



Banco Central

No. 58 - Julio/Diciembre - 2009 - Año XVIII - Guatemala, C. A.



CONSEJO EDITORIAL DE BANCA CENTRAL

DIRECTOR

OSCAR ROBERTO MONTERROSO SAZO

CONSEJEROS

SERGIO FRANCISCO RECINOS RIVERA
ANTONIETA GUTIÉRREZ ESCOBAR
LEONEL MORENO MÉRIDA
SERGIO JAVIER LÓPEZ TOLEDO
RAÚL GONZÁLEZ DE PAZ

COORDINACIÓN

IVAR ERNESTO ROMERO CHINCHILLA

EDICIÓN

JUAN FRANCISCO SAGÜÍ

PRODUCCIÓN

SERGIO ARMANDO HERNÁNDEZ RODAS
LEONEL ENRIQUE DUBÓN QUIÑONEZ

DIAGRAMACIÓN

RAQUEL GONZÁLEZ

SERVICIOS SECRETARIALES

SURAMI GÓMEZ

IMPRESIÓN

UNIDAD DE IMPRENTA DEL BANCO DE GUATEMALA

Banca Central es una publicación semestral, divulgativa del pensamiento institucional del Banco de Guatemala. Debido a que es una Revista de amplio criterio, también está abierta a ideas no necesariamente coincidentes con las del Banco.

Los colaboradores de la Revista son enteramente y exclusivamente responsables por sus opiniones y, por consiguiente, éstas no reflejan la posición oficial del Banco, a menos que ello se haga constar expresamente.

Es libre la reproducción de los artículos, gráficas y cifras que figuren en la Revista, siempre y cuando se mencione la fuente.

Toda correspondencia deberá dirigirse a: Revista *Banca Central*, Banco de Guatemala, 7a. avenida, 22-01, zona 1. Código Postal No. 01001.

ÍNDICE

Presentación	3
--------------	---

Ponencias presentadas durante el **XVIII Ciclo de Jornadas Económicas** del Banco de Guatemala (15 y 16 de junio de 2009)

Globalización y competitividad

Caroline Freund	5
-----------------	---

Impacto de la crisis global en el sector real, en la pobreza y en el empleo. Programas oficiales para enfrentar la crisis

Jaime Saavedra	17
----------------	----

Crisis financiera mundial: lecciones aprendidas y retos para los países en desarrollo

Kenneth Kletzer	33
-----------------	----

Crisis financiera mundial: lecciones aprendidas y desafíos

Eduardo Cavallo	47
-----------------	----

Aspectos sistémicos de la crisis mundial

Edwin Truman	61
--------------	----

Crisis financieras: lecciones para América Latina

Ricardo Bebczuk	73
-----------------	----

Secciones Permanentes

Junta Monetaria	87
-----------------	----

Autoridades y Funcionarios Superiores del Banco de Guatemala	88
--	----

Red nacional de Bibliotecas del Banco de Guatemala	90
--	----

Presentación

El número 58 de la revista *Banca Central* incluye las ponencias expuestas en el XVIII Ciclo de Jornadas Económicas 2009, realizadas el 15 y 16 de junio de dicho año, en la sede del Banco de Guatemala, cuya temática giró principalmente en torno a la crisis económica mundial iniciada en 2007 en Estados Unidos.

La primera ponencia *Globalización y competitividad* es de **Caroline Freund** en la cual aborda los temas: comercio de mercancías, movimiento de personas e inversiones, aunque centra sus comentarios en el comercio, del cual -asegura- lo más difícil de entender es la competitividad. Cita a Michael Porter para plantear que la competitividad está determinada por la productividad; es decir, por la producción de bienes y servicios; y bajo este criterio, agrega, tiene sentido aumentar la productividad para poder competir y tener éxito en un mercado internacional o incluso nacional. Le contrapone a Paul Krugman a quien cita para cuestionar la idea de que un país pueda competir con otro, afirmando que ésta es una idea falsa al tomar en cuenta la existencia de las ventajas comparativas, señalando que todos los países tienen una ventaja comparativa de algún tipo, de modo que la competitividad entre países no es lo mismo que tratar de competir por el mismo público o los mismos clientes, ya que mientras algunos países pueden producir textiles, otros producen bienes agrícolas o computadoras. De esta manera, a su criterio, todo el mundo gana del comercio y de la competitividad.

Jaime Saavedra desarrolla el tema *Impacto de la crisis global en el sector real, en la pobreza y en el empleo. Programas oficiales para enfrentar la crisis*. El expositor reflexiona acerca de las ideas y datos sobre qué ha pasado y cómo está impactando la crisis global en el sector real y, en particular, en la pobreza y en el empleo. El ponente hace un repaso de cómo encontró la crisis a América Latina en cuanto a pobreza y desigualdad; y qué ha pasado en términos de políticas en los últimos años. Analiza cómo podría impactar la crisis en el empleo y en el bienestar; qué se puede esperar en términos de reducción de la pobreza; y qué se está experimentado con respecto al impacto en el empleo en América Latina. Expone sobre las políticas que están implementando los gobiernos de la región y cuáles son los retos que enfrentan para tratar de paliar los efectos de la crisis.

Crisis financiera mundial: lecciones aprendidas y retos para los países en desarrollo es el tema de **Kenneth Kletzer**, quien habla sobre la liberalización financiera, los flujos de capital y las crisis financieras. Dentro de ese contexto proporciona una idea general de la crisis financiera y su retrospectiva, enfocándose en los casos recientes para cuestionar sobre qué se piensa de algunas de las causas de esta crisis. Hace referencia a que lo que se ha vivido en un gran número de crisis que siguieron a una liberalización financiera, quizás con algunos desfases, pero que están relacionadas con las liberalizaciones financieras. Afirma que la crisis actual sigue a la desregularización de los mercados financieros en EE UU, planteando también que en Europa, tras la desregularización de los mercados financieros para abrir las cuentas de capital, se vivió crisis similares; y por ello se enfoca en los mercados emergentes y las economías avanzadas.



Deidad maya que aparece en los billetes de veinte quetzales. Es una estilización elaborada por el pintor guatemalteco Alfredo Gálvez Suárez que tomó la figura representada en la página doce del Códice Maya, conservado en la biblioteca de Dresde, Alemania. Dicha figura fue identificada por los historiadores J. Antonio Villacorta C. y Carlos A. Villacorta en su libro *Códices Mayas* impreso en la Tipografía Nacional de Guatemala en 1930 como "Dios E: con un vaso de plantas en las manos y una cruz en el adorno de la cabeza. Su signo está en el jeroglífico 2; representa la divinidad del maíz o de la agricultura, llamada Yun Kax".

Eduardo Cavallo es el ponente del tema *Crisis financiera mundial: lecciones aprendidas y desafíos* en el que expone sobre las lecciones extraídas de las crisis financieras pasadas. Se centra en las características de la crisis actual y los canales de transmisión de América Latina y el Caribe. Describe los dilemas de política económica que se están enfrentando, así como las posibles soluciones a los mismos con base en la experiencia pasada. Puntualiza que no se está pensando en las crisis financieras que se originan en desajustes macroeconómicos domésticos, sino en las crisis financieras originadas por los choques que se generan en los mercados de capitales. Plantea que estos choques son comunes a todos los países y si la situación deriva en una crisis para unos países, y para otros no, es porque algunos países pudieron resolver la situación mejor que otros, pero el choque es común a varias economías al mismo tiempo. Enfatiza no tanto en los casos más conocidos, aquellos en los cuales el choque generó una crisis, sino en tratar de evaluar las experiencias de los casos en los cuales los hechos fueron mejor, con el fin de entender cuáles son los tipos de intervenciones que pueden llevar a mitigar o a paliar el efecto de la crisis en esas circunstancias.

Aspectos sistémicos de la crisis mundial es el tema expuesto por **Edwin Truman** en el cual recalca más en el carácter sistémico de la crisis que afecta a todos los países y no concretamente a la región latinoamericana. Parte de que hace casi dos años la economía y el sistema financiero mundiales entraron en una severa crisis y en esos momentos la incidencia y las ramificaciones de la misma no se entendían, incluso ahora, no se conocen bien, y que indudablemente esta crisis demostrará tener más impacto global en duración y severidad, desde el final de la Segunda Guerra Mundial. Señala que la crisis no ha terminado porque, entre otras razones, se carece de una perspectiva que permita elaborar un catálogo completo de las lecciones derivadas de la crisis y para los países en desarrollo en particular y finalmente expone cómo ésta difiere de crisis financieras mundiales anteriores.

Ricardo Bebczuk finaliza el ciclo de jornadas con su tema *Crisis financieras: lecciones para América Latina*, enfocándose más en las causas de las crisis que en los efectos o repercusiones de la crisis actual con el objetivo de tratar de ofrecer reflexiones sobre qué se puede hacer y hasta qué punto pueden las autoridades de los países evitar las mismas y, llegado el caso, cómo minimizar sus costos. Para el efecto, el ponente se basa en algunas lecciones factibles de extraerse de distintas crisis pasadas, ocurridas en la región y en otras, así como las lecciones permanentes que está ofreciendo la crisis actual en EE UU. Trata de examinar cuáles son los canales de transmisión de las crisis financieras hacia la economía real; y aborda el asunto de los salvatajes estatales, así como sus costos y beneficios sociales.

Globalización y competitividad

Caroline Freund

Waleska García: Muy buen día a todas y todos. Para iniciar esta mañana tenemos el honor de contar con la presencia de la doctora Caroline Freund, Economista Senior del Grupo de Investigación y Desarrollo de Comercio Internacional del Banco Mundial. Es experta en economía, comercio internacional y desarrollo económico e integró la Junta de Gobernadores del Sistema de la Reserva Federal de Nueva York, Estados Unidos de América (EE UU). La doctora se hizo acreedora al Travel Grant Recipient de la Fundación Ford por su trabajo de investigación en Guatemala y es autora de un sinnúmero de publicaciones relacionadas con temas de comercio internacional, globalización y competitividad. Ella tiene un doctorado en Economía de la Universidad de Columbia, Nueva York. Doctora Freund, gracias por estar con nosotros y queda usted en el uso de la palabra.

Es un gran placer estar aquí porque empecé mi carrera como economista aquí en Guatemala con una investigación sobre comercio internacional. Para comenzar esta presentación voy a referirme a: ¿Qué es globalización? Este concepto se refiere a tres aspectos: i) el comercio de mercancías; ii) el movimiento de personas; y iii) las inversiones. No obstante, en esta oportunidad voy a centrar mis comentarios en el comercio, del cual, creo, lo más difícil de entender es la competitividad. Si buscamos

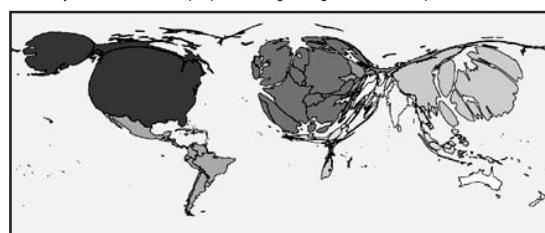
este término en el diccionario encontramos que se refiere a la tendencia, deseo o voluntad de alcanzar un objetivo, en el cual está involucrada la capacidad de competir. Es decir: ser competitivo. La competitividad también se refiere a la rivalidad para la consecución de un fin. En este sentido, cuando decimos que un país es competitivo o que un subsector de determinado país quiere competir con los subsectores de otros países, cabe entonces preguntarse si la competitividad es un concepto que tiene algún significado. Según Michael Porter: la competitividad está determinada por la productividad; es decir, por la producción de bienes y servicios. Bajo este criterio tiene sentido aumentar la productividad para poder competir y tener éxito en un mercado internacional o incluso nacional. Sin embargo, Paul Krugman ha cuestionado la idea de que un país pueda competir con otro país, afirmando que ésta es una idea falsa al tomar en cuenta la existencia de las ventajas comparativas. Krugman señala que todos los países tienen una ventaja comparativa de algún tipo, así que la competitividad entre países no es lo mismo que tratar de competir por el mismo público o los mismos clientes, ya que mientras algunos países pueden producir textiles, otros pueden producir productos agrícolas o computadoras. De esta manera, todo el mundo gana del comercio y de la competitividad. Más recientemente, Dani Rodrik y Ricardo Haussman proponen un regreso a la idea de la competitividad entre países, al sostener que las ventajas comparativas

no son suficientes y que, hasta cierto punto, lo que los países necesitan es una política industrial positiva dirigida en dos vías: i) a obtener los recursos necesarios para ingresar en el sector exportador y venderle a un país importador lo que uno exporta y ii) a apoyar un tipo de cambio que promueva la producción de productos transables en general. En ambos casos se contribuye al crecimiento económico. ¿Por qué son importantes las exportaciones? Una de las respuestas es que sirven para comprar importaciones, ya que un país no puede producirlo todo internamente, especialmente si se trata de un país pequeño. Un país que exporta mucho puede comprar muchas importaciones. Las exportaciones generan ingresos cuando disminuye la demanda interna o ésta es pequeña. Para los países pequeños las exportaciones son muy importantes.

De acuerdo con la literatura reciente, las empresas exportadoras pagan salarios más altos. En efecto, cuando se comparan las empresas exportadoras con las importadoras, en el área de la competitividad, los salarios son más altos en las primeras y las condiciones de trabajo son mejores. Es preferible tener empresas que paguen salarios más altos, ya que ello mejora la estructura de la producción y además se cuenta con más recursos dedicados a los bienes. De esto se obtiene una ventaja comparativa y, por supuesto, más exportaciones en vez de importaciones. También ayuda a impedir una crisis de balanza de pagos. El mapa presentado en la gráfica 1 muestra al mundo de una forma un poco rara, ya que la información, en vez de estar a escala por la posición geográfica de los países, está a escala en términos del Producto Interno Bruto (PIB). Entonces lo que el mapa muestra es que en el mundo hay tres grandes mercados: i) Norteamérica, ii) Europa y iii) Asia y África. Este último, particularmente, se ha contraído en mayor proporción, cuando hablamos del PIB que es donde se refleja la demanda. En este caso las exportaciones cobran mayor importancia. Algunos países que han tenido mayores exportaciones, o crecimiento dirigido por las exportaciones, también han tenido aumentos significativos en el comercio con respecto al PIB y me voy a referir específicamente a China y Chile que han tenido incrementos en sus ingresos.

Gráfica 1

Map G0.4 How markets view the world
A country's size shows the proportion of global gross domestic product found there

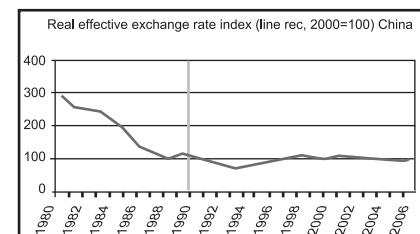
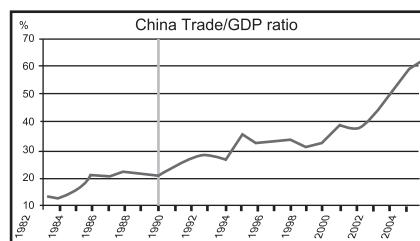
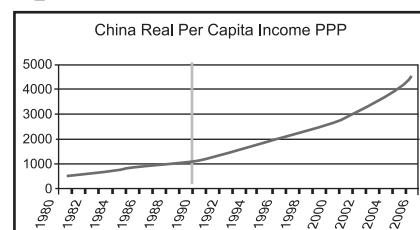


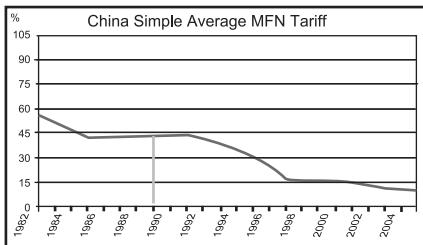
Source: WDR 2009 team using 2005 GDP (constant U.S. dollars).

Note: The cartogram was created using the method developed by Gastner and Newman (2004). This map shows the countries that have the most wealth when GDP is compared using currency exchange rates. This indicates international purchasing power - what someone's money is worth if spent in another country.

Para analizar el caso de China, apreciemos la gráfica 2. Como puede observarse, a lo largo de los años el comercio ha aumentado como proporción del PIB. Asimismo, la apertura comercial ha crecido rápidamente, debido a la disminución en los aranceles externos promedio y a una gran depreciación del tipo de cambio real.

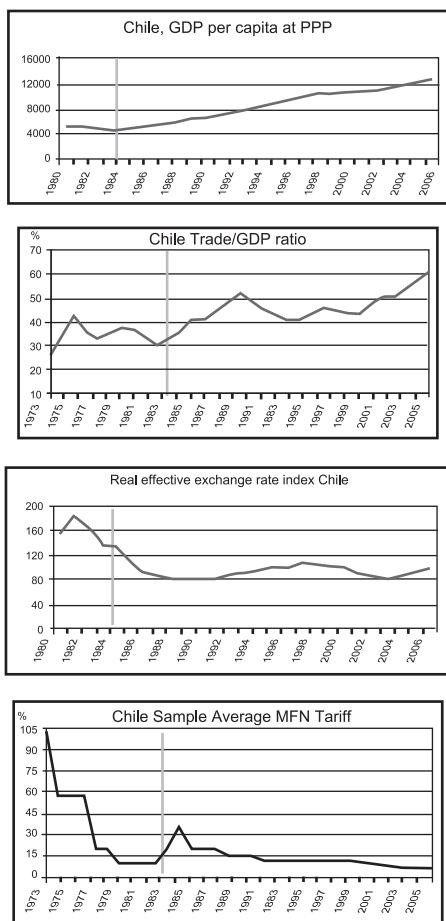
Gráfica 2 Export-Led Growth in China





En el caso de Chile, éste presenta un aumento en sus ingresos, una mayor apertura comercial y una depreciación del tipo de cambio real, como puede apreciarse en la gráfica 3.

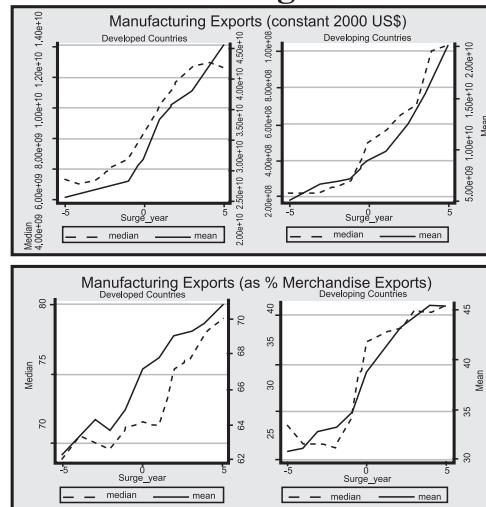
Gráfica 3
Export-Led Growth in Chile



source: Prasad (2004), Corbo (1997), Trains Tariff data, Weo

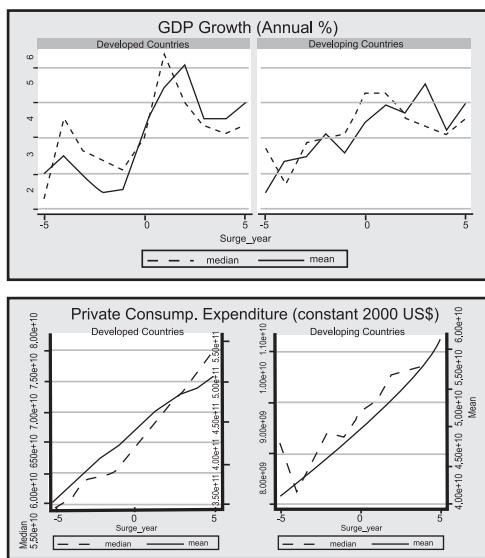
Al comparar ambos países, China y Chile, vemos que han experimentado una liberalización del comercio exterior y una gran depreciación del tipo de cambio real, pero existen diferencias entre ellos. Chile es un país pequeño, que tuvo una trayectoria rápida hacia una economía de mercado. Chile ocupa en el Doing Business, el ranking del Banco Mundial sobre facilidad para hacer negocios, el lugar número 33 de 178 países, el más alto de América Latina y el Caribe, a pesar de que cuenta con pocas políticas industriales. China, en cambio, es un país grande, cuya trayectoria hacia la economía de mercado ha sido gradual y aunque en cuanto a la facilidad para hacer negocios está bien, no está a la vanguardia, aún y cuando tiene muchas más políticas industriales que Chile. Un aspecto que hemos tratado de determinar en un estudio que realizamos conjuntamente con mi colega Piérola, es ver qué hace que aumenten las exportaciones exponencialmente. Para el efecto, se buscaron datos hasta 1980 y los episodios en los que las exportaciones aumentaron significativamente y de manera sostenida, el crecimiento de las exportaciones tenía que ser mayor del 6.0% y representar más de la tercera parte del PIB más alto en los últimos siete años. Asimismo, dicho crecimiento tenía que ser tres puntos porcentuales más alto que la tasa de los siete años anteriores, debiendo haber permanecido así durante siete años por lo menos. En la gráfica 4 observamos el aspecto que tienen estos aumentos.

