Levy Yeyati (2010). Fuentes: Bloomberg.

Para poder inferir los posibles factores asociados a este componente común, se calcula el comovimiento entre el primer componente principal para cada clase de activo y los factores globales. La Tabla A.1 muestra que las influencias globales o shocks globalmente sincronizados explicarían parcialmente el elevado comovimiento mostrado por los retornos de activos de las EMEs. Las correlaciones entre los PC1s y las *proxies* de shocks globales, tales como el índice de precios de acciones de S&P, el índice MSCI para países desarrollados, y el margen de bonos corporativo de alto grado en EE.UU. (o *U.S. high yield corporate spread*, un indicador del apetito por riesgo de los inversionistas), están entre 0.52 y 0.96. Por lo tanto, la evidencia hasta ahora no pareciera apoyar la hipótesis de desacoplamiento en los mercados financieros.

Con el objeto de analizar la robustez de los resultados, el próximo paso es estimar la sensibilidad de retornos de activos de EMEs respecto a los retornos de los activos globales, en otras palabras, los “betas” de los activos en EMEs respecto a los factores de riesgo global relevantes. Nuevamente la hipótesis de desacoplamiento es contradicha: los “betas” del mercado accionario y diferenciales de CDS soberanos o se han mantenido estables o han aumentado en la segunda mitad de la década del 2000 [Figura A.2].²⁷ En otras palabras, la evidencia expuesta aquí sugiere que en vez de la propugnada historia de desacoplamiento en los mercados financieros, lo que ha existido realmente es un reacomplamiento financiero en las economías emergentes, y entre éstas y los mercados avanzados.

²⁷ Los coeficientes *beta* son estimados a partir de las siguientes regresiones: (a) la variación en el logaritmo del índice accionario MSCI del país sobre la variación del logaritmo del índice S&P 500, (b) el logaritmo de los márgenes de crédito sobre los márgenes de deuda corporativa de alto grado de EE.UU., respectivamente. Los resultados son similares (e incluso, en algunos casos, más robustos) cuando se utilizan datos trimestrales o anuales.

TABLA A.1 Correlación entre Factores Comunes e Índices Globales

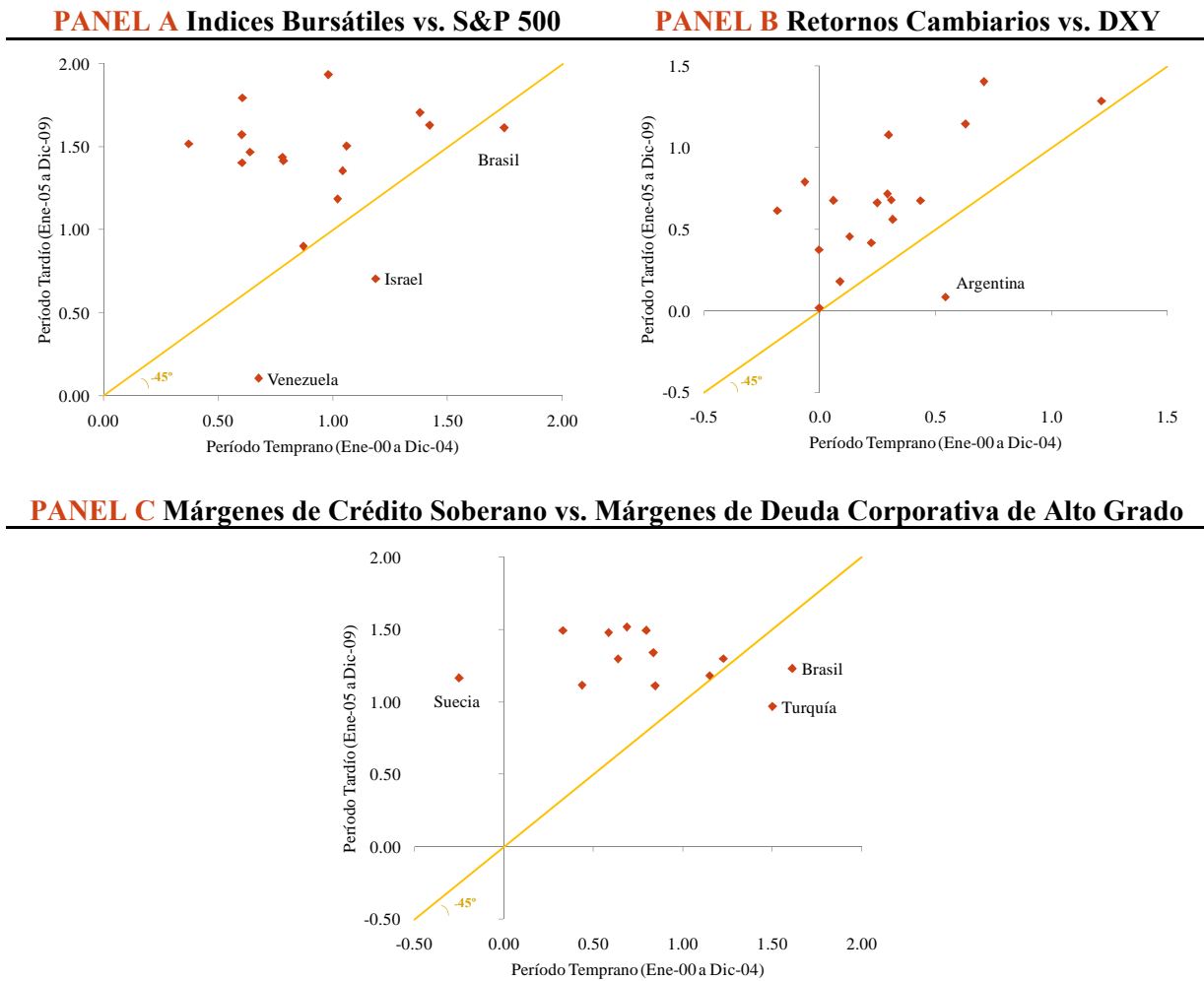
1er. Componente Principal en:		S&P	MSCI Desarrollados	HY
Componente Principal en Mercado Accionario	2000-2009	0.841*	0.941*	-0.684*
	2000-2004	0.821*	0.924*	-0.615*
	2005-2009	0.872*	0.953*	-0.725*
Rentabilidad del Mercado Accionario EME	2000-2009	0.810*	0.890*	-0.640*
	2000-2004	0.777*	0.819*	-0.639*
	2005-2009	0.850*	0.933*	-0.662*
Diferenciales de CDS soberanos EME	2000-2009	-0.626*	-0.669*	0.752*
	2000-2004	-0.527*	-0.565*	0.520*
	2005-2009	-0.775*	-0.770*	0.815*
Retorno Mercado Accionario LAC	2000-2009	0.728*	0.816*	-0.626*
	2000-2004	0.664*	0.727*	-0.585*
	2005-2009	0.790*	0.872*	-0.672*
Diferenciales de CDS soberanos LAC	2000-2009	-0.594*	-0.635*	0.713*
	2000-2004	-0.423*	-0.471*	0.430*
	2005-2009	-0.756*	-0.743*	0.783*