Gráfica 4
What do the surges look like?



Según se aprecia en la gráfica 4, a la izquierda se encuentran las exportaciones de manufacturas a precios constantes del año 2000, observándose que hubo un aumento real del año cero, el primer año del aumento de la tasa de crecimiento, y cuando vemos las exportaciones de manufacturas como porcentaje de las exportaciones de bienes, que se refieren sólo a las tendencias de exportación para evitar que otros factores afecten los resultados, entonces lo que se observa en la gráfica de referencia son las exportaciones de productos manufacturados y encontramos 92 episodios en todo el mundo cuando las exportaciones aumentaron de forma repentina. En tal sentido, queríamos identificar qué es lo que realmente había sucedido. Como se muestra en la gráfica 5, tanto el crecimiento como los gastos aumentaron en los países desarrollados y en desarrollo. Estos fueron períodos durante los cuales las personas podían consumir más y, por lo tanto, el crecimiento se disparó.

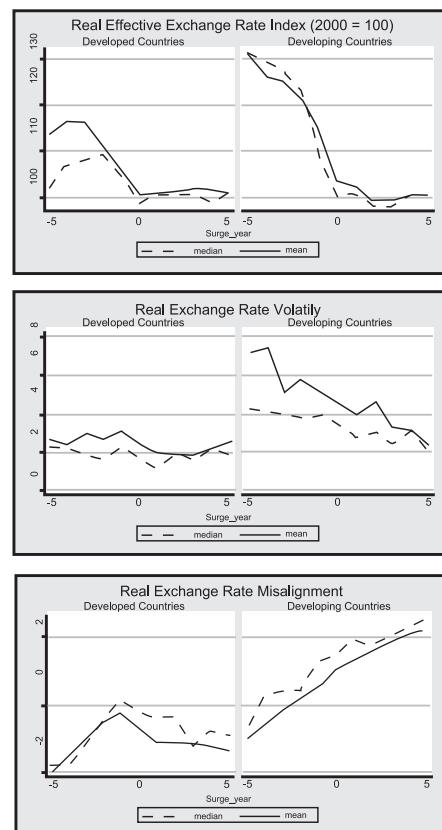
Gráfica 5
How is welfare affected?



Si queremos caracterizar el entorno antes de este aumento repentino en el crecimiento, lo que vemos es que la apertura comercial es importante pero ¿qué sucede con las variables como el tipo de cambio, el ahorro y las inversiones? Además, ¿cómo cambian las modalidades de exportación? Voy a hablarles en detalle de lo que encontramos en el estudio porque,

aunque la apertura comercial es importante, el tipo de cambio es más importante y les voy a decir el porqué.

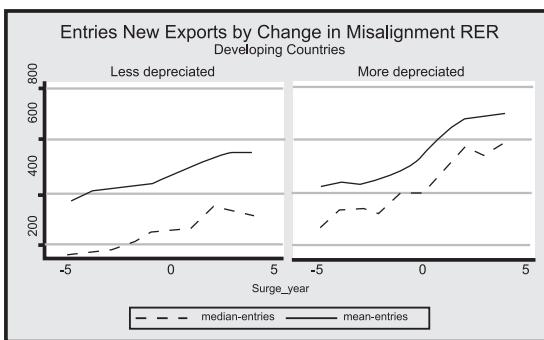
Gráfica 6
The Real Exchange Rate



Cuando revisamos las modalidades del comercio, se puede establecer que básicamente se tiene un tipo de cambio subvaluado que estimula a la gente a pensar en los mercados externos y en lo que sucedería si tuvieran éxito en ellos. Así que muchos más actores entran en esos sectores (exportaciones). Hay muchos más descubrimientos y la actividad productiva se incrementa. Me refiero a que cuando uno trata de exportar algo a un mercado nuevo, puede continuar exportando ese producto, aunque a veces pueda no ser rentable y deja de exportarlo, pero cuando hay ese aumento importante de la productividad, sucede como cuando se abre una nueva tienda, se publica información sobre lo que se vende y todo el mundo acude a ella. Estos son precisamente los episodios de aumento de los cuales les hablé y que podemos

observar en el caso de los países desarrollados. En la gráfica 7 se muestra el tipo de cambio efectivo y vemos que para los países desarrollados el tipo de cambio tiene alguna importancia, aunque para los países en desarrollo hay una verdadera depreciación real antes de que la oleada de las exportaciones se haga presente. La volatilidad del tipo de cambio no es tan importante en los países desarrollados pero para los países en desarrollo la disminución de la volatilidad es buena. También calculamos una subvaluación para los países desarrollados encontrando que no es tan importante. Sin embargo, en el caso de los países en desarrollo, lo que vemos es que el pasar a un tipo de cambio subvaluado es parte de lo que hace que la economía o el sector exportador aumente y que se expanda a nuevos productos y nuevos mercados. Cuando se produce un conjunto mayor de bienes, lo que es conocido actualmente por los economistas como el margen extensivo, significa que el crecimiento de las exportaciones por sí sólo no es suficiente, por lo que es importante para una economía encontrar nuevos productos de exportación.

Gráfica 7 Undervaluation Stimulates Entry into Exporting New Products & New Markets



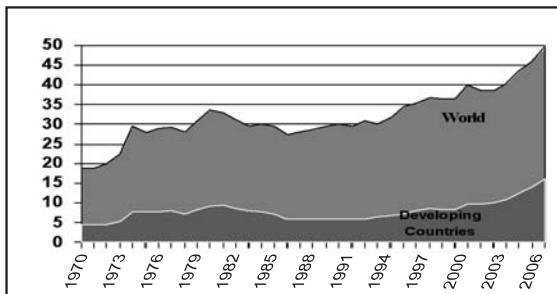
En otro trabajo que realizamos vimos que en Perú, que tiene un sector de exportaciones de productos agrícolas no tradicionales floreciente, exportan espárragos que no consumen, también exportan ciertos pimientos que no consumen para nada; las alcachofas

también son exportadas y tampoco las consumen; entonces ¿cómo se encuentran estos productos allí si no se consumen? y ¿cómo pueden saber que pueden tener éxito en su exportación? Estas son preguntas muy difíciles de contestar, así que lo que estamos analizando es cómo se encuentran los productos para ser exportados. Para el efecto, lo que hemos hecho es tomar los datos a un nivel bien desglosado, encontrando productos que nunca se habían exportado pero que de repente se están exportando. En el caso de los productos manufacturados bien pueden ser espárragos en lata o camisetas, también podrían ser chips de computadora. Sin embargo, a nivel de productos esto es algo que no vemos en los datos. Despues empezamos a ver que este producto pasa rápidamente a los mercados, también podemos observar que un producto se exporta a los Estados Unidos, pero talvez no hemos visto que se haya exportado a Alemania con anterioridad, lo que indica un nuevo mercado o un nuevo producto. Lo que vemos en los datos es que los ingresos aumentan significativamente. Dividamos el conjunto de los países entre países con más depreciación del tipo de cambio y países con menos depreciación; es decir, los que tuvieron una mayor o menor subvaluación. El grupo de países con una menor depreciación todavía experimentan algún aumento en los ingresos, pero dicho aumento es mucho más rápido en los países que tuvieron tipos de cambio más depreciados, o sea, tipos de cambio más devaluados. Esta clase de subvaluación realmente estimula a la gente a entrar en nuevos mercados y en nuevos productos.

Ahora quiero hablarles un poco de los hallazgos sobre el tipo de cambio. Lo que hemos visto es que los aumentos repentinos de las exportaciones son buenos para el crecimiento económico y el consumo; y se caracterizan por una depreciación del tipo de cambio real y una volatilidad reducida. Una moneda subvaluada es importante en los países en desarrollo y alienta más entradas, conduciendo a una menor caída de las exportaciones. Por ejemplo, talvez un país al principio exporte corbatas a Italia, exportaciones que sólo duran un año o que sólo mantienen el aumento de las exportaciones. Sin embargo, cuando hacemos un análisis regresivo, vemos que los países son más independientes en términos comerciales cuando están más subvaluados

y hay más depreciación. Cabe preguntarse si el comercio exterior siempre promueve el crecimiento de los ingresos y cómo lo hace. Hasta ahora solamente les había hablado de la competitividad, pero en este momento estamos hablando de las nuevas experiencias que están pensando los economistas. Al referirse a la competitividad, la apertura de la economía no solía ser importante. No obstante, si uno acierta en sus precios, pasa al sector de las ventajas comparativas y todo está bien, la idea acá es que el comercio alinea los recursos con los sectores más productivos o incluso alinea a las empresas más productivas dentro de ciertos sectores. En este sentido, el comercio exterior aumenta el retorno de la inversión e incrementa el crecimiento de los ingresos. Observemos la gráfica 8.

Gráfica 8
Trade/GDP Ratio: World and Developing Economies



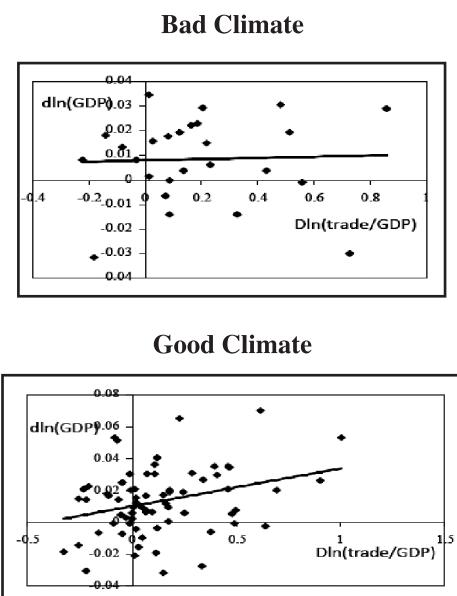
Source: WEO

Según la gráfica anterior, si observamos la razón entre el comercio y el PIB para el mundo y los países en desarrollo en los años recientes, podemos darnos cuenta que la apertura comercial ha aumentado grandemente en los países en desarrollo. Sin embargo, si vemos a los países con un alto crecimiento en la actualidad y con tasas de crecimiento mayores al 7% durante el período 1980- 2006, tenemos que estos países han tenido más apertura comercial y que ésta ha aumentado aún más rápido. En consecuencia, parece que en promedio el comercio es bueno para el crecimiento, siendo eso lo que tendemos a ver en todo el mundo. No obstante lo anterior, todavía hay muchos países en América Latina y África que se han abierto mucho pero que realmente no han experimentado el crecimiento robusto que se les había prometido. Una

de las razones es lo que hemos estado comentando, ya que si los precios se suben mucho, esto es potencialmente dañino para el comercio exterior. Varios países ya se han dado cuenta de que a pesar de que se han liberalizado, no ha habido mayores cambios o repercusiones en la reasignación de los recursos y el crecimiento de los ingresos. Volviendo a la teoría básica, el comercio exige que los recursos sean trasladados a la mayoría de las actividades o a las empresas productivas. Asimismo, al pasar a la liberalización y al comercio exterior, las empresas más fuertes deben crecer y contratar. En cuanto a las nuevas empresas, éstas deben empezar a trabajar en sectores dinámicos. En ese nivel, las empresas que no son competitivas lamentablemente tienen que retirarse y ¿cómo impedirlo si existe demasiada reglamentación? El empezar un negocio significa cumplir con excesiva reglamentación; para contratar trabajadores también hay mucha reglamentación; sobre las inversiones extranjeras directas lo mismo, una vasta burocracia; para obtener información de como exportar, hay demasiada papelería; llevar las mercancías de la empresa al barco y del barco al exterior, cosas por el estilo también requieren una serie de requisitos y condiciones qué cumplir. Por ello otro aspecto que hemos analizado es la relación existente entre el crecimiento del comercio exterior y el crecimiento de los ingresos entre los países que tienen más leyes y reglamentos, haciendo una comparación entre los países que tienen una reglamentación superior a la media y los países que están por debajo de la media, en términos de indicadores comerciales. Lo que vemos es una correlación positiva que se aplica de manera general. Hay una correlación positiva cuando no hay demasiada reglamentación y ésta disminuye cuando vemos los ingresos, los niveles de ingresos también bajan. Los resultados son aún más notables cuando hacemos el análisis de regresión para considerar otras cosas que impulsan el crecimiento. Otro factor importante es la implementación de políticas complementarias necesarias para que el comercio estimule el crecimiento. No basta simplemente con abrirse al comercio, también depende de poder obtener recursos y llevarlos a los sectores más productivos, promoviendo un entorno que fortalezca las ganancias y el comercio (ver gráfica 9).

Gráfica 9

Business Environment Enhances Gains from Trade



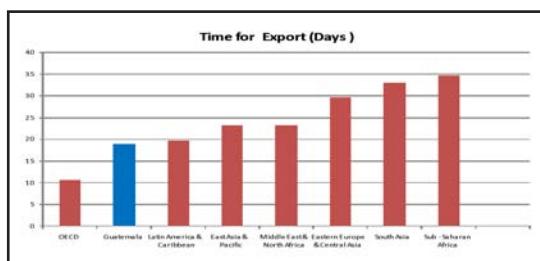
Source: Bolaky and Freund (2006)

Cuando se desagregan las características que inciden, una de las más importantes es cómo poder empezar un negocio nuevo. En términos de comercio y políticas complementarias, para que el comercio exterior genere crecimiento, los recursos deben fluir a los sectores más productivos. Una reglamentación excesiva o demasiadas leyes impiden el ajuste. Hay casos, incluso, en que la apertura puede ser mala para el crecimiento, lo que puede deberse a que la industria que se tiene se ve ahogada por la apertura, al no haber margen para que la economía crezca en los sectores donde debe crecer. Mi último punto está relacionado con los costos del comercio exterior. Esa es la tercera esfera en la que he estado trabajando para tratar de entender esta idea de la competitividad. Actualmente se tienen muchos trabajos nuevos sobre los costos del comercio exterior, viendo más allá de los aranceles: ¿Qué costos para el comercio exterior son importantes? Un estudio dice que podemos explicar algunos de los acertijos que no hemos entendido hasta ahora y el porqué los aranceles son tan importantes. Otro estudio,

relacionado con la muñeca Barbie cuyo costo total de producción, incluyendo mano de obra y materiales, era de únicamente US\$1.00 pero se vendía en la tienda a US\$10.00, indica que el precio tiene mucho que ver con los costos de transporte y de distribución. Volvamos al ejemplo de los espárragos, en Perú, algo que ha ayudado a ese sector es que se han vuelto sumamente eficientes para trasladar los espárragos a refrigeración y transportarlos en avión hacia EE UU, sin degradar su calidad. En tal sentido, el poder exportar espárragos frescos no es asunto sólo de producirlos, sino también es importante que toda la cadena de transporte funcione adecuadamente. Sin un buen sistema de transporte, ese sector no hubiera podido tener el éxito que ha tenido; los peruanos son los mayores productores de espárragos frescos en el mundo, a pesar de que no los consumen en el Perú. Los trabajos más recientes sobre los costos de transporte y distribución comercial indican que los mismos representan el doble de los costos de producción y, comparando las ventajas sólo en términos de producción, es muy importante llevarlos al mercado. Otro ejemplo de la eficiencia de los costos de transporte y distribución es China que, por supuesto, tiene economías de escala a su favor, por esta razón siempre son los primeros y han logrado dominar la parte del transporte. Habría que ver cómo son enviados los contenedores en todo el mundo. En la gráfica 10 podemos observar los costos del comercio en términos del tiempo (días) para exportar.

Gráfica 10

The Costs



Source: Doing Business 2009

En la gráfica anterior se observa que en Guatemala el tiempo de transporte tiene un costo promedio muy similar al de los demás países de Latinoamérica; mientras que en África el tiempo de transporte es uno

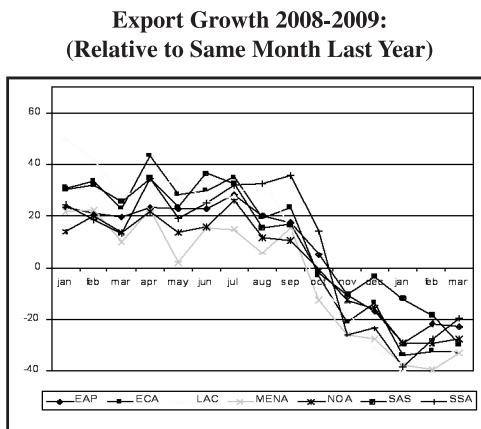
de los costos del comercio que se constituye en una de las principales barreras al comercio. Es muy diferente lo que pasa en China y en Nueva Jersey, en donde podemos ver que hay filas y filas de trenes, así como puertos de gran calado que pueden llevar los productos al mercado en solamente unas cuantas horas. En la ciudad de Tbilisi, en Georgia, hay trenes que funcionan tal vez no tan eficientemente como en Newark o en Shanghai y les va muy bien. La gráfica anterior también es útil para evaluar los costos de hacer negocios en todo el mundo y, como ya lo mencioné, estos costos dañan de forma significativa a África, porque el tiempo que necesita para llevar los productos de la puerta de la fábrica al barco es sumamente elevado. En América Latina el resultado es bastante bueno, pero al comparar sus costos con otras regiones de África, sí podemos notar que a la mayoría de los países latinoamericanos no les va muy bien, puesto que todos tienen una línea costera, en cambio en Europa oriental la mayoría no tiene acceso a las costas; es decir: no tienen salida al mar. Hummels tiene un trabajo en donde ha demostrado que cada día ahorrado, en cuanto a poder sacar los productos o entrar los productos, es equivalente a más o menos 1.0% de los aranceles. Por su parte, nuestro trabajo ha demostrado que un día ahorrado incrementa las exportaciones en 1.0%, de tal manera que si se reduce el número de días de 25 a 24, ello puede ayudar a estimular las exportaciones en alrededor del 1.0%. El tema del cual les he hablado hoy cubre diversos elementos de la competitividad, incluyendo el clima de negocios. Hay algunos temas en los que no he ahondado, porque estos son más conocidos, tales como los derechos de propiedad que, si los analizamos detenidamente, por supuesto son de los más importantes. Lo que les he hablado hoy es que para que el comercio estimule el crecimiento económico, es necesario el movimiento de los recursos, así que la movilidad de la mano de obra es importante al igual que los costos del comercio, puesto que no se trata solamente de aranceles. También hay que considerar, tal como lo hemos comentado, la importancia del tipo de cambio.