Notas: El primer componente principal es calculado mediante el promedio ponderado de cambios en los retornos bursátiles y cambiarios, así como los spreads de CDS soberanos a partir de información de las economías emergentes. La ponderación del país i es igual al peso del componente principal i dividido por la suma de todos los pesos de los componentes principales. Levy Yeyati (2010) presenta un análisis más detallado. Fuentes: Bloomberg

Reacoplamiento Real

La teoría económica nos ha brindado diversas explicaciones en torno a la relación entre la mayor integración financiera y el aumento en la sincronización de los ciclos económicos. Por ejemplo, el aumento en el acoplamiento financiero, reflejado en el mayor vínculo financiero o un mayor comovimiento en los mercados accionarios, puede generar una mayor sincronización en el ciclo económico a través de mayores efectos por el lado de la demanda (Kose, Prasad, and Terrones, 2003). Si los consumidores en diferentes países tienen una participación significativa de su inversión en un mercado accionario particular, el colapso en el precio de las acciones en ese mercado podría llevar a una caída simultánea en la demanda por bienes de consumo e inversión en esos países. Los efectos de contagio financiero podrían también ser resultado de mayores efectos de derrame (*externalities*) de las fluctuaciones macroeconómicas entre países. Por otra parte, los vínculos financieros pueden también tener efectos indirectos sobre la sincronización de los ciclos económicos a través de los vínculos comerciales y la especialización en la producción. Una mayor integración financiera podría dar lugar a una reasignación de capital de acuerdo a los patrones de diversificación de ventaja comparativa. Esto elevaría las oportunidades de comercio y llevarían a un ciclo asincrónico (Kalemli-Ozcan et al. 2003, 2009; Garcia-Herrero y Ruiz, 2008). En este sentido, ¿ha reflejado el reacoplamiento financiero en los mercados emergentes un reacoplamiento similar en los ciclos económicos con los del mundo desarrollado? Este Anexo, sin embargo, no intenta identificar cualquier relación causal entre las diferentes versiones de la hipótesis de desacoplamiento, es decir, entre el comovimiento financiero y el comovimiento real.