Además del trabajo que hicimos el cual demuestra cómo el comercio estimula las exportaciones y,

particularmente, los nuevos ingresos y las tasas de crecimiento económico, Dani Rodrik ha realizado un estudio que demuestra que los tipos de cambio subvaluados también estimulan el crecimiento de los ingresos en los países en vías de desarrollo, aunque es claro que en el mantenimiento de un tipo de cambio subvaluado también existen costos. También se ha demostrado que la industrialización estimula el crecimiento, lo cual permite que entren recursos a esos sectores, aunque por supuesto hay otras formas de hacerlo como por ejemplo a través de políticas comerciales. Sin embargo, la diferencia es que el tipo de cambio es un mecanismo mucho más amplio para poder llevar los recursos más a la dinámica de las exportaciones, mientras que otros recursos exigen hacer cosas más específicas y yo, hasta ahora, no conozco ninguno que sea perfectamente adecuado para los sectores. Además, se trata de que dentro de los costos del comercio se pueda reducir el costo de las mercancías para poder sacar el producto y llevarlo a las embarcaciones para que lleguen lo más pronto y adecuadamente posible a su país de destino. La competitividad busca brindar oportunidades a los empresarios, pues se trata de un ingreso y de una salida flexible a los negocios. Les presento mis conclusiones y para el efecto analizaremos dos gráficas que se refieren al entorno de la crisis actual. He estado analizando ampliamente el comercio durante la crisis. Debo señalar que el crecimiento de las exportaciones es un tema que salió del mapa, pues aquí sólo vemos regiones, probablemente sea difícil distinguir: el color azul es Asia oriental y Europa; el amarillo, Latinoamérica; el rosado, Europa central; y el morado, Norteamérica; el sur de Asia y el África subsahariano se muestran aquí también. En términos nominales vemos que las exportaciones relativas al mismo mes del año anterior se han reducido en más o menos un 30%, esto se observa en todos los países y en todas las industrias, así que la reducción es significativa. Incluso los países que tal vez no se han visto afectados directamente por la crisis, se ven afectados a través de los cambios que se han dado en el comercio, en su mayoría porque hay menos demanda y dinamismo, lo que se ve exacerbado por la dificultad de conseguir capital para financiar estos movimientos comerciales (ver gráfica 11).

Gráfica 11

Does the Crisis Change Anything?



La última diapositiva que presento (gráfica 12) incluye las medidas temporales adoptadas por algunos países frente a la crisis. Un peligro que hemos visto es que algunos países están aplicando medidas arancelarias, han estado incrementando los aranceles. Hemos visto algunas señales de más proteccionismo y esto es un peligro porque es difícil cambiar esa situación una vez que uno empieza a hacer eso y aunque hay cierta verdad en cuanto a que en el corto plazo esto puede ayudar un poco a mitigar el impacto de la crisis, ello es muy dañino. No soy del criterio de que haya alguien que crea que el proteccionismo pueda beneficiar el comercio, por lo que esta situación es una preocupación que empieza a crecer. En este momento, evitar la sobrevaluación es algo muy importante para poner en práctica, ya he hablado un poco acerca de la subvaluación y debo decir que realmente ésta es una política para los países pequeños en vías de desarrollo. Evidentemente existen preocupaciones externas acerca de los efectos negativos en otros países, si todos tratasen de utilizar este tipo de política para estimular las exportaciones. Dentro de las medidas temporales adoptadas en varios países se ha implementado el apoyo financiero particularmente para las empresas pequeñas que se han visto muy afectadas por la crisis, ya que por su tamaño carecen de mecanismos financieros fáciles, hay que continuar implementando estas medidas. Muchísimas gracias.

Gráfica 12

Temporary Measures

- Avoid protectionism
- Avoid real exchange rate overvaluation/consider undervaluation in small developing countries
- Shore up finance to small firms

Waleska García: Doctora Freund, muchas gracias, ahora procederemos con las preguntas del público. La primera hace referencia a que en su presentación usted no hizo mención a la inversión en el recurso humano como un factor importante para la competitividad, particularmente en países pequeños como Chile, en donde la inversión en capital humano es alta y las instituciones juegan un rol importante en la competitividad. ¿Piensa usted que esto también es importante para otros países?

Caroline Freund: Invertir en capital humano es importante, particularmente en el mediano y largo plazos. Aunque este tema no ha sido el centro de mi estudio, puesto que creo que ésta es una consideración más de largo plazo. La investigación y la tecnología han ayudado mucho; así que aunque el desarrollo del recurso humano es importante, creo que en el corto plazo para, poder darle el chispazo de crecimiento a la economía, la mejor forma son los factores económicos de los que hablé. Sin embargo, cabe enfatizar que, sin duda alguna, los factores de desarrollo humano son importantes.

Waleska García: Esta pregunta está relacionada con el tipo de cambio real: ¿No cree que la subvaluación de la moneda en términos reales causaría mayores niveles de inflación?

Caroline Freund: Sí, creo que es una preocupación a la larga. Estimo que es uno de los temas que estarán siendo investigados y analizados a futuro. Al analizar este aspecto, lo

que debe tomarse en cuenta es: ¿cuándo es el momento adecuado para alejarse de la subvaluación? Esta no es necesariamente una estrategia que sea para siempre. Más bien, ésta es una estrategia que realmente sirve para reactivar el crecimiento. En nuestro trabajo, nosotros también analizamos episodios de crecimiento sostenido, en ese escenario; en vez de centrar la atención solamente en siete años, centramos nuestra atención en situaciones donde el crecimiento era sostenible a lo largo de 12 años y, según los resultados, los países que tendieron a sostener la subvaluación también mostraron esa tendencia, así que también existe la pregunta de cuándo es el momento para salirse de esta estrategia. La subvaluación puede representar costos para la economía, es entonces cuando se desea salir de esta estrategia, pero cuando vemos a los países que han crecido como China y Japón y luego los episodios que hemos analizado, me parece que es difícil decir que la subvaluación no haya tenido alguna función. El mayor peligro de esta estrategia es que representa un costo, por lo que esta estrategia será para los países en desarrollo donde los costos externos no son tan altos y la demanda se encuentra en otras partes, pudiendo ayudar a obtener recursos y a que estos recursos entren a la dinámica del crecimiento del sector.

Waleska García: Tenemos varias preguntas sobre cómo mantener el tipo de cambio subvaluado y sus implicaciones para los hacedores de política: ¿Qué sugiere para que los hacedores de política puedan mantener un tipo de cambio subvaluado, si es posible mantenerlo en el largo plazo, o si es preferible buscar impactar los principales determinantes del tipo de cambio real, por ejemplo la productividad?

Caroline Freund: Simplemente tiene que verse el caso de China para tener una idea de cómo hacerlo, pero evidentemente plantearía restricciones en las políticas fiscales y monetarias para poder hacerlo, considerando que se tienen las variables de política para mantener los tipos de cambio subvaluados, particularmente en términos fiscales.

Waleska García: Esta interrogante se relaciona con los principales obstáculos al comercio. En el caso de Guatemala son los altos costos para el transporte; por ejemplo, el costo de enviar una mercancía de Chile a EE UU es mucho más barato que enviarla de Guatemala a Miami: ¿cuáles serían sus recomendaciones?

Caroline Freund: Aquí entramos al terreno de la facilitación del comercio, a veces más bien el costo burocrático, por ejemplo el número de firmas que se necesitan, el número de oficinas que debe visitarse. Otras veces es un problema de transporte; y, en algunos casos, es el tipo de servicios navieros. En este último caso, parece tener algo que ver con los puertos; es decir, si algunos puertos tienen mayor facilidad de enviar las mercancías de Guatemala a Chile o de Chile a Guatemala, es allí donde creo que tal vez los especialistas en facilitación del comercio pueden intervenir y ayudar, pero desafortunadamente necesitaría conocer más al respecto. Actualmente se está realizando un estudio sobre este tema para África y hemos separado los diferentes tipos de costos para poder llevar las mercancías a las embarcaciones, luego se toman en cuenta los aspectos burocráticos, aduanas etc. En África se ha establecido que los costos del transporte han sido la mayor limitante de las exportaciones, pero podrían hacer estudios similares que valdría la pena realizar para Guatemala.

Waleska García: Otra pregunta es: Si la liberalización del comercio es buena y el tipo de cambio está bien ¿por qué actualmente estamos enfrentando una crisis mundial, una fuerte crisis mundial?

Caroline Freund: Empecé señalando que hay diferentes aspectos de la globalización, en el tema del comercio está el de la movilidad laboral y los aspectos financieros. Como economista creo que hemos demostrado que el comercio es bueno para el crecimiento. Por su parte, los financieros piensan que hay menos evidencia de que la movilización financiera completa es buena para el crecimiento, dado que hay mucho más peligro en la liberalización financiera; en parte porque no se puede revertir la situación

tan rápidamente. Sin embargo, este ha sido el caso de la crisis asiática, así como en otras crisis como las de Latinoamérica. La semana pasada asistí a una conferencia sobre comercio, allí se señaló que la India ha enfrentado bastante bien la crisis porque ellos tienen una economía relativamente cerrada, así que no se han visto tan afectados. De forma similar, África que no se ha abierto financieramente o en términos de comercio, por esta razón no ha sentido tanto las repercusiones de la crisis como otros países del mundo. La globalización es buena pero creo que la crisis sí nos lleva a pensar en qué queremos hacer con el sector financiero.

Waleska García: Otra pregunta plantea: ¿considera usted que Guatemala tiene un buen clima de negocios? ¿Cómo puede Guatemala mejorar sus exportaciones tanto tradicionales como no tradicionales bajo las condiciones económicas actuales? ¿Es necesario que se implemente una estrategia de mediano plazo en temas de competitividad y exportaciones que sobrepase a los gobiernos de turno?

Caroline Freund: No soy experta en Guatemala y creo que hay muchas personas aquí presentes que podrían responder mejor esa pregunta. Analicé algunas de las estadísticas fundamentales de Guatemala y considero que hay mucho que puede mejorarse en cuanto al clima de negocios; particularmente, para empezar un negocio. Además, hice una investigación del tipo de cambio y es mi percepción que existe preocupación por la subvaluación. No obstante, aun cuando yo sé que la idea de la subvaluación es un tema muy controversial en el entorno actual, la sobrevaluación es algo que nos va a dañar significativamente, así que hay que evitarla a toda costa. Creo que lo principal es trabajar

para mejorar el clima de negocios y estar observando el comportamiento del tipo de cambio. Con respecto a las exportaciones no tradicionales, en el caso de Perú tuvo un efecto sobre sus exportaciones no tradicionales y privatizaron la tierra. No estoy segura de cuál es la situación en Guatemala, pero eso en Perú permite que la producción sea en mayor escala, lo que es absolutamente crucial para ciertos cultivos; lo segundo, fue la coparticipación del Gobierno en los sistemas de irrigación por goteo; y lo último es un tipo de coordinación alentadora a través de asociaciones de exportadores. En cuanto a estas asociaciones de exportadores para ciertos productos que inicialmente podrían ser financiadas, en parte por el Gobierno y luego por el sector privado: ¿Qué pasó con la horticultura en Perú? Inicialmente el Gobierno subsidió la horticultura, la prueba del éxito es que ahora es el sector privado quien tiene a cargo todos los costos, lo que permitió a los productores compartir información de qué semillas funcionan y cuáles no. Poder exportar ciertos tipos de productos, tomando en cuenta las condiciones fitosanitarias en otros países, por ejemplo, les tomó 7 años lograr que el aguacate que producían entrara a EE UU, debido a que tuvieron que hacerse cargo de impedimentos en cuanto a sanidad vegetal; además, también debían contar con un aeropuerto que pudiera exportar esos productos con rapidez. Sin embargo, este tipo de esfuerzos tienen que realizarse. Creo que la tarea principal del Gobierno es brindar un clima de negocios que permita a los empresarios tener éxito y no tener demasiadas regulaciones. Otra forma de hacerlo es fomentar los sectores que el sector privado está buscando desarrollar en forma complementaria. Muchas gracias.

Impacto de la crisis global en el sector real, en la pobreza y en el empleo. Programas oficiales para enfrentar la crisis

Jaime Saavedra

Pablo Marroquín: Muy buen día. Es un honor presentarles al doctor Jaime Saavedra, Gerente Sectorial del Grupo de Pobreza y Género de la Unidad de Reducción de la Pobreza y Gestión Económica de la Región de América Latina y el Caribe del Banco Mundial. Tiene un doctorado en Economía de la Universidad de Columbia de los Estados Unidos de América (EE UU), una licenciatura en Economía de la Pontificia Universidad Católica del Perú. Sus principales áreas de trabajo son la economía laboral y la educativa, así como las políticas sociales. Se desempeñó como Director Ejecutivo e Investigador Principal del Grupo de Análisis para el Desarrollo (GRADE), centro de estudios sin afiliación política con sede en Lima, Perú. Dictó la cátedra de economía en la Pontificia Universidad Católica del Perú y fue investigador visitante en el Centro de Estudios Internacionales de la Universidad de Toronto. Ha sido miembro del Consejo Nacional del Trabajo de Perú, de la Junta Directiva del Instituto de Investigación sobre Nutrición, al igual que Consejero Principal del Ministerio de Trabajo y Promoción Social e integrante de su Comisión Consultora, así como Director Alterno de la Comisión Nacional de las pequeñas y microempresas. Se ha desempeñado como Presidente del comité ejecutivo de la Red sobre Inequidad y Pobreza del Banco Interamericano de Desarrollo y del Banco Mundial y como Director del Consorcio de Investigaciones Económicas y Sociales. Ha realizado una amplia labor de consultoría e investigación para el Banco Mundial, el BID, la CEPAL, las Naciones Unidas, la Organización

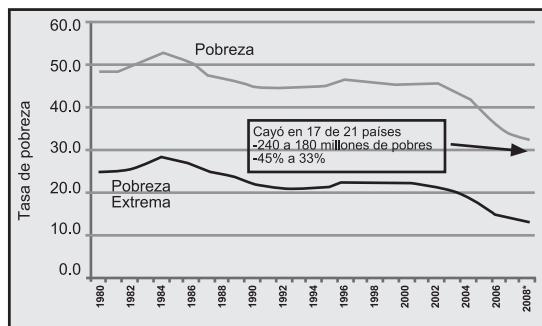
Internacional del Trabajo y los Ministerios peruanos de Educación, Trabajo e Industria.

Muchas gracias, ingeniero Marroquín, por esa presentación. Agradezco especialmente a la Presidenta de la Junta Monetaria y del Banco de Guatemala, señora María Antonieta de Bonilla y a los Funcionarios del Banco de Guatemala por esta invitación para comentar algunas reflexiones, ideas y datos acerca de qué ha pasado y cómo está impactando la crisis global en el sector real y, en particular, en la pobreza y en el empleo. Al final comentaré cómo puede impactar esta crisis el bolsillo de la gente. Para dar idea de qué voy a tratar: haré un pequeño repaso de cómo encontró la crisis a América Latina en cuanto a pobreza y desigualdad; y, qué ha pasado en términos de políticas en los últimos años. Analizaré cómo podría impactar la crisis en el empleo y en el bienestar; qué podemos esperar en términos de reducción de la pobreza; y qué estamos viendo ya con respecto al impacto en el empleo en los distintos países de América Latina. Hablaré sobre lo que están haciendo los gobiernos de la región y cuáles son los retos que enfrentan para tratar de paliar los efectos de la crisis. Primer punto: cómo encontró la crisis a América Latina. Debe mencionarse un aspecto importante y es el hecho de que el periodo de 2002 a 2008 fue muy bueno para la región, en el cual se registró un crecimiento económico promedio de 5.0%.

Gráfico 1

2002-2008: 60 millones de personas salieron de la pobreza - 13 puntos de resolución de la pobreza

Evolución de la pobreza (4 y 2 US\$ al día) 1980 - 2008 en ALC



Aproximadamente 60 millones de personas salieron de la pobreza y hubo una leve reducción de la desigualdad. En el gráfico 1 se puede observar que la pobreza se redujo dramáticamente de 2002 a 2008, así como la evolución de la tasa de pobreza desde 1980 y la evolución de la tasa de pobreza extrema.

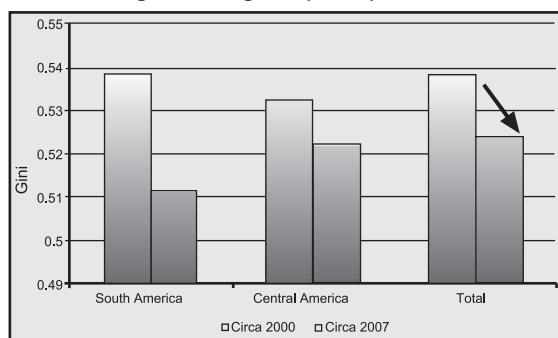
La tasa de pobreza es el porcentaje de personas que tiene un nivel de gastos que le permite cubrir una canasta básica de bienes y servicios en general. En cuanto a la pobreza extrema es el porcentaje de personas que no tienen un nivel de gastos o ingresos suficientes para cubrir la canasta alimentaria; esto es un problema grave porque la pobreza extrema implica el porcentaje de gente que no tiene los ingresos suficientes para comer o para poder tener un nivel nutricional adecuado. En la década de los 90 (del siglo XX) la tasa de pobreza estaba relativamente estancada y a partir del año 2002, y en los 6 años subsiguientes, hubo un desplome de la tasa de pobreza, una reducción muy marcada, puesto que, como indiqué anteriormente, alrededor de 60 millones de personas salieron de la pobreza. El número de pobres en América Latina cayó de 240 a 180 millones; es decir: la pobreza disminuyó en casi todos los países y, en términos de tasa porcentual, pasó de un 45% a un 33%. En el caso de la pobreza extrema hay más o menos un 15% de pobres extremos. Estos son retos extremadamente complejos para la región, noten que es un promedio, se está promediando Chile con

Nicaragua, Brasil con México, por lo que hay muchas diferencias al interior de la región pero, en promedio, estamos diciendo que al menos hay un tercio de latinoamericanos que son pobres y un 15% que no tienen los ingresos suficientes para poder comer bien.

Gráfico 2

La desigualdad se redujo, pero todavía es dolorosa y persistente

Desigualdad Ingreso per cápita familiar



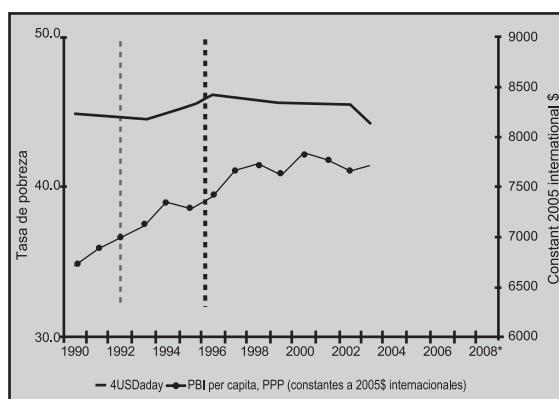
Fuente: PovcalNet, Banco Mundial

El gráfico 2 muestra que la desigualdad se redujo, al igual que la dispersión de ingresos. La diferencia de ingresos entre los más ricos y los más pobres se redujo en América del Sur, América Central y, en general, en América Latina. Con relación al Indicador de Gini, usualmente utilizado por los economistas, bajó de 54 a 52, no obstante que la brecha de ingresos se ha reducido un poco, hay que tomar en cuenta que a pesar de esa reducción, América Latina todavía sigue siendo una de las regiones más pobres del mundo, con diferencias de ingreso entre ricos y pobres extremadamente grandes. En Guatemala también se redujo la desigualdad. Tomemos el período 2000 al 2006, años para los cuales se tienen datos. Para poder tener una visión del nivel de desigualdad que existe, imaginemos que el 20% del auditorio es más rico y que concentra el 50% de los ingresos de la riqueza del país y que un 20% es el más pobre, concentrando el 6%. En este escenario tenemos 50% contra 6%, pero ahora esos números son mejorados, porque ese 50% es 48% y el 6% es 9%, eso significa que ha aumentado la participación del consumo de los más pobres, pero como las diferencias son aún muy

grandes, la pobreza sigue siendo un reto para Guatemala y la región. Para reducir la pobreza es necesario el crecimiento. No hay ningún episodio en América Latina o en el mundo en el cual la pobreza se reduzca si no hay crecimiento. Sin embargo, aunque el crecimiento es necesario, no es suficiente.

Gráfico 3

¿Pobreza y crecimiento van de la mano?
Evolución de la pobreza y PBI en América Latina y el Caribe



En el gráfico 3 se puede observar que en la década de los 90 el crecimiento subió y que el nivel del PIB per cápita promedio se aceleró de manera bastante fuerte, en particular hasta los años 98 y 99. No obstante, la tasa de la pobreza no se incrementó, aunque tampoco se redujo. ¿Qué pasó en la década que comenzó en el 2000? En estos años hemos visto que el proceso del incremento de los ingresos, derivado del crecimiento del PIB, ha generado una reducción marcada en la tasa de la pobreza, lo cual nos confirma que hay reducción de la pobreza; sin embargo, no es una condición necesaria. En la década de los 2000, el crecimiento se traduce en reducciones de la pobreza importantes hasta el año 2008. La pregunta es por qué se dio esta reducción u otra manera de decirlo es: cómo la crisis toma a América Latina. La crisis que estamos viendo en 2009 toma a América Latina en buen pie. Por un lado, se han consolidado en la región un conjunto de reformas y hay una mayor percepción de la necesidad de mantener una estabilidad fiscal, monetaria y una mejor regulación financiera en casi todos los países de la región. Por otro lado, ayudó el proceso acelerado de crecimiento global y el aumento en la demanda por las exportaciones de

América Latina, un aumento en la demanda de los commodities. Este aumento de la demanda elevó los precios de los commodities, lo cual es bueno para algunos países, pero no para otros. Para los países grandes de la región, exportadores de materias primas, esto fue, por un lado, parte de la explicación detrás del proceso de crecimiento y, por el otro, de un crecimiento sostenido. Entre 2002 y 2006, los países de la región tuvieron un crecimiento positivo debido a que se realizaron varias reformas y cambios; en algunos casos, las mejoras institucionales en muchos países permitieron la implementación de programas sociales mejor focalizados, mejor monitoreados y mucho más transparentes.

Otros elementos importantes en este mismo periodo son una mayor participación femenina en la fuerza de trabajo, un menor tamaño de las familias y más educación, aunque esto no quiere decir que todavía no haya un reto muy importante. Otro aspecto relevante del proceso de crecimiento, y que además se tradujo en reducciones de la pobreza, es el aumento masivo en el envío de remesas a muchos países de la región, incluyendo América Central y, en particular a Guatemala, debido al incremento de la migración a Europa y EE UU. En la presente década el crecimiento se ha convertido en más empleo, no en todos los casos, empleo de mayor productividad o empleo con mayores ingresos, pero sí más empleo en la mayor parte de la región. El número de miembros del hogar que participa en el mercado de trabajo ha sido mayor, lo que no necesariamente significa que los ingresos por hora de todas las personas ha aumentado, pero sí más personas se han podido insertar al mercado de trabajo.

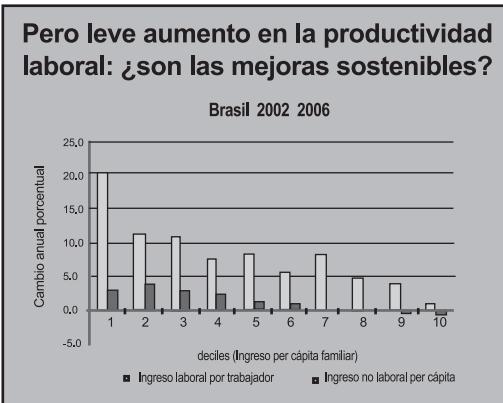
Gráfico 4

Programas sociales se han expandido y están mejor focalizados... en general



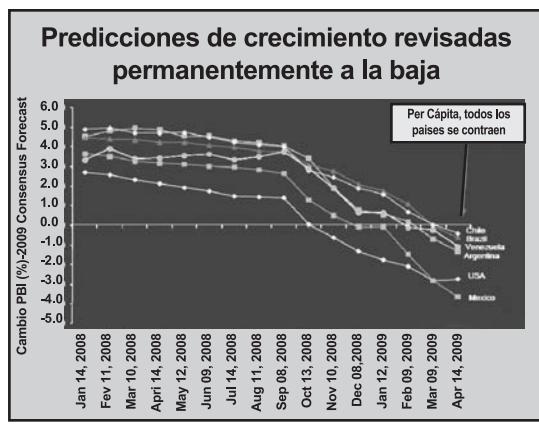
En el gráfico 4 se presenta un ejemplo de los programas sociales que se han expandido y están mejor focalizados, como el de programas de transferencias condicionadas, similares a los que se están empezando a implementar desde hace poco en Guatemala como “Mi familia progres”. Programas en los cuales se les da una transferencia de dinero a las familias a cambio de que los niños que pertenecen a ellas asistan a la escuela, a un centro de salud, reciban vacunas y tengan una mejor nutrición, etc. El conjunto de condiciones del programa cambia según los distintos países pero esa es la estructura básica. En el gráfico 4 les muestro que esos programas, a diferencia de otros, están bien focalizados, los percentiles que pueden observarse abajo representan a la población ordenada de más pobre a más rica, es decir, que los porcentajes de gente rica que recibe el programa son muy bajos con respecto a los porcentajes de gente más pobre. En programas como: “Bolsa familia” en Brasil; “Oportunidades” en México; la “Red de oportunidades” en Panamá; y el “Sistema Único de Transferencias Familiares” en Chile, los beneficiarios se concentran en los deciles más pobres. A esto me refería con que hay una nueva generación de programas sociales que están relativamente bien manejados. Otro aspecto de relevancia es que si bien se ha mejorado en términos de ingreso, también se ha mejorado en transferencias públicas hacia los más pobres en muchos países de la región. No necesariamente vemos que hay un aumento en la productividad en las familias más pobres; a qué me refiero con esto, veamos el caso de Brasil.

Gráfico 5



En el gráfico 5 se puede observar el crecimiento de los ingresos por cada uno de los deciles: éstos son los más pobres; y los otros, los más ricos. La línea celeste es el crecimiento de los ingresos no laborales. Principalmente me refiero a dos aspectos: primero, el monto de las remesas para Brasil es pequeño en tanto que el monto de los programas públicos es muy grande; por ejemplo, el incremento en las pensiones rurales, que ahora ya es un programa de pensiones al adulto mayor. El crecimiento de estos programas de transferencias como “Bolsa Familia” han generado un crecimiento en el ingreso no laboral de los más pobres y poco en los más ricos, debido a que los programas están bien focalizados en términos de reducción de la pobreza. En Brasil, la pobreza extrema entre los adultos mayores es 0% debido a que ellos tienen derecho a una pensión mínima. En el gráfico que les mencionaba, las barras lilas corresponde al crecimiento de los ingresos laborales y ese crecimiento ha sido mayor entre los más pobres pero al mismo tiempo ha sido muy reducido. En general es un asunto que a todos nos debe preocupar ya que no, por el hecho de que la salida de la pobreza esté basada exclusivamente en programas públicos más eficientes, es correcta, pues puede no ser sostenible. Es indispensable tener una combinación de ambas cosas: disminución de la pobreza y sostenibilidad; también hay que tener un crecimiento de los ingresos laborales a lo largo de todos los deciles y particularmente de los más pobres. Recuerden que ha habido más empleo, pero no necesariamente empleos de mayores ingresos, lo que sigue siendo un reto para la región. En ese contexto, la crisis nos ha tomado con mejores programas públicos en general, un marco macro mucho más estable y también ha llegado acompañada de un crecimiento generalizado en los países que demandan los productos elaborados por América Latina, así como de un crecimiento en los países ricos que ha permitido remesar. Toda esa combinación permitió una reducción de la pobreza. ¿Qué ha pasado con la crisis?

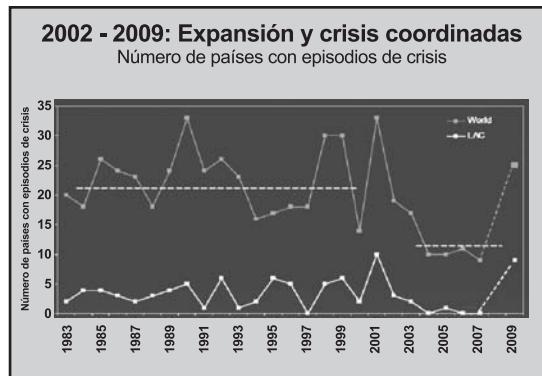
Gráfico 6



Fuente: Consensus forecasts

El gráfico 6 muestra la proyección del crecimiento para 2009, desde febrero hasta septiembre del 2008; algunos economistas predecían que en el 2009 Chile crecería a 5.0%, México a 3.0%, y no se tenía ni la menor idea de un desplome hasta que en septiembre se observó un deterioro. A partir de octubre y noviembre, se empiezan a revisar las predicciones del 2009, las cuales fueron ajustándose hacia la realidad. Esto de alguna manera nos muestra que nuestra capacidad de predicción no es realmente muy buena. En febrero, al realizar esta presentación se expone que casi todos los países se contraerán; luego, al actualizar dicho recuadro, todos los países se contraen, aunque hay un par de países para los que todavía la estimación de crecimiento no es negativa, uno de ellos Guatemala, que presenta un crecimiento por debajo de uno, todavía positivo; el otro es Perú, no es casualidad que sea mi país el que está en 3.0%; si quitamos estos dos ejemplos, todos los países están en reducciones de crecimiento y si esto lo miramos per cápita es necesario ajustar las estimaciones entre 1 ó 2 puntos hacia abajo. Entonces estamos en una crisis verdadera y es una crisis que, por otro lado, es coordinada en el sentido de que no había ningún país con episodios de crisis.

Gráfico 7



Fuente: Estimación propia en base WDI y Consensus Forecast (Jan/09)

El gráfico 7 muestra el número de países con episodios de crisis y lo interesante es que en América Latina dicho número entre el 2002 y el 2007 era básicamente 0. A nivel mundial, el número de países con episodios de crisis era muy bajo en comparación de lo que había sido en las dos décadas anteriores, pero en 2009 este número de países explotó hacia arriba; los datos muestran que se observó una expansión y una crisis coordinada. Antes de la crisis, los países en América Latina estaban literalmente bien, pero ahora casi todos están mal; es una crisis interesante en ese sentido, pero en el caso de América Latina podría decirse que esto no es nuevo, ya que, de alguna manera, los latinoamericanos estamos un poco más acostumbrados. Observemos el gráfico que se presenta a continuación.

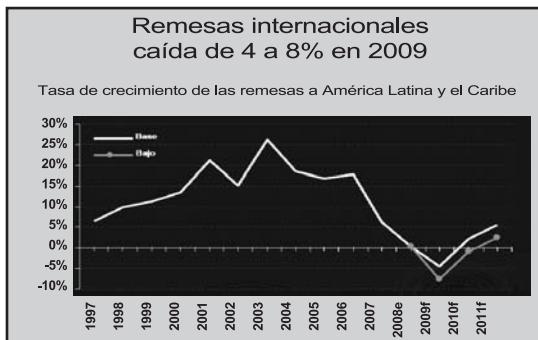
Gráfico 8



Fuente: Elaboración propia en base a datos del World Economic Outlook (FMI)

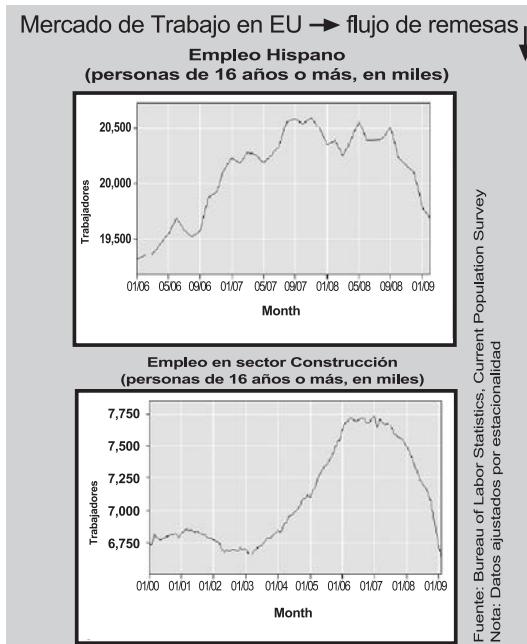
En el gráfico 8, el crecimiento del PIB registrado hasta el 2008 y las perspectivas para el 2009 creó una fosa que para las economías avanzadas es asunto realmente sin precedentes en los últimos 30 años. Pero si miramos la línea de América del Sur, para América Latina es más o menos parecida, encontramos varias bases, aunque estamos acostumbrados a estos fenómenos, debido a que estas fluctuaciones las hemos visto en el pasado como dirían los gringos “been there, done than”. Entonces para América Latina en general, el hecho de que esta caída no sea tan grave es porque la crisis nos toma un poco mejor en términos de estabilidad macroeconómica y de políticas regulatorias. Dada esta crisis tan fuertemente marcada y coordinada en casi todos los países de la región, es oportuno preguntarnos: ¿cuáles son los mecanismos de transmisión de esa crisis hacia el sector real? y por lo tanto: ¿cuál va a ser el efecto de esta crisis sobre la pobreza y sobre el empleo?

Gráfico 9



Como se observa en el gráfico 9, las remesas internacionales están cayendo fuertemente en casi todos los países receptores, para el 2008 los datos son estimados, mientras que para 2009 y 2010 son proyecciones. Los datos para 2009 se recabaron del primer cuatrimestre del año, lo cual nos indica que efectivamente las remesas se podrían contraer en 10.0% este año, con algunas variaciones de un país receptor a otro, pero las contracciones van a ser importantes. Cabe mencionar que este comportamiento ya se venía observando desde hace dos años, pero en el gráfico se observa claramente por primera vez un número negativo fuerte.

Gráfico 10



En el gráfico 10 se refleja que verdaderamente la crisis en EE UU está teniendo un impacto sobre las remesas. El empleo hispano (personas de 16 años o más, en miles) registra una caída muy severa durante 2008 y, obviamente, a inicios de 2009. Asimismo, en cuanto al número de trabajadores en el sector de la construcción, uno de los sectores en donde se utiliza masivamente el empleo hispano, se observa un desplome fuertísimo durante 2008 y que continúa en 2009. Estos últimos dos indicadores no están actualizados. Otro punto importante es la contracción del producto en los EE UU, Europa y Asia, lo cual implica una reducción en la demanda de las exportaciones de los productos no tradicionales que afectan a la región, particularmente a América Central, en lo que respecta a exportaciones de producto textiles y agroindustriales, así como turismo. Cabe indicar que a nivel mundial las exportaciones han caído fuertemente. Estos últimos dos indicadores no están actualizados, el primero de ellos muestra una pequeña. Otro punto importante es la contracción del producto en los Estados Unidos de América, Europa y Asia, lo cual implica una reducción en la demanda de las exportaciones de los productos no tradicionales que afectan a la región particularmente a América Central, en lo que respecta a exportaciones de producto textiles y agroindustriales, así como turismo.

Gráfico 11



En cuanto a la reducción en el precio de los commodities, como se aprecia en el gráfico 11, el crecimiento que se dio en 2008 implicó un deterioro de los términos de intercambio para algunos países y una mejora para otros; tal es el caso de los países exportadores de trigo, de soya y de petróleo; por el contrario, para los países importadores como Guatemala, dicho comportamiento no es muy bueno. No obstante, si la situación fuera al revés, en el 2008 y 2009 para los países importadores eso sería un asunto bueno, pero estas fluctuaciones fuertes están teniendo un impacto en cómo se configura la crisis en su conjunto. Por otro lado, los otros dos mecanismos de transmisión importantes hacia el sector real son el costo y el acceso al crédito. Dado que en esas circunstancias de crisis, la posibilidad del sector privado de conseguir recursos externos es mucho menor. Esto es totalmente evidente, pues el crédito al sector privado, tanto de fuentes externas como internas, se ha reducido en la mayor parte de países, incluyendo Guatemala. Los flujos de inversión directa extranjera también se han desplomado en todas las regiones, y América Latina no es la excepción. Los distintos canales de transmisión afectan de diferente forma a los países de la región. Como primer paso se analiza el impacto que pueden tener estas caídas del producto sobre la pobreza, en términos del nivel de los últimos 10 años, en donde existía una relación entre crecimiento del producto y reducción de la pobreza. Cómo es que esto puede estar impactando a la pobreza, en términos económicos se utilizarían elasticidades, pobreza y crecimiento; anteriormente esa relación entre la pobreza y el crecimiento la extrapolamos y vemos que puede ser hacia el futuro.

Gráfico 12

Estimación del impacto en la pobreza de la caída proyectada en el PBI per cápita

Pobreza 4 dólares por día ppp (similar a líneas pobreza moderada)

Comparación con el valor en 2008	Valor inicial	Impacto en la pobreza en el 2009, basado en las predicciones (consensus Forecast) de crecimiento para América Latina y el Caribe (Mar 2009)		
		Promedio	Promóstico de crecimiento pesimista	Promóstico de crecimiento optimista
Cambio absoluto en la tasa de pobreza*	27.7	1.14	2.05	0.58
Cambio absoluto en el N.º de pobres (millones)	155.3	8	13	5
Cambio porcentual en el número de pobres		5.4%	8.7%	3.3%

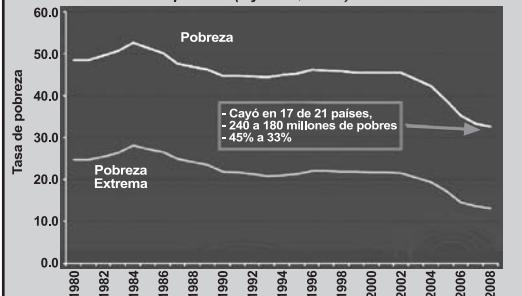
13 millones adicionales de pobres

Quiero llamar su atención en el cuadro que aparece en el gráfico 12, en donde aparecen algunos datos encerrados con círculos debido a las últimas predicciones de crecimiento a marzo de 2009 para América Latina y el Caribe. Según esos datos, el impacto en el escenario promedio sería de 8 millones más de pobres; pero, si tomamos el pronóstico con el crecimiento más pesimista de Consensus Forecast se tendría hasta un aumento de 13 millones de pobres. En términos de la tasa de pobreza, que estaba alrededor de un 1/3 (33%) de latinoamericanos pobres, podría subir un par de puntos. Un aspecto importante es que estamos en un cambio de tendencia muy marcado, el 2000, 2002 y 2008 fue un periodo de mejoras en la región con relación a la reducción de la pobreza.