FIGURA A.2 Mediana de los Coeficientes Beta en las Economías Emergentes



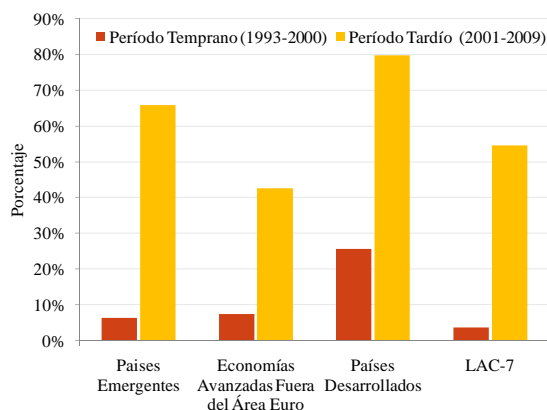
Fuentes: Bloomberg.

Como señala este reporte, las economías de mercados emergentes, y algunos países de LAC en particular, se han vuelto menos vulnerables a shocks exógenos provenientes de las grandes economías gracias a la diversificación en las fuentes de su crecimiento económico. Si bien en los años noventa, cuando el mundo se resfriaba, las economías emergentes padecían de neumonía; mientras que la reciente crisis financiera pareciera haber inmunizado a las economías emergentes de forma tal que, cuando los países del G-7 tuvieron una neumonía en el 2008, las EMEs acabaron teniendo sólo un resfriado. Sin embargo, este argumento de desacoplamiento no es tan sencillo y es algo más controversial de lo que esta narrativa sugeriría.

A primera vista, esta hipótesis no se mantendría. Nuevamente se utiliza el análisis de componentes principales para calcular el factor común entre el crecimiento del PIB trimestral (ajustado estacionalmente) en los mercados emergentes y el de economías avanzadas (G-7 y países avanzados fuera del Área Euro). La parte de la variabilidad del crecimiento explicada por el primer componente principal para un grupo de mercados desarrollados y emergentes ha aumentado fuertemente en la

década del 2000 [Figura A.3]. Esta evidencia es consistente con los aumentos análogos (aunque menores) que se han encontrado en correlaciones a nivel de países (Rose, 2009).

FIGURA A.3 Variabilidad del Crecimiento y del Factor Común
R-cuadrado Promedio



Notas: Esta figura reporta el coeficiente de determinación (R-cuadrado) promedio de las siguientes regresiones: variabilidad del crecimiento para el país i respecto a un factor común. El factor común es el primer componente principal computado tomando una media ponderada de la variabilidad del crecimiento, donde el peso para el país i es igual al peso del componente principal i dividido por la suma de todos los pesos de los componentes principales. Las economías avanzadas fuera del Área Euro incluyen: Australia, Canadá, Nueva Zelanda, Noruega y Suecia. Los países de LAC-7 son: Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú, y Venezuela. Fuentes: Bloomberg.

Una advertencia similar a la hecha en la sección anterior también se aplica. El conjunto de indicadores que explicarían este factor común sigue siendo una pregunta abierta. Aún más, la correlación de ciclos económicos, la medida más comúnmente utilizada en la literatura económica, también es difícil de interpretar dado que está influenciada tanto por la amplitud del ciclo de crecimiento como por la sensibilidad a factores globales. Esto es, la correlación entre la producción de las EMEs y el G-7, $\rho_{\text{EME,G7}} = \beta_{\text{EME,G7}} (\sigma_{\text{EME}} / \sigma_{\text{G7}})$ puede aumentar debido a cambios en las volatilidades relativas incluso si la sensibilidad (capturada por el crecimiento de “beta”) se mantiene constante.²⁸

Una forma más natural de analizar la hipótesis de desacoplamiento real, desde nuestro punto de vista, es examinar la sensibilidad del producto en las EMEs (posiblemente exógena) al crecimiento de las economías avanzadas se ha reducido con el transcurso de los años. Para ello, se lleva a cabo una regresión del crecimiento de las EMEs sobre el crecimiento del G-7, evaluando como estos coeficientes (para usar una analogía financiera, los “betas” de crecimiento en las economías emergentes) han evolucionado desde el inicio como clase de activo de las EMEs en los años noventa. Más específicamente, la muestra se divide en un período temprano (1993-99) y otro tardío (2000-09). En particular, el crecimiento cíclico (relativo a una tendencia log-lineal del PIB) se regresa con el ciclo del PIB trimestral (ajustado estacionalmente) del G-7 (identificando el período tardío con una variable dicotómica) para un panel de países.²⁹ Los resultados aparecen en la columna 1 de la Tabla A.2. En esta especificación tradicional,

²⁸ La misma advertencia se aplica a una comparación de la incidencia de los factores globales basados en los R-cuadrados (como en Kose et al., 2007) dado que $R^2_{\text{ME,G-7}} = \rho^2_{\text{ME,G-7}}$.