Gráfico 13

2002-2008: 60 millones de personas salieron de la pobreza - 13 puntos de reducción de la pobreza

Evolución de la pobreza (4 y 2 US\$ al día) 1980 - 2008 en ALC



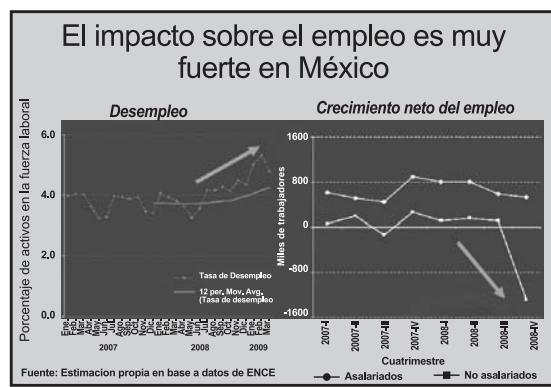
Los datos del gráfico 13 muestran que del 2002 al 2006 hubo una reducción de 5 puntos en la tasa de pobreza y en la mayor parte de países hubo una reducción en el número absoluto de pobres. No

obstante lo anterior, se observa actualmente un cambio en la tendencia. La reducción que vimos, hasta 2008, a algunos les puede parecer más optimista; sin embargo, no se continuará en una tendencia de la reducción de la pobreza ya que se espera que la pobreza crezca en términos de millones de personas y la tasa aumente un par de puntos. Lo claro es que hay un cambio en la tendencia que habíamos estado observando. Es evidente que el impacto sobre la pobreza y el empleo va a ser heterogéneo; es decir, va a ser muy distinto en cada uno de los países de la región, en función de cuáles son los canales de transmisión que operen en cada país. Por ejemplo: cuando nos referimos a las remesas, vemos que va a haber una caída entre 5% y 10%, más cercana al 10%. Los hogares que reciben remesas varían mucho de un país a otro; en algunos las remesas las reciben los más pobres, mientras que en otros son recibidos por la parte media de la distribución del ingreso. Esta situación obedece a que, para poder viajar de la manera que sea y migrar, se requiere de recursos; de esta manera los pobres extremos no tienen la capacidad de recursos para migrar. Usualmente en los países más hacia el sur de Sudamérica, no necesariamente son los más pobres los que reciben ingresos por remesas, más bien es la gente con ingresos medios o inclusive aquellos que están hacia arriba en la escala de la distribución del ingreso. Consecuentemente, la caída de las remesas tendrá un impacto en los bolsillos de las personas, pero este dependerá del país y pueda que sean los más pobres o no.

Cuando decimos que hay una caída en las exportaciones no tradicionales, el impacto inicial en el empleo va a ser en el sector manufacturero, como vimos en la presentación de Caroline Freund. En tal sentido, los desplomes que se ven en las exportaciones manufactureras de muchísimos países nos muestran que inicialmente el impacto va a darse en el empleo del sector manufacturero exportador, afectando el empleo formal y a la gente que trabaja en el mismo. Si tomamos como ejemplo a Perú, que mencionó Caroline, es decir, el de los exportadores de espárragos o de alcachofas en dicho país, los que son agricultores probablemente estén en el tercio superior de riqueza entre los agricultores, lo cual significa que no son agricultores pobres. Consecuentemente, cuando vemos que va a haber un impacto en el empleo relacionado con exportaciones, podemos establecer que no

necesariamente va a ser un impacto en el empleo entre los más pobres, sino más bien podría afectar a las clases medias o medias bajas. Bajo esta premisa, cuando vemos que hay un mecanismo de transmisión por el lado del precio de los commodities, podemos pensar en que el efecto también va a ser mixto y, de repente, en el caso particular de América Central puede ser bueno, lo puede ser también para Guatemala y para los consumidores, pero es malo para los productores de soya en Argentina. Esto va a depender de la posición específica del país. En el caso de una contracción en los flujos de crédito los que más se van a ver afectados son aquellos que estén más vinculados al sistema financiero; por lo tanto, es factible que el impacto sea un poco mayor en el sector formal o en el sector de la microempresa. Al hablar del impacto en la microempresa, que de alguna manera está ligada al sistema financiero, por lo que podría ser más estructurada, no necesariamente va a ser dirigido hacia los más pobres. Esto no quiere decir que los más pobres van a estar mejor. Sin embargo, lo cierto es que donde va a afectar esta crisis, en términos de los bolsillos de las personas, variará en función del país del que estemos hablando. Cuando analizamos algunos datos reales sobre lo que está pasando con el empleo, esos datos todavía no nos dan un patrón uniforme muy claro en toda América Latina, únicamente nos muestran algunas tendencias, tal el caso de México como se presenta en el gráfico 14.

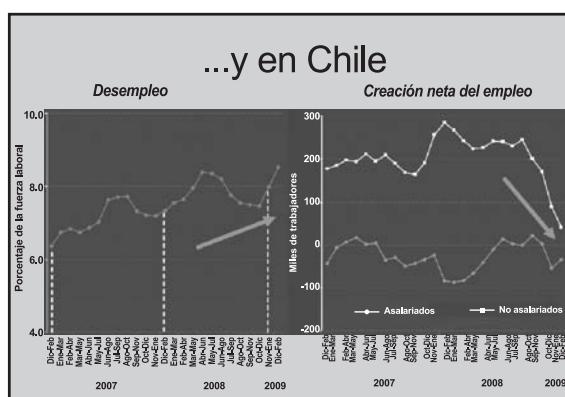
Gráfico 14



Como puede apreciarse en el gráfico 14, el crecimiento del desempleo en ese país es fuertísimo; en febrero y marzo de 2009 se registró la tasa más alta de los

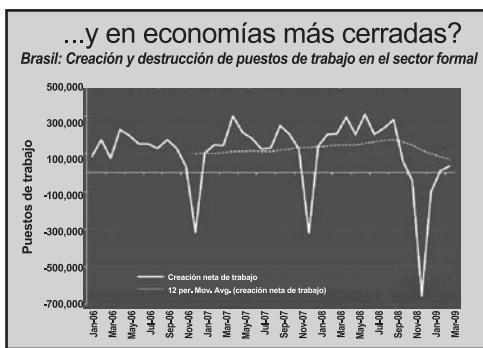
últimos 15 años, la cual aunque todavía no es más alta, comparada con la tasa de desempleo que se registró en la Crisis del tequila (1994), si es la tasa más alta que se ha observado desde 1995. En cuanto al crecimiento neto del empleo en el caso de México, se nota un estancamiento en el empleo asalariado y un desplome en el empleo de los trabajadores independientes. Ahora observemos el gráfico 15, que nos presenta el caso de Chile.

Gráfico 15



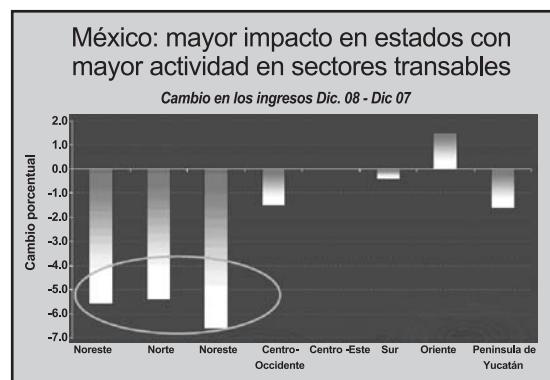
El escenario para Chile es un poco distinto, pues puede determinarse que el desempleo ha crecido mucho en los últimos meses y ha seguido creciendo según los últimos datos. Con relación a la creación neta del empleo, se puede establecer que ha habido una caída masiva en el crecimiento de los empleos asalariados y una pequeña caída en el caso de los no asalariados. Veamos el siguiente ejemplo.

Gráfico 16



En el gráfico 16 se presenta la creación neta de empleos en el sector formal de Brasil, la cual en los últimos meses ha tenido una caída bastante fuerte, pero esto es solamente la variable sin tomar en cuenta la estacionalidad; no obstante, vemos una caída significativa con un pico muy profundo en términos de destrucción de puestos de trabajo en el sector formal de Brasil, mientras que para Chile el impacto del empleo es mucho más claro entre los asalariados. En México esto no es tan claro.

Gráfico 17



Fuente: Estimación propia en base a la ENOE IV 2007 - IV 2008

El gráfico 17 nos muestra claramente el crecimiento del empleo en distintas zonas del país, pudiéndose establecer que las caídas del empleo más profundas se han dado en los estados del norte, por ser los que están más ligados al comercio con EE UU. En cambio, en los estados del sur y en la península de Yucatán se determina que hay una pequeña caída, tanto que en el centro casi no se registran caídas. Sobre la base de este análisis se establece que en los estados que están más ligados a la actividad transable hay una caída del empleo muy fuerte por lo que, en estos casos, podemos concluir que el impacto sobre el empleo puede ser más sobre los asalariados y sobre los transables. Asimismo, para cerrar, en términos de datos, puede decirse que hay un ciclo de reducción de la pobreza que llegó hasta 2008 y que se está revirtiendo, el que ha tenido, como ya sabemos, un impacto negativo sobre el empleo, pero que hasta ahora, por lo menos en los datos, está más concentrado entre los asalariados y formales. En ese sentido, el efecto sobre la desigualdad puede ser hasta positivo porque si afecta más a los que están al medio, que a los más pobres,

la desigualdad se reduce, aunque no es ésta la mejor manera de reducir la desigualdad.

Paso a la última sección que trata sobre el tema: ¿Qué están haciendo y qué pueden hacer los países de América Latina en esta crisis? Aquí vemos dos prioridades que uno podría establecer en términos de qué hacer en esta crisis y quizás de cómo aprovecharla en algunos casos para reducir o paliar algunos problemas estructurales que existen o, por lo menos, para suavizar el impacto sobre las personas. La primera prioridad sería: ¿cómo hacer para reducir el impacto a corto plazo en el bienestar de las personas? Es decir: ¿cómo suavizar el consumo para que esta crisis no afecte tanto los bolsillos de la gente? Al respecto, vemos que los países de América Latina están implementando un menú muy variado de combinaciones de políticas laborales, impositivas y de seguridad social. En ese sentido, encontramos que algunos de los países que tienen seguros de desempleo están ampliando la duración del número de meses que cubrirá; por ejemplo: los países del Cono Sur están ampliando el número de meses en los cuales un desempleado puede colectar el seguro de desempleo; además, otros países en esa zona están ampliando la cobertura de la salud o están expandiendo el rol de las agencias de intermediación para facilitar la colocación de trabajadores que son despedidos en un sector a otros. En Chile hay exenciones tributarias; en Colombia también se están implementando exenciones tributarias para fomentar por lo menos la capacitación de los trabajadores, si es que están desempleados o no pueden conseguir un trabajo; esto con el propósito de utilizar este período para asegurarse que estén un poco mejor capacitados cuando se reincorporen al mercado de trabajo cuando la situación mejore. Entre otras medidas también encontramos que varios países están implementando exenciones impositivas para la creación de nuevas empresas; también existen en algunos países de la región programas de subsidios salariales para el empleo de jóvenes y programas de empleo temporal. Como puede notarse, existe en la mayoría de los países de la región este tipo de intervenciones, aunque con un énfasis y tamaño distinto, pero digamos que hay un menú muy variado de políticas que se están implementando.

Un punto importante a considerar es qué tipo de políticas laborales o de seguridad social uno debería de implementar y eso es como una adivinanza, pues es difícil darle una orientación específica al hacedor de política, pero hay que tomar en cuenta que las políticas laborales o de seguridad social, que deben implementarse en estos momentos, va a depender grandemente del tipo de crisis que estemos viviendo. Si ésta es una crisis en forma de V, podemos pensar que aunque es una crisis muy fuerte, es una crisis de la cual se va salir y se va a regresar al mismo patrón de desarrollo que se tenía antes o, por lo menos, a la misma estructura productiva que se tenía. Si es un bache, un bache muy fuerte, pero del cual regresaremos, lo que importa es facilitar el consumo, mediante los subsidios a los salarios, aspectos tributarios o simplemente mecanismos que permitan que los ingresos de los trabajadores no caigan de manera muy fuerte. ¿Qué pasaría si es una crisis en L? Esta es una crisis en la cual caemos, la región se demora mucho en recuperarse o, algo más importante que eso, puede haber un cambio en la estructura productiva; es decir, aquel set de productos que la región, o que los distintos países podían vender al mercado internacional, no van a ser los mismos. A manera de ejemplos: si vendíamos productos agroindustriales o textiles, ahora ya no vamos a poder hacer lo mismo, ya que la estructura productiva cambió. En Asia si tenemos un cambio estructural de ese tipo como consecuencia de la crisis, las políticas tienen que ser distintas, dado a que va a ser crítico facilitar las transiciones laborales entre sectores. Entonces podemos darnos cuenta que no son sólo empleos los que se pierden y que probablemente ya no se van a recuperar en ese sector; más bien si la crisis es de ese tipo, las personas tienen que reconvertirse e irse a otro sector, y realmente todavía no sabemos qué programas tengan que ver más con asistencia técnica, con entrenamiento laboral y con la recomposición laboral. Ante esta situación, los efectos van a ser mucho más importantes.

En cuanto a la estructura productiva de América Latina, un punto relevante es que el porcentaje de la mano de obra en el sector transable es mucho más bajo que en Europa del este o que en Asia del este. Este porcentaje, que está compuesto por la mano de obra impulsada en la industria, los empleos

manufactureros y los empleados en los servicios transables, deberían crecer en el futuro, pero la pregunta es si podrán seguir creciendo en el futuro y, si siguen creciendo, podrán ser en los mismos sectores transables o se tiene que buscar otro tipo de productos. Ese todavía es un reto porque no sabemos claramente hacia donde nos está llevando la crisis; no obstante, en función de eso vamos a tener que implementar políticas laborales distintas. En ese sentido, por un lado, tenemos el primer dilema que es establecer una serie de políticas, ya sea tributarias, programas de empleo temporal, reducciones en las contribuciones, aspectos tributarios o reducciones en las contribuciones que se pagan al momento de contratar una persona, que nos puedan permitir reducir el impacto en el corto plazo que pueda tener la crisis sobre el ingreso de las personas. Por otro lado está el gran tema de reactivar la economía, es decir, gastar más. Sobre este aspecto hay varias preguntas que plantearse: ¿cuáles países pueden gastar más? ¿Cuáles países tienen ahorros o un espacio fiscal? ¿Cuáles países pueden tener algún espacio de endeudamiento para poder reactivar en el corto plazo? Sin embargo: ¿en qué vamos a reactivar? ¿Será mejor en infraestructura o por medio de programas sociales? Por esta razón les planteo que la crisis también puede ser una oportunidad para mejorar inequidades que existen en nuestros países. ¿Por qué he hablado de infraestructura y de programas sociales? He mencionado los programas sociales porque los necesitamos para asegurar que los más pobres tengan acceso a servicios de educación y de salud que ahora no tienen. Sobre el particular es importante mencionar que las diferencias en términos de acceso son muy grandes cuando la infraestructura es básica; por ejemplo: el acceso de los más pobres al agua, al saneamiento y la electricidad es mucho menor que el acceso que existe para los más ricos; y debo señalar que los países que tienen brechas más grandes entre ricos y pobres, en términos de acceso e infraestructura básica, son los países centroamericanos y de los Andes. Entonces quizás ésta sea una oportunidad para empezar a reducir estas brechas. En cuanto al tema de las brechas en términos de acceso a infraestructura o en términos de educación y salud, quiero mostrarles los tres indicadores que se presentan en el cuadro 1.

Cuadro 1

	Human Opportunity Index	Doing Business	Human Development Index
1	Chile	Chile	Argentina
2	Argentina	México	Chile
3	Costa Rica	Perú	Uruguay
4	Venezuela	Jamaica	Costa Rica
5	Uruguay	Panamá	México
6	México	Colombia	Panamá
7	Ecuador	El Salvador	Brasil
8	Colombia	Nicaragua	Venezuela
9	Brasil	Uruguay	Colombia
10	R. Dominicana	R. Dominicana	R. Dominicana
11	Panamá	Paraguay	Perú
12	Jamaica	Argentina	Ecuador
13	Paraguay	Guatemala	Paraguay
14	Bolivia	Costa Rica	Jamaica
15	Perú	Honduras	El Salvador
16	El Salvador	Brasil	Nicaragua
17	Guatemala	Ecuador	Honduras
18	Honduras	Bolivia	Bolivia
19	Nicaragua	Venezuela	Guatemala

El primer indicador es el Human Opportunity Index, el cual es un índice de oportunidades humanas que mide la inequidad y el acceso a los servicios básicos como los mencionados. Los países con el mayor índice son aquellos que tienen ya coberturas de educación universal muy cercanas a las universidades; es decir, que tienen acceso a la educación de buena calidad, incluyendo el acceso al saneamiento, a la electricidad, etc. Los países con un menor índice son los que tienen coberturas muy bajas y brechas muy grandes entre las zonas rurales y las urbanas, entre las niñas y los niños, así como entre niños con padres más educados y niños con padres menos educados. Asimismo, es un índice que nos dice si los niños tienen las mismas oportunidades en términos de acceso a estos bienes y servicios.

El segundo índice del cuadro 1: Doing Business (“Facilidad para hacer negocios”), que calcula el Banco Mundial, comprende un conjunto de indicadores que nos permiten conocer qué tan fácil es hacer negocios o qué tan barato es hacer negocios en un país. Por último está el Índice de Desarrollo Humano de las Naciones Unidas que combina educación, mortalidad materna, esperanza de vida. Una manera de ver estos tres índices es pensar en cómo tratan los países a sus niños, en ver si los países les están dando las mismas oportunidades a todos sus niños; en cómo tratan los países a sus empresas; y cómo tratan los países a las familias en general. Chile, país cuya posición es muy buena en los 3 indicadores, atiende bien a sus niños, con respecto al acceso a los

servicios básicos de agua, saneamiento, educación, educación básica; además trata bien a sus empresas y a las familias en su conjunto. Si vemos a Venezuela, que ha invertido masivamente en los últimos 30 años en electrificación y saneamiento, las oportunidades de acceso que tienen los niños a los bienes y servicios es alto. En términos de esperanza de vida, mortalidad materna, años de escolaridad, dicho país está en promedio de la tabla, pero en la facilidad para hacer negocios Venezuela está en último lugar. De Perú puede decirse que trata muy bien a sus empresas, pero está tratando muy mal a sus niños y a sus familias en cuanto a inequidades y en acceso a servicios, por lo que debe mejorar sus indicadores sociales. En esas circunstancias, los índices nos indican que Perú tiene mucho por avanzar en términos sociales, aun y cuando está tratando relativamente bien a sus empresas y que ha tenido un crecimiento récord en América Latina en los últimos 5 ó 6 años.

Si analizamos a Guatemala, que presenta un patrón similar al de Perú, pero que está bastante más abajo en todos los indicadores, esto nos señala que se debe avanzar como país en términos de oportunidades para sus niños, en bienestar de las familias y también en facilidades para hacer negocios. Es precisamente a eso a lo que me refería al decir que debe aprovecharse la crisis para igualar oportunidades. Algunos países que tienen espacios fiscales, o capacidad de endeudamiento por distintas razones, están implementando paquetes de estímulo ligados a aumentos en la inversión pública en infraestructura; en muchos casos es puramente la inversión pública, pero también hay abundantes casos en los que también se han adoptado mecanismos de asociación público-privadas para implementar estos programas, los que van desde más de un punto del PIB en países como Argentina; y en un promedio de medio punto del PIB en Brasil, Chile y México. Ahora el impacto de mediano plazo de este tipo de infraestructuras es igualdad de oportunidades, puesto que si este tipo de infraestructura implica aumentar el acceso al agua y saneamiento, por ejemplo, en las zonas rurales, esto es avanzar efectivamente en términos de proporcionar más oportunidades a las poblaciones que ahora no las tienen, en el supuesto de que ese gasto es eficiente y que es implementado de manera correcta en el corto plazo. En la medida que se hagan inversiones

intensivas en mano de obra, también se va a tener un impacto reactivador que podría ser importante.

Cuadro 2

Igualando oportunidades: Inversión pública en infraestructura (US\$ 25 billns. adicionales)					
País	Paquete de Estímulo 2009		Total Obras Públicas		Relación del Paquete de estímulo/ Inversión total
	\$B	%PBI	\$B	%PBI	
Argentina	4.4	1.6%	17.1	6.1%	25.7%
Brasil	6.7	0.5%	23.3	1.7%	28.8%
Chile	0.7	0.4%	4.7	2.7%	15.0%
México	6.9	0.8%	43.6	4.8%	15.8%
Perú	0.6	0.5%	6.8	5.4%	9.2%
ALC	25	0.5% a 1.0%	125	3.0% a 4.0%	20%

Fuente: Luis et. al 2009

Impacto de mediano plazo → igualación de oportunidades... si es que el gasto es eficiente

Impacto de corto plazo → inversiones intensivas en mano de obra?

En el cuadro 2 se expone que hay otros mecanismos para igualar oportunidades; entre ellos encontramos la expansión de los programas de transferencias (“Programa de oportunidades” en México; “Mi familia progres” en Guatemala; “Juntos” en Perú; “Bolsa familia” en Brasil). Un aspecto muy importante de estos programas de transferencias a la población pobre es que usualmente empiezan con la población en situación de pobreza extrema; o sea, una población que pasa hambre, razón por la cual darles una transferencia de dinero es crítico en el corto plazo, pero no debe olvidarse que es importante avanzar en términos de acumulación de capital humano en el futuro. En la medida que esa transferencia esté ligada a una mejor provisión de servicios públicos, tiene un impacto en el corto plazo, pero también un impacto en el mediano plazo en términos de las capacidades de esos niños. Hay que tomar en cuenta que estos programas no son necesariamente anticíclicos, dado que son aumentos permanentes en el gasto, ya que la población extremadamente pobre no va a salir de la extrema pobreza en dos años, se va a demorar en salir de ella y, en la mayoría de los casos, el incremento del gasto en programas de transferencia de este tipo son incrementos permanentes. Entonces, estos programas no son anticíclicos que se expanden hoy y se contraen en el futuro, tampoco son programas en los cuales se puede aprovechar esta oportunidad de la crisis para tratar de expandirlos, también debe

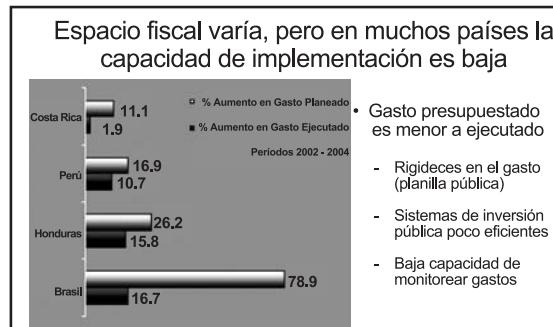
tenerse bien claro que se tenga el mecanismo de financiamiento adecuado, teniendo en cuenta que son programas permanentes, que permiten una reducción de los déficit estructurales y de las inequidades estructurales que existen todavía en educación, salud y nutrición. Pero ello depende de las condiciones específicas del país, de las posiciones fiscales de los distintos países de América Latina, que varían muchísimo. Un primer reto es que los ingresos fiscales en casi toda la región están cayendo en promedio, las estimaciones reflejan que los ingresos fiscales para América Latina van a bajar de 24.5% del PIB en el año 2008 a 21% en 2009. Ahora bien, es importante poner esta cifra en perspectiva, ya que este es el promedio de América Latina, por lo que podríamos decir que representa el promedio de un 40%, en Brasil, a un 11.0% en Guatemala, uno de los países en el que el tamaño de los ingresos tributarios, como porcentaje del PIB, es de los más bajos o el más bajo de la región latinoamericana que, además, sigue cayendo.

Los niveles de endeudamiento en muchos países han bajado. Derivado de lo anterior, algunos países pueden tener algún espacio para endeudarse, pero en general la posición fiscal de los países que pudieron ahorrar, entre estos Chile y México, que además ahorraron en términos de precios de los commodities que subieron en algún momento y que mantuvieron políticas que permitían ahorrar recursos o que tienen la capacidad de colocar bonos en el mercado internacional, efectivamente tienen la capacidad de expandir el gasto fiscal; pero para otros la situación es un poco más complicada. Por un lado está la capacidad de gasto y la posición fiscal; por el otro también está el tema de la existencia de programas sociales e infraestructura que puedan expandirse. Muy distinto es tener un programa de transferencias que cubre a la cuarta parte de la población extremadamente pobre y que uno diga esta es la oportunidad para expandirlo y otro asunto es empezar de 0, es decir: para los países que ya tienen algún programa en marcha para ellos es más fácil expandirlo que empezarlo de la nada.

Mi último tema se refiere a la capacidad de implementación del Estado. Para ello observemos el gráfico 18 que expone la capacidad de implementación del Estado al margen de si hay o no recursos. Como pueden observar se destacan cuatro países de la región: Costa Rica, Perú, Honduras y Brasil, el tema

complicado allí es la existencia de una diferencia entre el gasto planeado y el gasto ejecutado. Según se puede apreciar, las diferencias son enormes en algunos casos. Estas diferencias obedecen a la rigidez que hay en el gasto, a los sistemas de inversión pública poco eficientes o a la baja capacidad de monitorear los gastos. Si bien ha habido mejoras, todavía hay una gran cantidad de países que tienen mucho por hacer. En el papel, tanto los planes de expansión en infraestructura como los planes de expansión de los programas sociales están muy bien; pero a final de año es cuando se podrá ver si esas expansiones de gasto planificadas efectivamente se han ejecutado.

Gráfico 18



Concluyo con dos mensajes: el primero, la salida de la crisis requiere de combinaciones de políticas laborales, de seguridad social y de un conjunto de distintos tipos de política que están implementándose en la región, como los que mencioné. Sin embargo, esto va a depender mucho de cómo se configure la crisis y también de si es una cuestión de suavizar el consumo con programas de empleo temporal o reduciendo los impuestos a las planillas; o bien, pensar en que tenemos que capacitar a nuestra mano de obra para una nueva estructura productiva. No queda claro todavía, pero las políticas laborales van a tener que jugar con esos distintos aspectos. El segundo mensaje es que posiblemente ésta sea una oportunidad para igualar oportunidades, utilizando los programas sociales como los programas de transferencia, las expansiones de infraestructura básica, dando mayores oportunidades a los jóvenes al acceso a la educación, a la capacitación y al empleo. No obstante, todo esto requiere de un nuevo contrato social, puesto que si se quiere gastar en determinada población se necesitan más recursos y éstos solamente salen del bolsillo de

otra parte de la población, no hay magia, porque o salen de mayores impuestos o salen de un endeudamiento que, eventualmente, se tiene que pagar. Tomemos en consideración que si hay una población que todavía no tiene oportunidades para poder desarrollarse y salir de la pobreza por sí mismos, es ahora entonces el momento de darles esa oportunidad. Esto también requiere de una mucho mejor calidad del gasto público, que sea mucho más transparente, más monitoreable y mucho mejor fiscalizado. Muchas gracias.

Pablo Marroquín: Gracias, doctor Saavedra. Dado el tema y la importancia para Latinoamérica, específicamente para Guatemala, hemos recibido varias preguntas: ¿Qué lecciones con un enfoque regional podemos extraer de países como Brasil y Chile en términos de crecimiento económico y desarrollo?

Jaime Saavedra: Voy a referirme sólo a dos puntos. En términos de Brasil y Chile cabe destacar que, en primer lugar, la calidad de la política social ha tenido una mejora muy importante, ya que hay un interés muy marcado de las autoridades por implementar programas que se evalúen de manera correcta para que se sepa si funcionan o no y que, a la vez, se monitoreen de manera adecuada, a fin de conocer si están llegando a la población correcta. En segundo lugar, Chile en particular, desde el comienzo de su concertación, este contrato social ha funcionado en el sentido de que, al mismo tiempo de que se planeó un incremento de la recaudación fiscal, el ministro Fox, que en los años 90 era Ministro de Economía, mencionaba que ellos prometieron una suerte de contrato en el cual negociaron un aumento de 2 ó 3 puntos en la recaudación fiscal, pero al mismo tiempo generaría un sistema de inversión pública y un sistema de transparencia del gasto público, de tal manera que cualquier persona del país pueda saber en qué se está gastando y como se está gastando esa plata. En ese sentido, los mecanismos de monitoreo y de evaluación del gasto público han mejorado muchísimo en ambos países, yo diría que particularmente en Chile.

Pablo Marroquín: Esta pregunta plantea: ¿Qué instrumentos o mecanismos existen, a su criterio, para fortalecer la red de protección social, específicamente aspectos relacionados con el fondeo de los programas respectivos?

Jaime Saavedra: Los programas de transferencia y los distintos tipos de redes de protección social -por ejemplo los programas de pensiones mínimas para los adultos mayores o los programas de transferencias que van a los pobres extremos- son programas que la única manera de fondearlos es a través de los ingresos tributarios, quizás al inicio se pueden financiar a través de endeudamiento, pero todos esos son programas permanentes; entonces la única forma de hacerlo es esa, y regreso otra vez al tema del contrato social. Por ejemplo: un país decide que no va a tener más adultos mayores pobres, pero por este grupo social ya no hay mucho qué hacer en términos de capacitación, para asegurar que salgan de la pobreza por sí mismos. En efecto, si un adulto mayor de 60 años, o más, es pobre ya no hay mucho por hacer, va a seguir siendo pobre a menos que alguien le proporcione recursos. De esta cuenta, si una sociedad decide que eso no debe de existir, debería contar con mayores recursos tributarios. Lo mismo sucede en el caso de los niños que están en situación de pobreza extrema, si nosotros como país queremos que los niños, que padecen pobreza extrema, no pasen hambre y tengan una educación decente; pero: ¿cómo? si usualmente estos niños tienen un padre analfabeto, que vive con una familia de 7 hermanos, es muy difícil que ese niño por su cuenta vaya a salir de la pobreza si no se le da ese tipo de servicios. La única manera de hacerlo es con mayores recursos tributarios.

Pablo Marroquín: Esta pregunta está relacionada con el papel que juegan las instituciones de formación profesional para ayudar a paliar la crisis y, por ende, la pobreza en Centro América y Latinoamérica: ¿podría en este sentido considerarse la capacitación como herramienta para reducir la pobreza?

Jaime Saavedra: Creo que sí. Todas las instituciones de formación profesional, no hablemos de universidades, ni de secundaria, sino solamente de capacitación técnica, formación para el trabajo; creo que en muchos países de la región, no conozco bien el caso guatemalteco, es un área intermedia, un poco abandonada en los sistemas educativos y usualmente es un estrato en el cual las familias y los jóvenes tienden a invertir mucho tiempo y a invertir mucho del poco dinero que tienen. Lamentablemente, en la mayor parte de los casos, esos sistemas de formación profesional no tienen los sistemas de verificación de calidad y no son adecuadamente regulados de manera que sean sistemas de formación que, efectivamente,

den una formación de buena calidad y una formación que esté acorde con las necesidades que hay en el mercado laboral. Pero si se dan esas condiciones, es un elemento clave; particularmente en muchos países de la región en los cuales la educación secundaria es todavía de mala calidad. No obstante, si nosotros tenemos muchachos de 18 a 35 años que ya pasaron por la educación secundaria ya no hay nada qué hacer, ya pasaron por allí y no van a volver a la educación secundaria. En ese sentido, las instituciones de formación profesional son la única opción que puede tener ese estrato de jóvenes para poder salir de la pobreza por sí mismos. Al hacer un análisis muy objetivo y frío acerca de cuál es la mayor rentabilidad de las inversiones educativas, uno diría que la mayor rentabilidad está en la educación inicial, por lo que el dólar o el quetzal adicional se debería de gastar en la educación inicial, porque es allí en donde son mayores las posibilidades de que el niño pueda aumentar su capacidad de aprendizaje. Sin embargo, si bien es cierto que el dólar marginal debería ir a la educación inicial y a la educación primaria, por ser el momento crítico, y que son años que no se pueden perder, también es cierto que hay una generación que ya pasó por la educación primaria, que ya pasó también por la educación secundaria y que no se puede abandonar. Es así como estas instituciones de formación profesional son críticas para poder ayudar a esa generación.

Pablo Marroquín: Otro tema está relacionado con la importancia de la inversión extranjera directa: ¿cuáles podrían ser las herramientas o cuáles podrían ser las políticas que pudieran implementarse en países como Guatemala para aumentar el flujo de la misma hacia el país?

Jaime Saavedra: En términos de clima de negocios y de flujos de inversión extranjera directa, creo que la región ha mejorado muchísimo. Digamos que la contracción que se observa en este momento es parte de la crisis en general que estamos atravesando. No obstante, aunque hay detalles para América Central que realmente no conozco, esperemos que haya un rebote en la inversión extranjera directa en un futuro cercano.

Pablo Marroquín: La siguiente pregunta es: ¿cuáles serían las medidas que podrían implementarse para fortalecer o incrementar la competitividad en países como Guatemala y más ampliamente en la región centroamericana?

Jaime Saavedra: Hay muchísimas y creo que en la presentación anterior se dio una visión mucho más completa de todos los aspectos que involucran aumentar la competitividad de un país. Sin embargo, en el tema que yo enfatizaría en este caso es en la educación, invertir en la educación en términos de región. Tanto el nivel de gasto como la calidad de gasto son todavía extremadamente bajos. En el caso de Guatemala sus indicadores educativos están inclusive por debajo del promedio de América Central. Por esta razón ese es uno de los temas que veo absolutamente central en términos de competitividad.

Pablo Marroquín: Una pregunta más: ¿cuáles son los componentes, las soluciones óptimas, o las condiciones básicas de un país para poder implementar más efectivamente una política anticíclica?

Jaime Saavedra: Va a depender muchísimo de cuál es el espacio fiscal que tiene cada uno de los países, pero tan importante como el gasto fiscal es la flexibilidad del gasto. Hay países, y probablemente Guatemala es uno de ellos, en los cuales, inclusive cuando hay espacio fiscal, el 90% u 80% de los gastos están ya obligados para pagar salarios, por lo que no se pueden utilizar o a veces están destinados para algunas áreas en particular, por lo que va a ser difícil utilizar cualquier gasto adicional que se tuviera. Acá encontramos un problema de espacio fiscal pero también de implementación. Primero, por estas rigideces y, segundo, en términos de capacidad e implementación. Todavía hay muchísimo que avanzar en sistemas de inversión pública que nos permitan saber cuáles son los programas que funcionan y, en cuanto a los que se están implementando, monitorearlos para saber si su ejecución es la adecuada. En lo que respecta a seguimiento, monitoreo e igualación de programas, son aspectos en los que la región todavía tiene que avanzar mucho. Los países en donde se observa un mayor grado de avance son México, Colombia y Chile, estos países han avanzado en la evaluación y monitoreo de sus políticas y, por lo tanto, saben si están gastando en lo que deben de gastar pero, repito, todavía hay muchísimo espacio para avanzar.

Pablo Marroquín: Gracias, doctor Saavedra, por su presentación, muchas de las preguntas recibidas quedarán para la mesa redonda de mañana.

Crisis financiera mundial: lecciones aprendidas y retos para los países en desarrollo

Kenneth M. Kletzer

Sergio López: Buen día, distinguida concurrencia; para el Banco de Guatemala es un honor presentar al doctor Kenneth Kletzer, quien obtuvo su doctorado en la Universidad de Berkeley, es director de la Escuela de Economía de la Universidad de California, en Santa Cruz, donde dirige el Instituto de Economía Internacional. El doctor Kletzer ha impartido diversas cátedras del área económica en las universidades Stanford, Yale y Washington. Algunas de sus publicaciones son: “El Fondo Monetario Internacional en un mundo de mercados de capitales privados”; y “La integración financiera internacional, soberanía y restricciones a la política macroeconómica”. Por favor, doctor Kletzer.

Gracias por esta amable presentación. Es un placer estar aquí, estoy muygradecido por la invitación. Mi conferencia será sobre la liberalización financiera, los flujos de capital y las crisis financieras. Dentro de ese contexto, y tomando en cuenta que mañana tendremos tres conferencistas, quienes nos hablarán más sobre América Latina, voy a darles una idea general de lo que veremos de la crisis financiera y su retrospectiva. Voy a enfocarme en los casos recientes que nos han dejado lecciones con el propósito de dejar el espacio para que alguno de los otros tres conferencistas hable de la crisis actual. Más de lo que podríamos aprender del pasado, quiero hablarles principalmente de tres situaciones. El primer aspecto es: ¿qué pensamos de algunas de las causas de esta

crisis? Voy a hacer referencia a que lo que hemos estado viendo en un gran número de crisis que siguieron a una liberalización financiera, quizás con algunos desfases, pero que están relacionadas con las liberalizaciones financieras. Entonces, podemos decir que la actual crisis sigue a la desregularización de los mercados financieros en los Estados Unidos de América (EE UU). Asimismo, podemos decir que en Europa, tras la desregularización de los mercados financieros para abrir las cuentas de capital, hemos visto crisis similares; por lo tanto, voy a hablar de los mercados emergentes y de las economías avanzadas; también mencionaré algunos ejemplos para compararlos y así poder establecer qué experiencias son las que hemos escuchado con frecuencia con relación a las crisis, pero que en esta ocasión son distintas. De esta cuenta podríamos hablar sobre las similitudes en las crisis, pensando un poco como si fuéramos el abogado del diablo, en cuanto a que tal vez hay más similitudes en estas crisis, en diferentes países y en circunstancias distintas de lo que hemos visto antes, hablaremos un poco más de eso más adelante. Con respecto a ese tema, estaremos conversando de la dinámica de los precios y de las crisis bancarias, entre ellas las crisis que actualmente estamos viendo en EE UU, dentro de Europa, como el caso del Reino Unido y otros países de la zona y de la OCDE, así como de otros países que están fuera de Europa, cuyas crisis también están asociadas con la crisis bancaria, la que se vincula particularmente con la burbuja del sector de la vivienda, lo que llamaría más bien el auge de la vivienda.

El segundo aspecto es un tema que vemos en la mayoría de las crisis, en estos momentos tal vez no parece tan pertinente; dicho aspecto es la deuda pública y las crisis de la deuda en los mercados emergentes. En efecto, en el pasado algunos países han tenido crisis relacionadas con la dificultad de pago de los mercados emergentes, y fue en la década de los 70 (siglo XX) cuando la mayoría de las crisis estuvieron relacionadas con las deudas. Aunque la deuda pública es una deuda soberana, también está relacionada con la deuda privada; es decir, la deuda intermediada por los bancos. Sobre este particular voy a hablar un poco para que podamos entender más fácilmente: ¿qué podría ocurrir? y que ¡ojalá! no ocurra en el futuro. También conversaremos de: ¿cómo pensar en las reformas que tal vez se necesiten? ¿Cómo podríamos pensar en la deuda pública de forma similar a como puedo pensar en la intermediación financiera? Con base en esa línea de pensamiento, me doy cuenta que debemos ver hacia atrás. Por esta razón voy a hablarles, no sólo de los factores externos sino también de las oportunidades de los incumplimientos internos y que dan lugar a las crisis. El último tema sobre el cual quiero hablar es un enfoque central con respecto a qué es la intervención en la crisis y la reforma de política. Voy a comentarles de una investigación que realicé hace algunos años y que ahora quiero ver en retrospectiva, la cual se refiere a: ¿cuál es el efecto del Fondo Monetario Internacional en los mercados de capital? Opino que éste es un tema que nos obliga a ver un poco más hacia el futuro que hacia el pasado y que, además, podría tener alguna relación con los sucesos actuales en Centroamérica. Así que me voy a permitir hablar de ese tema también. El título que he dado a este tema es meramente intencional y se resume en una frase: "La crisis de ahora y de entonces". Ciertamente hay crisis de ahora y las de entonces, pero las agrupamos dependiendo de cómo las vemos en el espacio. Algunas veces, y quiero enfatizar que esto es algo que hemos visto en el pasado, entre los agrupamientos de las crisis parece haber alguna relación entre las crisis de las regiones. Cabe señalar que esta premisa no es totalmente cierta; por este motivo quiero tener un poco de cuidado en la definición de las regiones y de las similitudes, para hacerlo en una forma adecuada.