²⁹ Eliminando la tendencia del producto mediante un filtro de Hodrick-Prescott estándar y estimando los betas de las tasas de crecimiento del ciclo se llega a la misma conclusión. Asimismo, la evidencia presentada en la Tabla 2.2 es robusta a la implementación del análisis de regresión en una base de país por país.

economías de mercado emergentes (EMEs) parecerían tener un mayor grado de correlación con los factores globales en el tiempo.

Sorprendentemente, sin embargo, es que la inclusión de China como un control independiente en vez de incluirla como miembro de las EMEs revierte dicho resultado. Cuando China es incluida como control de forma separada, el poder explicativo del G-7 virtualmente desaparece en las manos de la influencia China para el último período [columna 2, Tabla A.2]. Dado su tamaño y dinámica de crecimiento, China representa un factor global en sí mismo y es un ingrediente clave en el análisis de desacoplamiento real. En consecuencia, el poder explicativo de las nuevas especificaciones es mayor respecto al previo.

La evidencia sugiere que el “acoplamiento” con el mundo aún existe, pero la composición pareciera haber cambiado debido al surgimiento de un nuevo compañero. Como era de esperar, una parte importante de este *efecto China* se explica por su efecto positivo sobre el auge de los bienes primarios que, a su vez, impulsó el crecimiento en muchas economías emergentes [columnas 3 y 5 de la Tabla A.2]. LAC no es una excepción. Todos estos hallazgos se mantienen si los países de LAC se analizan por separado de otras economías emergentes, como en la columna 4 de la Tabla. Es importante destacar que es poco probable que estos resultados representen la influencia del G-7 a través de su influencia en el crecimiento chino, ya que este último ha sido silenciado en la última década.³⁰

TABLA A.2 Desacoplamiento Real
Crecimiento como Función del Crecimiento del G-7, de China y Precios de los Bienes Primarios

Variables Independientes:	Estimaciones Panel						Estimaciones Panel	
	Mercados Emergentes			LAC-7	CRB	China	Economías Avanzadas Fuera del Área Euro	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
G-7	0.432*** (0.000)	1.636*** (0.000)	0.988*** (0.000)	1.936*** (0.000)	0.960 (0.253)	0.052 (0.592)	0.327* (0.081)	0.169 (0.435)
G-7, Tardío	0.146** (0.043)	-1.299*** (0.000)	-0.763*** (0.000)	-1.54*** (0.000)			0.492** (0.033)	0.487** (0.039)
China		0.850*** (0.000)	0.557*** (0.000)	0.847*** (0.000)	2.826*** (0.000)		0.121* (0.067)	0.050 (0.511)
China, Tardío		0.420*** (0.000)	0.174*** (0.006)	0.535*** (0.000)			-0.153*** (0.005)	-0.223*** (0.002)
CRB			0.091*** (0.000)	0.060* (0.058)			0.000 (0.000)	0.028* (0.069)
WTI			0.013*** (0.005)	-0.023** (0.012)			0.000 (0.000)	0.002 (0.611)
α	0.028*** (0.000)	-0.086*** (0.000)	-0.040*** (0.000)	-0.101*** (0.000)	-0.269*** (0.000)	0.097*** (0.000)		
Observaciones	1357	1357	1357	264	63	64	264	264
R-Cuadrado	0.12	0.26	0.30	0.26	0.27	0.00	0.42	0.43
G-7 + G-7, Tardío	0.578*** (0.000)	0.347*** (0.000)	0.226*** (0.000)	0.397*** (0.000)			0.818*** (0.000)	0.657*** (0.000)
China + China, Tardío		1.270*** (0.000)	0.731*** (0.000)	1.382*** (0.000)			-0.054 (0.579)	-0.172 (0.123)

*Notas: El período tardío comprende los años 2000 al 2009. El crecimiento del G-7 se calcula como el promedio de las tasas de crecimiento individuales ponderadas por el PIB en dólares del año anterior. Las economías avanzadas no pertenecientes a la zona del Euro incluidas en este análisis son Australia, Nueva Zelanda, Noruega y Suecia. ***, ** y * denotan significancia estadística al 1, 5 y 10 por ciento, respectivamente. Los valores probabilísticos (P-values) se reportan entre paréntesis. Fuentes: Estadísticas Financieras Internacionales (EFI) del FMI.*

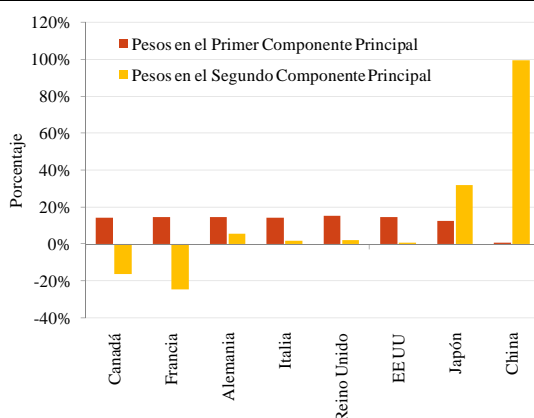
El aumento en el rol de China como influencia independiente en las economías emergentes abiertas es menos trivial una vez que se compara con la muestra de economías avanzadas fuera del Área Euro. Las

³⁰ Regresiones por país arrojan conclusiones similares.

estimaciones muestran un débil “efecto China”, de existir, en el último período desde el año 2000 al año 2009. Aún más, la influencia global de los países del G-7 pareciera haberse fortalecido con el tiempo [columnas 7 y 8 de la Tabla A.2].