Llama la atención de las crisis la frecuencia y la severidad que han mostrado desde los 70. En los 80,

es decir, en la llamada década perdida, cuando vimos las crisis de las deudas, la gente vio hacia atrás y pudo darse cuenta de que era lo mismo que había ocurrido en América Latina en los años 30. En los 80 se observó el mismo tipo de incumplimientos, con prolongadas recuperaciones y atrasos en el pago de las deudas, eso fue lo que vimos, acompañados de algunos aspectos similares, por ejemplo: recesiones. A ese respecto, quiero hacer énfasis a que en la década perdida vimos ese tipo de similitudes también en las deudas resultantes de todo ello. Muchas de las crisis que han ocurrido desde los 70 han seguido luego de algún tipo de liberalización financiera. Para ilustrar esta afirmación pueden mencionarse la liberalización financiera en Suecia en los 80, la liberalización financiera en los 70 en Japón, la liberalización financiera en Chile a mediados de los 70. Cada una de dichas crisis, no todas, sino la mayoría, pueden relacionarse de alguna manera con la liberalización financiera; es decir, con la apertura de la cuenta de capitales en la liberalización de los bancos en países y actividades. El tipo de apertura puede variar de país en país, pero conlleva un relajamiento que, en términos generales, se refiere a abrir las puertas a los flujos de los mercados de capital y a la desregularización o apertura del sistema bancario. La desregularización de los sistemas bancarios, particularmente en los países industrializados, y como lo he enumerado aquí, en las crisis que han ocurrido en las economías de los mercados emergentes, se refiere concretamente a los influjos de capital grandes, porque éstos proporcionan los recursos con los que se puede alimentar una intermediación que tal vez no está debidamente regulada. Hay algunas excepciones y las mismas podrían incluir a Japón, Suecia, el Reino Unido y EE UU, al último le agrego signos de interrogación porque la crisis de dicho país está asociada no solamente con enormes influjos de capital sino también con un enorme déficit de capital. Con respecto a estas excepciones de las economías avanzadas industrializadas, podría argüirse que la crisis correspondiente a Japón, o sea la burbuja japonesa, podría estar asociada a una reducción en los flujos de capital que han salido de ese país. La crisis de Suecia, al igual que la de Islandia, sigue este patrón de dramática liberalización en la banca y en la apertura de la economía del sector financiero a los flujos de capital internacional, así como a una política de tipo de cambio, de la cual deberíamos hablar también.

Además de este asunto, quiero analizar las excepciones señaladas y a los mercados emergentes.

Some recent major crises in emerging markets

- Mexico, 1994-95
- Argentina, 1995-96
- Thailand, 1997-98
- Indonesia, 1997-98
- Malaysia, 1997-98
- Korea, 1997-98
- Russia, 1998
- Brazil, 1998-2002
- Ecuador, 1998-99
- Turkey, 2001
- Argentina, 2001
- Uruguay, 2002

Arriba se presenta una lista de las crisis que ocurrieron durante los años 90, en un período de más o menos 8 años, aunque hay algunas que se recuerdan más como las crisis de deuda de Ecuador y de Rusia en 1998. Dentro de ese listado se han incluido algunas otras crisis, particularmente la de Bulgaria y la de Ucrania, las cuales he agrupado juntas. Cada una de estas crisis nos lleva a una lista particular, sobre la lista general quisiera señalar algunos aspectos. Primero, observemos que las primeras dos crisis están relacionadas una con la otra. En efecto, la Crisis del tequila (Méjico) está relacionada con las Crisis de Argentina. Asimismo, Tailandia, Indonesia, Malasia y Corea, son 4 ó 5 crisis de la deuda que se suscitaron en Asia, todas empezaron el primero de julio de 1997 con la devaluación de la moneda tailandesa y siguieron hasta principios de 1998. El siguiente conjunto de crisis, que están asociadas unas con otras, son las de Rusia, quizás relacionada con la caída de los precios externos de sus productos pero que tuvo el llamado “efecto de cascada”, así como las de Brasil y de Ecuador, cuyas fechas de inicio también se dieron en 1998. Asimismo, en el listado se incluyen las últimas crisis de Argentina y de Uruguay que tuvieron el denominado “efecto de derrame”, que voy a explicar un poco más. Cabe destacar que la lista que se comenta termina en 2002. Lo curioso acá es que de 2002 a 2008 no hemos visto una crisis sustancial en los mercados emergentes, siendo en este período cuando

la moderación de las crisis monetarias es interesante. En la presentación del doctor Saavedra pudimos darnos cuenta que en dos de sus diapositivas se presentaba una serie de datos. Particularmente, una de dichas diapositivas mostraba la rápida mejora, según las mediciones de la pobreza y el crecimiento, de los ingresos en Latinoamérica a partir de 2002, la que fue muy pronunciada. La otra diapositiva mostraba las cuatro crisis de Latinoamérica durante los períodos: 1990-1991; 1996-1997; y 2002-2004. También se mostraba la crisis actual. Mientras tanto en la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE) hubo una crisis recurrente en las economías industrializadas; lo interesante de estas crisis es que tres de ellas están relacionadas con recesiones en EE UU, y sólo una se relaciona con crisis extranjeras. El exterior de Asia tuvo un efecto en Latinoamérica y la Crisis de Rusia tuvo también un efecto significativo sobre los mercados emergentes.

De acuerdo con lo anterior hablaré rápidamente de las fuentes de las crisis a las que he hecho referencia; como los argumentos son bien conocidos, voy a resumirlos. Los sistemas de tipo de cambio están relacionados con algunas de las crisis que menciono, pero cabe destacar que también con muchas de las que no menciono. Hemos determinado y aprendido que los sistemas de tipo de cambio fijo son peligrosos para las economías por el riesgo de una corrida bancaria, mismas que no sólo se han asociado con regímenes de tasa de cambio que están en peligro sino también con recesiones relacionadas con crisis financieras internas. Cuando los regímenes de tipo de cambio colapsan con las finanzas internas, esos regímenes se ven sujetos a caídas y recuperaciones súbitas. Dentro de las inconsistencias de las políticas macroeconómicas están la crisis del tipo de cambio con el modelo más sencillo posible y la falta de coherencia entre las políticas monetarias y las medidas del Gobierno. Las citadas faltas de coherencia son una buena explicación de las crisis de las monedas; las diferencias pueden verse en la inflación. Esto ha dado lugar a los sistemas de tipo de cambio que han sido determinados de acuerdo a ciertas tasas y a una asociación con la apreciación real del tipo de cambio. La apreciación real en el tipo de cambio es una de las razones por las que podría darse un fracaso en el régimen cambiario, tal como en el caso particular de la penúltima crisis en la lista, la de Argentina en 2001,

que se puede relacionar con ello. La falta de credibilidad de las políticas nos dice que en el pasado se han utilizado los tipos de cambio para bajar la inflación o para dar una señal de credibilidad en la política fiscal. Lo siguiente, en lo que deseo que piensen, es el tema del que realmente hablaré: es el de las finanzas internas frágiles. ¿Qué quiere decir frágiles? se refiere a que la intermediación bancaria es lo que llamamos un arreglo frágil; es decir, un arreglo financiero donde tenemos un descalce en el vencimiento de los pasivos intermediados. Este descalce es parte de lo que hacen los bancos, o sea que es parte de su función, pero también los deja expuestos a la posibilidad de que, en ausencia de una intervención, haya corridas bancarias. Debemos reconocer que las finanzas internas, particularmente las finanzas intermediadas, dan lugar a rendimientos con un arreglo inestable; además puede haber otras razones de la función de los bancos para intermediar entre los depositantes, que van a hacer depósitos para el consumo, y los inversionistas que tal vez no están haciendo las inversiones. Las finanzas internas se vuelven frágiles cuando apalancamos la intermediación con grandes flujos de capital que llegan para hacer una intermediación interna, siendo el tipo de flujos que permiten y alientan quizás la toma de riesgos de parte de los bancos.

Con respecto a la exposición de las monedas no protegidas, hay bancos que no tienen protección o que no cuentan con algún sistema de compensación y con frecuencia las autoridades no han medido el volumen de este tipo de operaciones; por lo que no tomaron las políticas adecuadas para tratar de limitar el riesgo; pero que de todos modos son operaciones que se han realizado. Por último, tenemos los préstamos titularizados, sobre los cuales tenemos buenos ejemplos en EE UU y en el Reino Unido. El contagio ha sido objeto de un amplio debate, la crisis de la deuda Latinoamericana está relacionada con otras y yo la relacionaría también con la elevación de la tasa real de EE UU, que podría haber tenido un efecto directo y que, además, podría haber causado el colapso de los productos básicos en Latinoamérica y la incapacidad de cumplir con las obligaciones de las deudas. La crisis del mecanismo del tipo de cambio (ERM, por sus siglas en inglés) de 1992-1993, en Europa, está asociada con los problemas de política, como la falta de coherencia económica entre los miembros del sistema de tipo de cambio europeo. La

Crisis del tequila fue una fuente de contagio, quizás el dolor de cabeza que tuvo Argentina, a raíz de la Crisis de México. La crisis de Asia oriental se considera un contagio y no simplemente coincidencia. La Crisis rusa es otra que también se considera un contagio por contraste. No obstante, la Crisis de Argentina es diferente. Encontramos que hay un incremento en los intereses de corto plazo para los mercados emergentes asociados con ambas crisis. Los países que no estaban en crisis en 1997-1998, sufrieron un agudo incremento en las tasas de interés de corto plazo, por ejemplo Chile. Lo mismo ocurrió con la Crisis de Rusia, donde hubo un incremento significativo de dichas tasas, el cual tuvo efecto sobre Latinoamérica. Por el contrario, en Argentina, en 2001, no se detectó un fuerte incremento de la volatilidad y de las tasas de interés de corto plazo, siendo la excepción Uruguay.

Se ha escrito ampliamente sobre las fuentes de contagio y para resumir podemos decir en primer lugar que el contagio se evidencia a través de los impuestos, en las tasas de interés, en los precios de los activos y en los tipos de cambio; asimismo, lo demuestran situaciones como las inversiones de las cuentas de capital. Éstas ocurren para muchos de los mercados emergentes cuando hay una crisis o cuando en uno o más mercados emergentes hay un efecto sobre los mercados financieros internacionales. Estos efectos, como ya se ha descrito, pueden observarse en las inversiones y pérdidas de crecimiento en el Producto Interno Bruto (PIB). Quiero hacer énfasis en que existen dificultades para explicar las razones para el contagio, ya que se destaca que los aspectos fundamentales, tales como los factores básicos en el comercio y los mercados, parecieran indicar que hay repercusiones. En ese sentido es interesante analizar los vínculos existentes entre la crisis de EE UU y América Latina, y deben buscarse los efectos sobre los mercados financieros. Al respecto, podemos mencionar el efecto en los EE UU y el Reino Unido, el cual se presenta como una crisis de liquidez, donde hay aumento de la tasa libor sobre la tasa de fondos federales, en donde se ha contraído la liquidez. El segundo argumento es buscar las causas del contagio, eso se hace cuando no se encuentran pruebas empíricas de los factores fundamentales en términos de incentivos para los empresarios. Es preferible equivocarse cuando todos los demás no lo hacen, a equivocarse cuando los demás lo hacen. Hay pruebas

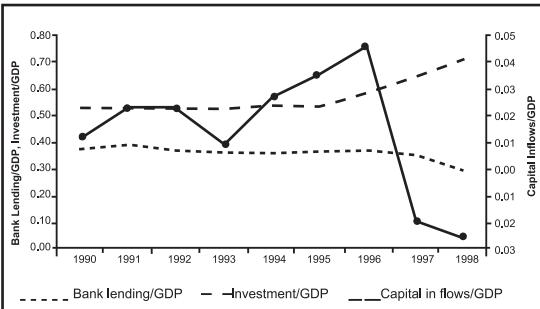
del contagio en la literatura, particularmente en el caso de la crisis de Asia oriental y en frases como “llamadas de atención”; esto no fue tan sencillo como se pensaba, ni es fácil hablar de estos temas en lo que respecta a los mercados mundiales. Sobre el particular cabe preguntarse si ya se tiene la información o si deberíamos haber usado la mejor información disponible.

Otro tema que abordaré es el de la asociación de las crisis con la liberalización financiera, del cual ya les he dado algunos ejemplos, cada uno de los cuales se constituye en un ejemplo neto en América Latina. Carlos Díaz-Alejandro argumentó muy bien sobre este tema en los años 80, con relación a la clásica crisis bancaria de Chile, al leer su publicación pareciera que estaba prediciendo a Asia oriental. Todas esas crisis se vieron precedidas por un rápido crecimiento del sector financiero, por considerables entradas de capital extranjero mediadas por dicho sector y una crisis que afectó todos los regímenes de tipos de cambio en las economías avanzadas. Me gusta hablar del Japón en particular porque contrasta con las otras crisis que hemos visto, pues en ese país tienen un régimen de tipo de cambio flotante, pero es una crisis a la que debemos poner mucha atención en las Américas, debido a que la misma tiene algunas características comunes con las crisis latinoamericanas. La primera característica común entre dichas crisis es que las economías latinoamericanas contaban con sistemas financieros basados en los intermediarios bancarios, al igual que Japón. La segunda característica se refiere a que éstas fueron crisis en las que los bancos habían crecido después de la liberalización de los mercados financieros, como en el caso de Japón en los años 70; asimismo, en los años 80 se vio un crecimiento en las inversiones financieras por los bancos en vez de inversiones directas; es decir, hubo un cambio en el carácter del sistema bancario japonés. El crecimiento de la intermediación que hemos visto en los EE UU es más el tipo de intermediación que sustituye la conciliación del sistema bancario. Otra característica es la desregulación asociada a la falta de supervisión, la que en el caso de Japón es extrema. La desregulación ha sido un problema tanto en los EE UU como en el Reino Unido, en Tailandia, Corea, Malasia y la Crisis de Indonesia en donde la misma fue un problema grave. Otros aspectos aprendidos de las crisis es que debe tenerse mucho cuidado cuando se es demasiado grande para fallar, como las

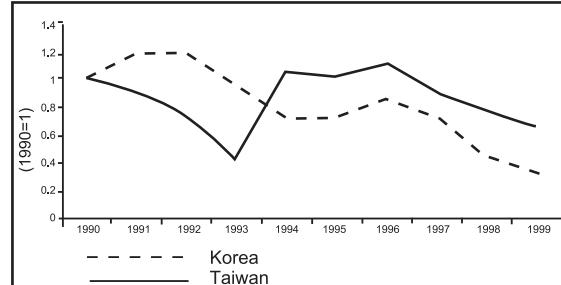
economías avanzadas. Además debe tenerse cuidado en que las inversiones cuenten con seguros exclusivos. Por ejemplo, en Tailandia se aseguraron esos depósitos; por su parte, en Chile se excluyeron los depósitos bancarios en 1981, pero después hubo un cambio y se aseguraron desde afuera. Por supuesto, esto crea un riesgo moral que prefiero no hablar.

La crisis en Asia oriental data de 10 años, es una crisis que se compone de una serie de crisis. Talvez debiéramos hablar más del papel de la banca junto con el caso de Japón; sin embargo, para efectos de lo que quiero contrastar voy a mencionar simplemente a Corea y a Taiwan. Hubo tres países que sufrieron la crisis: Taiwan, Corea y Malasia, mientras que otros no la sufrieron. En Taiwan, en particular, la intermediación bancaria fue más fuerte que en Corea, ya que se utilizaba extensamente al sector bancario. En Tailandia había poca supervisión prudente y actitud reglamentaria, debido a que existía una incapacidad de los reguladores para examinar y comprobar cuidadosamente las operaciones financieras; no obstante, la intermediación creció rápidamente, incluyendo a las compañías financieras, lo que se constituyó en un problema grave, al igual que en Corea. Cabe indicar que en Japón esta situación fue singularmente grave. Respecto a Taiwan y Corea la supervisión es prudente, aunque relajada y ausente de una reglamentación adecuada, con muy poco cumplimiento de los reglamentos; estos aspectos también se observan en la crisis actual, conjuntamente con los fuertes ingresos de capital y la exposición de la moneda extranjera. En ese sentido, conviene destacar que en dichos países había obligaciones denominadas en monedas extranjeras; sin embargo, las cuentas por cobrar estaban registradas en moneda nacional, lo que representa una exposición no compensada, que se origina del contagio y no del origen de la crisis. Aquí es donde puede darse un rápido ejemplo al hacer una comparación de los resultados; es decir, mostrando lo que pasó con los influjos de capital que descendieron vertiginosamente al principio de la crisis, con un aumento de los préstamos bancarios con respecto al PIB. ¿Cuándo aumentan los préstamos bancarios como razón del PIB?, precisamente antes de entrar en la crisis pues, antes de que el PIB empiece a bajar, los préstamos bancarios están aumentando en proporción de dicha variable, la contracción en las inversiones no se ve sino hasta después.

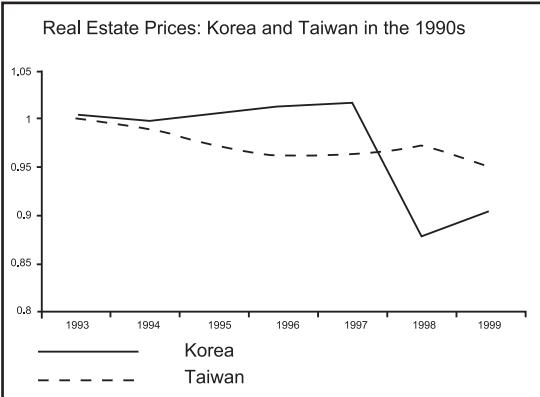
Korea: bank lending, capital flows and investment in the 1990s



Share of Bank Equity Values in Full Equity Markets: Korea and Taiwan in the 1990s



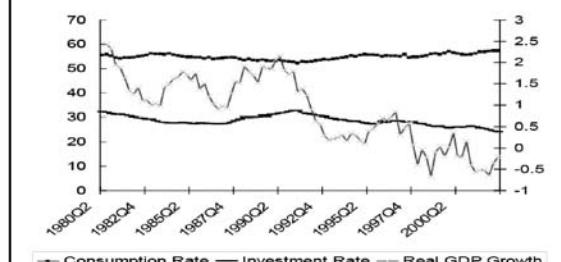
Otro aspecto que debemos tomar en cuenta para establecer la diferencia entre los resultados de esos países es ver que pasó con los precios de las propiedades. Esto es un reflejo de lo que ha ocurrido en otros lugares. No hay una crisis de bienes raíces en Taiwan, tampoco vemos una burbuja; pero en Corea se pueden observar algunas pruebas con respecto a la fecha inicial en Taiwan y no en el índice propiamente. En ese periodo hay crisis en Taiwan: bajo crecimiento, aumento de precios en los bienes raíces y la burbuja de los mismos.



La siguiente irregularidad es lo que pasó con los valores del capital patrimonial de los bancos; es decir, la relación del capital patrimonial de los bancos con respecto al valor del patrimonio. Un modelo que habla de lo mismo sobre otros países ve cómo la participación del capital patrimonial de los bancos disminuye como parte del mercado de valores a medida que aumentan las intermediaciones y baja el PIB, lo cual coincide con el modelo de cara al futuro.

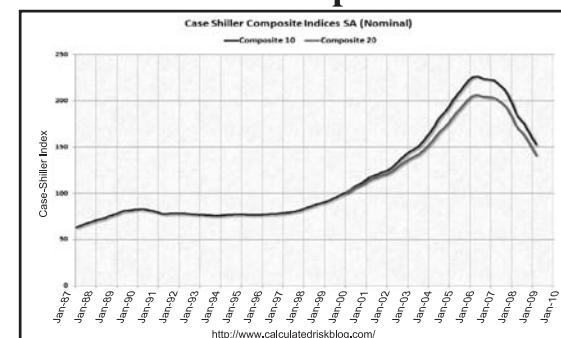
En Taiwan no se ve la predilección por la crisis en estos datos. Lo que se desea evitar es la baja de crecimiento que ocurrió en Japón con la crisis bancaria y la incapacidad para resolver la misma. Esta situación ha sucedido mucho en los EE UU y en el Reino Unido.