Otro modo de ilustrar el hecho de que China ha marchado por su propio camino es mediante el cálculo de factores comunes de crecimiento (mediante componentes principales) para un grupo G-8 de países integrado por G-7 y China, un método pedestre pero eficaz para aislar los factores comunes que impulsan el crecimiento en cada uno de estos países. Como sugieren los pesos de los dos componentes principales, el crecimiento de China es capturado casi en su totalidad por el segundo componente, ortogonal por construcción al primer componente, que explica el crecimiento en los países del G-7 – con Japón situándose entre China y otras economías avanzadas [Figura A.4]. Esto se ve confirmado por las regresiones de crecimiento de estos dos primeros componentes principales [Tabla A.3]: el crecimiento en los países del G-7 está en gran parte asociado con el primer componente, mientras que el crecimiento en China se explica por el segundo. Por lo tanto, para el período de estudio, China ha representado un nuevo motor independiente (y, basado en la [Tabla A.2], muy influyente) del crecimiento en los mercados emergentes.

FIGURA A.4 Factores Comunes en el Crecimiento
Ponderaciones de Cada País en el Primer y Segundo Componente Principal



Notas: Los factores comunes en el crecimiento (primer y segundo componente principal) son calculados a partir de información trimestral de crecimiento del PIB para países del G-7 y China. Fuentes: Bloomberg

Comentarios Finales

En resumen, dos hechos estilizados surgen de un examen rápido a las hipótesis de desacoplamiento de las economías de mercado emergentes (EMEs), excluyendo a China, y economías avanzadas. En primer lugar, hay un comovimiento cada vez mayor entre EMEs y los activos globales, un fenómeno que no puede atribuirse a la caída y al ciclo posterior de recuperación provocada por el pánico después de Lehman y por el estímulo monetario y fiscal sincronizado después de la cumbre de Londres. Este hallazgo pone de manifiesto a lo menos una importante implicancia de política. En los años noventa, el spread soberano era visto como el termómetro de los trastornos en los fundamentos de cada país. El contagio financiero incluso en los países solventes se basaba en la presunción de que la corrida en las economías altamente dependientes del financiamiento externo llevaría a efectos sobre las hojas de balance, pérdidas económicas y, en última instancia, la insolvencia: el caso canónico de un *sudden-stop*. Durante la primera década del 2000, sin embargo, con los descalces de monedas prácticamente eliminados en muchos mercados emergentes, la dinámica detrás del contagio

financiero se hizo menos evidente y más difícil de vincular a los problemas específicos de cada país. Por otra parte, los países del Este Europeo, altamente dependientes de flujos financieros del exterior y semejantes al prototipo de país emergente de la década de 1990, fueron los más afectados. Sin embargo, la liquidación de las posiciones de valores en economías sólidas y de rápido crecimiento, como Corea del Sur o Brasil, estuvieron probablemente menos relacionadas con la caída en la demanda mundial que a la reversión del *carry trade* o la fuga masiva hacia activos de calidad que favoreció a los pocos emisores de reservas (EE.UU., Japón) a expensas de todos los demás activos. Aunque esta variedad técnica de contagio aún no se ha examinado más extensamente (aunque esto sucede, muy posiblemente, con muy poca frecuencia), advierte sobre los peligros de la globalización financiera (en particular, la exposición a los shocks externos y la volatilidad excesiva de activos) que simplemente no puede ser contenida por una economía resistente.

El segundo hecho estilizado es el desacoplamiento real de las EMEs respecto de los países ricos. Si bien el crecimiento en las EMEs todavía refleja la evolución global (y más aún que en los años noventa), China se ha presentado como un motor clave detrás de la actividad económica en las economías emergentes – uno que, crucialmente, hasta ahora sólo ha estado parcialmente correlacionado con los países del G-7. Este es quizás el ejemplo más relevante de los aspectos económicos de la "llamada" *multi-polaridad*. Como tal, ayuda tanto a explicar la menor y esperada caída de la actividad económica en el mundo emergente como consecuencia de la crisis financiera mundial como a la ruta de recuperación divergente de estas economías.

El desacoplamiento real junto con el "efecto China" plantea interesantes implicancias para las EMEs en el futuro. A medida de que sea probable que la divergencia actual se mantenga a mediano plazo (dado que el crecimiento de China todavía tiene alas, y el desempeño del G-7 parece estar limitado por la necesidad de ajustes fundamentales), un nuevo mapa económico se estaría formando en beneficio de los proveedores chinos (en el región de LAC, los productores de bienes primarios) y, potencialmente, perjudicando a sus competidores (por ejemplo, América Central y el Caribe, exportadores de maquila a los EE.UU. y Europa).

Sin embargo, algunas advertencias deben realizarse a la conclusión anterior. La divergencia en la tendencia de crecimiento entre los mercados emergentes y los países avanzados no implica necesariamente que el primer grupo disfrute de un crecimiento autárquico y autónomo. En primer lugar, también puede estar relacionado con el fenómeno de la "convergencia en niveles", predicho por la teoría neoclásica del crecimiento. En segundo lugar, es cierto que el comercio Sur-Sur ha aumentado considerablemente en los últimos 10 años. Sin embargo, el comercio Norte-Sur también se ha intensificado y aún representa una fracción significativa del comercio mundial. Además, la participación de los países de la periferia en la cadena de producción global vincula una parte significativa del comercio Sur-Sur a la producción de bienes finales que son consumidos por las naciones avanzadas. En tercer lugar, mientras que los mercados emergentes han aumentado su contribución al crecimiento mundial en la última década, su tamaño relativo palidece en comparación con la de los países avanzados (en particular, EE.UU., la Zona Euro y Japón). Las naciones avanzadas siguen dominando la demanda de consumo mundial.

REFERENCIAS

- Almunia, M., Bénétrix, A., Eichengreen, B., O'Rourke, K.H., Rua, G., 2009. "From Great Depression to Great Credit Crisis: Similarities, Differences and Lessons," NBER Working Paper 15524, Noviembre.
- Beck, T., y Demirgüç-Kunt, A., 2009. "Financial Institutions and Markets Across Countries and over Time: Data and Analysis," World Bank Policy Research Working Paper No. 4943, Mayo.
- Beck, T., Demirgüç-Kunt, A., y Levine, R., 2000. "A New Database on Financial Development and Structure," *The World Bank Economic Review* 14, pp. 597-605.
- Bhagwati, J.N., 1998. "The Capital Myth." *Foreign Affairs* 77(3), May/June, pp. 7-12.
- Bonfiglioli, A., 2008. "Financial Integration, Productivity and Capital Accumulation," *Journal of International Economics* 76(2), pp. 337-355.
- Bordo, M.D., y Murshid, A.P., 2002. "Globalization and Changing Patterns in the International Transmission of Shocks in Financial Markets," NBER Working Paper 9019, June.
- Bordo, M.D., y Helbling, T., 2003. "Have National Business Cycles Become More Synchronized?" NBER Working Paper 10130, Diciembre.
- Broner, F., Didier, T., Erce, A., y Schmukler, S., 2010. "Financial Crises and International Portfolio Dynamics," The World Bank, *manuscrito*.
- Calderon, C., y Fajnzylber, P., 2009. "How Much Room Does Latin America and the Caribbean Have for Implementing Counter-Cyclical Fiscal Policies?" Washington, DC: The World Bank, LCR Crisis Briefs, Abril.
- Calderon, C., Loayza, N., y Schmidt-Hebbel, K., 2008. "Does Openness Imply Greater Vulnerability?" Central Bank of Chile Working Paper No. 485, September.
- Calderon, C., y Servén, L., 2010. "Credit and output cycles in emerging markets," Washington, DC: The World Bank, *manuscrito*.
- Calvo, G.A., 1996. "Capital Flows and Macroeconomic Management: Tequila Lessons," *International Journal of Finance and Economics* 1(3), pp. 207-223.
- Calvo, G.A., Izquierdo, A., y Mejía, L.F., 2004. "On the Empirics of Sudden Stops: The Relevance of Balance-Sheet Effects," NBER Working Paper 10520, Abril.
- Canuto, O., 2008. "Impacts of the Financial Crisis on Brazil," en *The Impact of the Global Financial Crisis on Developing Countries*, Sussex: Institute of Development Studies.
- Cetorelli, N. y Goldberg, L., 2010. "Global Banks and International Shock Transmission: Evidence from the Crisis." NBER Working Paper No. 15974, Mayo.
- Chinn, M. y Ito, H., 2007. "Price-based Measurement of Financial Globalization: A Cross-Country Study of Interest Rate Parity," *Pacific Economic Review* 12(4), pp. 419-444.
- Claessens, S., Dell'Ariccia, G., Igan, D., y Laeven, L., 2010. "Cross-Country Experience and Policy Implications from the Global Financial Crisis," *Economic Policy*, April, pp. 267-293.
- Corbo, V. y Schmidt-Hebbel, K., 2010. "The International Crisis and Latin America: Growth Effects and Development Strategies." Universidad Católica de Chile, *manuscrito*.
- de la Torre, A., Calderon, C., Didier, T., Messina, J., y Schmukler, S., 2010. "From Global Collapse to Recovery," World Bank, Latin American and the Caribbean Region, Spring Meetings Report. Washington, DC: The World Bank.
- Didier, T., Hevia, C. y Schmukler, S., 2010. "How Resilient Were Developing Countries to the Global Crisis?" Washington, DC: The World Bank, *manuscrito*.
- Easterly, W., Islam, R., y Stiglitz, J., 1999. "Shaken and Stirred: Volatility and Macroeconomic Paradigms for Rich and Poor Countries," Michael Bruno Memorial Lecture, International Economic Association World Congress, Buenos Aires.

- Edwards, J. y Ginn, V., 2010. "Evaluating Growth Volatility Susceptibility within Regional Free-Trade Agreements," *International Journal of Finance and Economics*, de próxima publicación.
- Eichengreen, B., 2009. "Lessons of the Crisis for Emerging Markets." Asian Development Bank Institute Working Paper No. 179.
- Eichengreen, B., Hausmann, R., y Panizza, U., 2005. "The Mystery of Original Sin," en Eichengreen, B., y Hausmann, R., Eds., *Other People's Money: Debt Denomination and Financial Instability in Emerging Market Economies*. Chicago, IL: The University of Chicago Press.
- Engel, J., Harding, D., y Pagan, A., 2005. "Some Methods for Assessing the Need for Non-Linear Models in Business Cycle Analysis," *International Journal of Forecasting* 21(4), pp. 651-662.
- Frankel, J. y Saravelos, G., 2010. "Are Leading Indicators of Financial Crises Useful for Assessing Country Vulnerability? Evidence from the 2008-09 Global Crisis." NBER Working Paper No. 16047, Junio.
- Freund, C., 2009. "The Trade Response to Global Crises: Historical Evidence," Washington, DC: The World Bank, *manuscrito*.
- García-Herrero, A., y Ruiz, J., 2008. "Do Trade and Financial Linkages Foster Business Cycle Synchronization in a Small Open Economy?" Bank of Spain Working Paper 0810.
- Gooptu, S. y Primo Braga, C.A., 2010. "Debt Management: Now the Difficult Part." *World Bank, PREM Economic Premise* No. 23, July.
- Gourinchas, P. O. y Rey, H., 2007. "From World Banker to World Venture Capitalist: U.S. External Adjustment and the Exorbitant Privilege," en Clarida, R., editor, *G-7 Current Account Imbalances: Sustainability and Adjustment*, pp. 11-55, Chicago, University of Chicago Press.
- Habib, B., Narayan, A. Olivieri, S., y Sanchez-Paramo, C., 2010. "The Impact of the Financial Crisis on Poverty and Income Distribution: Insights from Simulations in Selected Countries." *World Bank, PREM Economic Premise* No. 7, World Bank, Washington, DC.
- Harding, D. y Pagan, A., 2002. "Dissecting the Cycle: A Methodological Investigation," *Journal of Monetary Economics* 49(2), pp. 365-381.
- Helbling, T., Berezin, P., Kose, M.A., Kumhof, M., Laxton, D., y Spatafora, N., 2007. "Decoupling the Train? Spillovers and Cycles in the Global Economy," *IMF World Economic Outlook*, pp. 121-60.
- Hnatkovska, V. y Loayza, N., 2005. "Volatility and Growth," en *Managing Economic Volatility and Crises: A Practitioner's Guide*, ed. by Joshua Aizenman and Brian Pinto, Cambridge, Cambridge University Press.
- International Monetary Fund. 2009. "The State of Public Finances: Outlook and Medium-Term Policies After the 2008 Crisis", Washington, DC.
- Kalemli-Ozcan, S., Sorensen, B., y Yosha, O., 2003. "Risk Sharing and Industrial Specialization: Regional and International Evidence," *American Economic Review* 93, pp. 903-918.
- Kalemli-Ozcan, S., Papaioannou, E., y Peydró, J.L., 2009. "Financial Regulation, Financial Globalization, and the Synchronization of Economic Activity," NBER Working Paper 14487, Abril.
- Kaminsky, G.L., Reinhart, C.M., y Végh, C.A., 2004. "When It Rains, It Pours: Procyclical Capital Flows and Macroeconomic Policies," *NBER Macroeconomics Annual 2004* Volume 19, pp. 11-82.
- Kaminsky, G.L., y Schmukler, S., 2008. "Short-Run Pain, Long-Run Gain: Financial Liberalization and Stock Market Cycles," *Review of Finance* 12(2), pp. 253-292
- Khanna, G., Newhouse, D., y Paci, P., 2010. "Fewer Jobs or Smaller Paychecks? Labor Market Impacts of the Recent Crisis in Middle-Income Countries," *World Bank PREM Economic Premise* No. 11, World Bank, Washington, DC.

- Kose, M. A., Prasad, E., Rogoff, K., y Wei, S. J., 2007. "Financial Globalization: Beyond the Blame Game," *Finance and Development* 44(11), pp. 9-13.
- Kose, M.A., Prasad, E.S., y Terrones, M.E., 2003. "How Does Globalization Affect the Synchronization of Business Cycles?" IMF Working Paper WP/03/27, Enero.
- Kose, M.A., Prasad, E.S., y Terrones, M.E., 2009. "Does Openness to International Finance Flows Raise Productivity Growth?" *Journal of International Money and Finance* 28(4), pp. 554-580.
- Lane, P. R. y Milesi-Ferretti, G. M., 2007. "The External Wealth of Nations Mark II," *Journal of International Economics* 73(2), pp. 223-250.
- Lane, P.R. y Milesi-Ferretti, G.M., 2010. "The Cross-Country Incidence of the Global Crisis," IMF Working Paper No. 10/171, Julio.
- Levy Yeyati, E. 2010. "Emerging Economies in the 2000s: Real Decoupling and Financial Recoupling," Washington, DC: The World Bank, *manuscrito*.
- Liu, L., Prasad, A., Rowe, F., y Zeikate, S., 2009. "Subnational Debt Management by Low-Income Countries in Transition to Market Access," en C. Primo Braga, & D. Domeland, *Debt Relief and Beyond: Lessons Learned and Challenges Ahead*, pp. 343-372, Washington, DC, The World Bank.
- Mobarak, A. M., 2005. "Democracy, Volatility, and Economic Development," *Review of Economics and Statistics* 87(2), pp. 348-362.
- Ocampo, J.A., 2003. "Capital-Account and Counter-Cyclical Prudential Regulations in Developing Countries," en: Ffrench-Davis, R., y Griffith-Jones, S., eds., *From Capital Surges to Drought: Seeking Stability for Emerging Markets*. London, Palgrave MacMillan.
- Qian, R., Reinhart, C.M., y Rogoff, K.S., 2010. "On Graduation from Default, Inflation, and Banking Crisis: Elusive or Illusion?" NBER Working Paper No. 16168, Julio.
- Raddatz, C., 2010. "When the Rivers Run Dry: Liquidity and the Use of Wholesale Funds in the Transmission of the U.S. Subprime Crisis," World Bank Policy Research Working Paper No. 5203, Febrero.
- Ramey, G. y Ramey, V., 1995. "Cross-Country Evidence on the Link between Volatility and Growth," *American Economic Review* 85(5), pp. 1138-1151.
- Reinhart, C.M. y Reinhart, V. R., 2008. "Capital Flow Bonanzas: An Encompassing View of the Past and Present," NBER Working Paper No. 14321, Septiembre.
- Reinhart, C.M. y Reinhart, V. R., 2010. "After the Fall," de próxima publicación en *Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Policy Symposium, Macroeconomic Policy: Post-Crisis and Risks Ahead* at Jackson Hole, Wyoming.
- Rose, A., 2009. "Debunking' Decoupling," Vox EU, 1 de Agosto de 2009.
- Rose, A.K. y Spiegel, M., 2010a. "Cross-Country Causes and Consequences of the 2008 Crisis: Early Warning," NBER Working Paper No. 15357, Septiembre.
- Rose, A.K. y Spiegel, M., 2010b. "Cross-Country Causes and Consequences of the 2008 Crisis: International Linkages and American Exposure," NBER Working Paper No. 15358, Septiembre.
- Rose, A.K. y Spiegel, M., 2010c. "Cross-Country Causes and Consequences of the Crisis: An Update," NBER Working Paper No. 16243, Julio.
- Sinnott, E., Nash, J.D., y de la Torre, A., 2010. *Natural Resources in Latin America and the Caribbean: Beyond Booms and Busts?* Washington, DC: The World Bank, World Bank Latin American and Caribbean Studies.
- Stiglitz, J., 2000. "Capital Market Liberalization, Economic Growth, and Instability," *World Development* 28(6), pp. 1075-1086.
- Stiglitz, J., 2002. *Globalization and Its Discontents*, New York, W.W. Norton.
- Tobin, J., 2000. "Financial Globalization," *World Development* 28(6), pp. 1101-1104.

LA REGIÓN DE AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE HA MOSTRADO UNA CAPACIDAD DE RESI



oportunidades para todos

PASADO POR LA REGIÓN Y COMPARADA CON OTRAS REGIONES EMERGENTES (GLOBALIZ

www.bancomundial.org/alc