Consumption, Investment, and GDP Growth (Japan)



Lo anterior no se ve en los mercados emergentes, el efecto Fénix es una recuperación en forma de V; por ejemplo, en Argentina fue muy aguda, en tanto que en Corea fue mucho más lenta que en América Latina. México se recuperó de esta forma, en los años 90; casos contrarios fueron el de Japón y Tailandia. Lo anterior está asociado con disminuciones permanentes en las inversiones y se ve en la baja en las inversiones como parte del PIB.

US house price



La gráfica anterior fue tomada de internet y se relaciona con los precios de las casas en EE UU, la misma muestra lo que podría estar pasando en dicho país, también nos muestra o refleja lo que pasó en Asia oriental. Debo indicar que no vi esa imagen tan clara en el caso de Corea, pero en la Crisis de Tailandia es exacta, así como lo es para Singapur, un país que no sufrió la crisis. En la gráfica se ve el aumento en la burbuja, lo que parece una burbuja, hay muchas historias sobre la misma. Una de ellas, muy sencilla, es ver durante este periodo los tipos de interés cuando éstos están muy bajos, ya que empujan al alza el costo de los activos fijos.

Con respecto a las burbujas, podemos contar historias muy teóricas, tales como el cambio de actitudes, el apetito por el riesgo que cambia con el tiempo y la versión endógena del mismo, el cual debemos ver cautelosamente, al igual que la intermediación bancaria. Lo sucedido durante este periodo fueron influjos de capital rápidos a los EE UU, o sea ahorros que entran al país cuando los tipos de interés son bajos y los precios de los activos están aumentando. Si analizamos más cuidadosamente este panorama, habrá que preguntarse si lo que estamos haciendo es aportar activos más seguros a los que están comprando activos desde el extranjero, cuando el sistema bancario, del otro lado del balance, tiene que generar pasivos, siendo que los activos de dicho sistema se convierten en la contraparte de dichos pasivos. Por lo tanto, estas contrapartes se vuelven activos cada vez más riesgosos y eso fue exactamente lo que vimos, bancos que le prestaban a gente que probablemente no podía dar servicio a sus hipotecas, a quienes de entrada no podían pagarlas. Esto causaba la disminución de los precios. Una forma fácil de explicar lo anterior es por medio de un modelo muy sencillo, el cual se compone de un conjunto fijo de activos de bajo riesgo disponibles, como los bonos del tesoro de los EE UU.

Los bancos están intermediando estas corrientes de capital, generando el exceso de ahorro existente en el exterior, para luego invertir en ese país. La importancia de la tolerancia de los reguladores se debe al rápido aumento de las inversiones, lo que ha coincidido precisamente con el aumento del precio relativo de los activos fijos. Esto es algo muy coherente, que coincide con la cartera que tenían los

bancos. Cabe recalcar que para explicar la crisis debemos hablar de los elementos esenciales, y eso es lo que vamos a ver rápidamente. Primeramente, un elemento muy antiguo es la intermediación con responsabilidad limitada, porque si los intermediarios no tuvieran limitaciones tendrían un alto riesgo moral. Otro elemento importante es que la supervisión es imperfecta, lo que lleva a una selección equivocada. Este tipo de supervisión nos permite usar contratos no contingentes, contratos de depósitos estándar cuyo rendimiento ya está indicado. El tercer elemento son los seguros de depósito que, por supuesto, son una forma de inducir los depósitos, lo que debe preocupar es si el asegurador está supervisando los riesgos que asume el asegurado. Cabe señalar que con mi colega Dekle, en 2006, tomamos un caso especial relacionado con un modelo de crecimiento estocástico. Este es un modelo sencillo de tecnología de retorno constante, en el que la parte esencial es que los accionistas de las empresas y los bancos tienen responsabilidades limitadas, sólo son responsables por el valor actual de sus acciones, pudiéndose interpretar el valor de la tierra en términos del valor de las acciones, lo importante es que son independientes. Lo que sucede con esta teoría es que cuando hay un crecimiento con acumulación de préstamos, pero sin una reglamentación prudente y no se está efectuando el servicio adecuado a las deudas, entonces bajan las reservas y los bancos no están devengando utilidades. Este tipo de inversión se correlaciona con la actividad; es decir que cuando uno aumenta sus préstamos, entonces crece, si no se contrae. En primer lugar, lo importante es que el valor total del activo con respecto al PIB sea constante, que no haya burbuja de los bienes raíces, introduciendo la variable de tolerancia cuando no hay cumplimiento de las reservas y los bancos están aprovechando al máximo el valor para los accionistas, pagando dividendos contra las pérdidas sufridas con los clientes; es decir, vuelven a dar préstamos a las malas empresas, aumentando su apalancamiento con arreglo a restricciones del colateral. En ese sentido, el apalancamiento de la empresa aumenta con el tiempo cada vez que hay un choque. La cartera de los buenos prestatarios aumenta para que haya una relación alta del valor de las empresas con respecto al tiempo y al PIB.

En ese esquema del modelo también vemos que los bancos mismos están disminuyendo su patrimonio y, a su vez, éste empieza a disminuir como parte del PIB. Los bancos están pagando sus dividendos, pero su valor está disminuyendo hasta llegar a cero. Esta situación indica que hay una redistribución de los contribuyentes a los accionistas, la cual está ocurriendo porque los bancos están acumulando en un lado de su balance, como un activo, sus seguros de depósitos. En tal sentido, sucede que la suma del capital de los bancos y de los depósitos de seguros se convierte en un esquema Ponzi, porque no hay una crisis sistémica, siendo esto lo que uno puede llamar un riesgo moral. Esto simplemente quiere decir que los contribuyentes están sosteniendo al banco, ya que cuando se acerca una crisis hay un aumento en la participación de los préstamos bancarios en la economía, sube la bolsa de valores y hay una crisis como la de la burbuja de los bienes raíces la que, como ya hemos visto, crece hasta que el Gobierno se da cuenta de que hay pérdidas en el sector bancario; aunque no sabemos si el banco se da cuenta de lo que está sucediendo o si el sector privado reconoce que está obligado a cubrir esas pérdidas. En ese contexto, si hay un derrumbe, los bancos se vuelven insolventes. Esto puede predecirse fácilmente con el modelo de predicción perfecta, en donde se observa que la inversión declina antes de la crisis y que el crecimiento del PIB cae rápidamente porque los impuestos que pagan las familias están distorsionados; es, decir que durante la crisis el crecimiento del consumo cae repentinamente si los impuestos caen indistintamente sobre la producción o sobre los consumidores. Lo más importante aquí es que, después de una liberalización con reglamentación inadecuada, se presentan crisis bancarias, las que sin serlo parecen burbujas y que tampoco son consecuencia de una burbuja, sino más bien ocurren de acuerdo a la predicción perfecta y, a medida que se desploma el crecimiento, tenemos el tipo de crisis bancaria que vimos en Japón, la que también puede asociarse con la Crisis de Tailandia relacionada con su moneda. Ese tipo de crisis bancaria evoluciona durante un par de años, como sucedió con la crisis de 1997. En estos casos, las entradas de capital ocasionan dos situaciones. En primer lugar, la intermediación bancaria en los mercados emergentes está asociada con los seguros de depósitos y con otros sistemas para los prestamistas extranjeros contra activos denominados en moneda nacional, creando una

oportunidad para el saqueo. Al suceder esto, cabe preguntarse por qué los bancos no están compensando el riesgo de los valores, tal vez porque los bancos ven implícito que se les va a rescatar o piensan que tienen responsabilidad limitada y que, por lo tanto, pueden pagar dividendos exactamente como se hace con un activo muy rentable que vale la pena mantener.

Esta clase de historias simplemente señalan algo que tenemos que reconocer y es que los regímenes de tipos de cambio pueden exacerbar las cosas, aunque no quiero hablar de algún caso en particular, debe señalarse que hay pasivos contingentes para los gobiernos, como en el caso de Islandia, en donde se empezó a captar depósitos en moneda extranjera con garantía de un tipo de cambio, el cual falló. La frágil estructura financiera convencional de la intermediación financiera, a la que he aludido, deriva del papel de los bancos de transformar activos de largo plazo en activos de corto plazo. El modelo normal hace referencias a las demandas de consumo idiosincrático, combinadas con las inversiones de capital pero con rezagos en la gestación, toda vez que hay un estancamiento total porque no hay equilibrio, al igual que con la corrida de un banco. La situación aludida puede compararse con una historia de pillaje, debido a que hay poca supervisión y poco cumplimiento. El estudio de Chang Velasco explica la diferencia, ya que una crisis puede elevarse a una corrida bancaria, seguida de un colapso de la producción. Algo particularmente importante es que los ahorros extranjeros buscan activos de bajo riesgo; sin embargo, lo que hemos visto es la relación entre el apalancamiento, la liquidez y ahora la insolvencia en algunos bancos. Algunos de los aspectos de los que voy a hablarles rápidamente son que los ciclos se ven exacerbados por los valores de mercado (mark-to-market) expandiéndose durante una parte de su vida y contrayéndose al final de la misma; esto puede reducir los mercados que no tienen suficiente liquidez, lo que está asociado con ventas previas y con la falta de liquidez propiamente, ya que todo el sistema se está desapalancando. Esto es algo característico de una crisis de desapalancamiento, por lo que debemos observar cuidadosamente las opciones de Basilea II sobre los valores de mercado, el sistema bancario se está relajando cuando disminuye los requisitos y está invitando a los riesgos mundiales a entrar en la banca. En cuanto a la liquidez, tenemos muchas historias

sobre ello pero realmente no la entendemos muy bien; sin embargo, una forma de verla es que parte importante de la liquidez es simplemente que la gente se siente sorprendida de que no reciben el precio del activo que querían cuando se presenta una crisis sistemática, porque la volatilidad es alta; entonces, determinar los precios es difícil. También podemos relacionar la liquidez con el cumplimiento imperfecto y con el riesgo moral, lo que nos conduce particularmente a mencionar un estudio muy antiguo y muy conocido que indica que puede generarse una razón para la liquidez pública y que los resultados idiosincráticos se encaran con la liquidez pública, ya que la emisión de deuda pública provee líneas de crédito para los inversionistas privados, accionando la Regla de Walter Bagehot, según la cual entran en juego los prestamistas de última instancia, como los bancos centrales, al haber una demanda por activos líquidos, la cual se crea debido a que existe una supervisión imperfecta y a que hay un riesgo moral. En efecto, la crisis sistemática crea una posibilidad para la función del prestamista de última instancia. Por su parte, el riesgo moral es una característica esencial de esas crisis y su presencia en cada una nos indica no solamente cuándo estamos acercándonos a una crisis, sino también cuándo estamos saliendo de ella, esto es porque la liquidez impone sanciones a la buena liquidez.

Voy a tratar de terminar hablando de la deuda pública y de las crisis. En tal sentido, simplemente voy a mencionar que las crisis de la deuda pública son un fenómeno similar al de las crisis bancarias, pero con una pequeña diferencia. Al respecto, debo recalcar que lo que hemos observado en las crisis de esta naturaleza son episodios de crisis de la deuda soberana, tales como incumplimientos de pago, particularmente en América Latina en los años: 20, 80 y 90. Otros ejemplos son las reestructuraciones de la deuda en Europa oriental. Hay algunos países que siempre incumplen, otros nunca incumplen con sus obligaciones de deuda. Argentina, por ejemplo, tiene costumbre de incumplir; sin embargo, algo que quiero reconocer aquí es que este es un problema grave que debemos encarar en el sentido de que en la práctica la deuda pública es un contrato muy sencillo, no contingente; pero cuando escribimos un modelo teórico para la deuda pública, observamos que ésta

se constituye en un contrato contingente, que tiene que parecer capital patrimonial. La mayor parte del tiempo la teoría puede ser corregida para obtener contratos convencionales. Según el modelo teórico tradicional de la deuda soberana, la misma es renegociada independientemente de la realidad, un modelo que incluye la deuda originada por causas internas previéndose altos niveles de la misma. En realidad, a mi juicio, lo que deberíamos observar en un modelo de préstamos de riesgo moral, que incluyen préstamos sobre bonos, es que la brecha no es lineal, pues existen márgenes entre los tipos de interés, por lo que en los países con altos niveles de deuda su margen va en aumento, mientras que los países con bajos niveles de deuda deberían experimentar diferenciales de tipos de cambio independientes de dicha deuda. De acuerdo con lo anterior, puedo decir sobre mi teoría que: debe resaltarse que la deuda soberana ha cambiado, pues ya no es como dijimos antes, dado que actualmente en los países latinoamericanos se ha producido una reducción tremenda en las cargas de la deuda soberana, con un incremento dramático en las deudas de los bancos, pero con un cambio de deuda externa a deuda interna. En tal virtud, ahora la deuda interna es mayor que en el pasado. Asimismo, durante los 90 se ha observado un cambio de préstamos bancarios a emisión de bonos. Sobre este cambio voy a hacer algunas observaciones: al analizar la diferencia entre la capacidad de delegar el control al banco y las dificultades que enfrentan los titulares de los bonos para controlar los mismos, vemos que los prestatarios obtienen préstamos más bajos sólo cuando son más grandes. Los bancos trabajan mejor ofreciendo préstamos para primeras hipotecas, es decir, más el tipo de préstamos boutique.

Hablaré rápidamente del tema: función de los programas del Fondo Monetario Internacional (FMI) y sus programas precautorios. ¿Qué han hecho estos programas del FMI o, mejor dicho, qué es lo primero que hacen? Bien, podrían revisar las políticas y hacer que las mismas se conviertan en un compromiso. En otras palabras: elevan la posibilidad de que el país pueda comprometerse a ser creíble. Primero, pensemos que los programas del FMI envían una señal en las políticas de los países, reduciendo la variación en los resultados que pueden esperarse. Segundo, pensemos que estos programas podrían reducir la posibilidad

de incumplimiento y, por consiguiente, reducir la probabilidad de las costosas reestructuraciones que hemos visto en algunos países. Por último, y lo que a mí me parece interesante es que sí parecen incrementar los préstamos privados y que, de hecho, han acumulado los préstamos bancarios. Voy a excluir los programas del FMI y vamos a hablar de los países que tienen elevadas tasas de préstamos en donde los programas precautorios dan la apariencia de que son particularmente eficaces. Los ejemplos que hemos analizado de las tendencias internacionales de bonos y préstamos bancarios provienen de la información y de los datos de las economías emergentes, de los

préstamos soberanos y no soberanos y de la emisión de bonos externos e internos. En ese período de tiempo hay un crecimiento en las transacciones con la participación de fondos, el número total de bonos ha crecido así como la participación de los mismos en transacciones; en otras palabras: los bonos parecen ser transacciones más elevadas. En tal sentido, quiero hablar del efecto de los programas del FMI en los mercados crediticios, esto es interesante porque podemos ver que el mismo depende de la relación de la deuda con el PIB, lo cual se puede observar en el cuadro siguiente:

Number of Transactions, by Debt Category and IMF Program

Type of Credit	Low Debt/GDP Range (0-30 percent)	
	No Program	IMF Program
None	1,301	389
Bond	1,244	57
Loans	2,606	99
	Medium Debt/GDP Range (30-55 percent)	
	No Program	IMF Program
None	973	561
Bonds	958	1,000
Loans	2,094	898
	High Debt/GDP Range (more than 55 percent)	
	No Program	IMF Program
None	675	808
Bonds	253	217
Loans	589	461
	Full Sample	
	No Program	IMF Program
None	2,949	1,758
Bonds	2,455	1,274
Loans	5,289	1,458

De conformidad con el cuadro anterior, en primer lugar: tanto los préstamos bancarios como los bonos se incrementan en una relación media de deuda/PIB, aunque los márgenes caen en el grupo de países intermedio, los cuales están entre el 35% y el 70%. Lo segundo es que para el caso de los préstamos bancarios los márgenes de interés se elevan en los países con más bajo nivel de deuda. Lo que ocurre es que los programas del FMI están canalizando los préstamos en el rango medio de países, tal vez en aquellos países que necesitan programas y que probablemente saldrán intactos de estos programas. Por su parte, los países que han tenido programas del FMI con una relación baja de deuda PIB, tal vez no se vean atendidos adecuadamente por dichos programas. Los bonos en este rango son del 35 al 55% y probablemente emitirán más bonos con un programa del FMI que prestándole a un banco. Tercero, los programas precautorios están asociados con las reducciones de los préstamos y de los márgenes de interés, eso quiere decir que hay un resultado ambiguo, pues éstos son factores de control particularmente de las condiciones mundiales del mercado, mientras que todos estos programas nos ofrecen resultados parciales solamente. Sobre esta base, lo último que puedo decirles es que los programas precautorios dan una buena señal al mercado, ya que tomar un programa precautorio se asocia a una reducción en los préstamos, algo que no necesariamente es malo pero que podría tener un efecto negativo, porque el incremento de los márgenes de interés es un efecto de ello.

En la primera conclusión deseo recalcar que los problemas de los incentivos están en la base de las crisis financieras, el peligro moral es un aspecto que penetra muchos sistemas y, por consiguiente, ofrece una explicación persuasiva de una crisis que se determina de acuerdo con los factores fundamentales y no necesariamente porque se tenga un problema sistémico; es decir, tener una recesión en la que una mala intermediación bancaria y la desregulación han dado lugar a una crisis. La segunda conclusión está relacionada con los influjos de capital, los cuales son una parte importante en los mercados emergentes y que con frecuencia dan lugar al incremento del riesgo en préstamos internos, por la caída de la tasa de interés real. Asimismo, se incrementan los pasivos y se buscan activos de mayor riesgo; por consiguiente, empiezan

a otorgarse préstamos a personas que no pueden pagar sus hipotecas, porque los activos que los prestamistas están comprando son activos menos riesgosos que pueden obtener internamente. Los mercados financieros integrados son un mecanismo de contagio. Los excesos en el ahorro están asociados con la crisis hipotecaria de los EE UU y de Europa. En ese contexto, la reestructura de la deuda es importante. Asimismo, mitigar el costo de la crisis y el costo del riesgo moral es aún un reto. Por su parte, el tema de la liquidez pública internacional pareciera jugar un papel importante en los mercados emergentes.

Sergio López: Gracias, profesor Kletzer, por esta conferencia interesante, prueba de ello es la gran cantidad de preguntas que trataremos de agrupar, las demás serán transferidas a la mesa redonda. Uno de los temas del profesor Charles Kinderberg en su libro “Manias, panics and crisis” es que muchos flujos de capitales, como los que llegaron a Japón de los países nórdicos y que de ese país se fueron al sureste asiático o a EE UU, etcétera, propiciaron burbujas en el sector de bienes raíces de dichos países. Estas burbujas, al romperse, generaron crisis financieras en todos ellos. En concreto: ¿es deseable que un banco central tenga dentro de su función de reacción el precio de los activos (asset prices) como un argumento para la política monetaria?

Kenneth Kletzer: Buena pregunta, la misma se ha planteado muchas veces y también fue hecha por Allan Greenspan cuando era presidente de la FED. Mi criterio es que la forma en la cual podemos pensar en esto es que aquellos tipos de auges del capital se reflejan en lo que les comentaba, con lo que de hecho sería una burbuja en los mercados de los activos, impulsada por la inestabilidad del sector financiero interno, y por ello es muy difícil pensar que uno está viendo un incremento en los precios de los activos relacionado con influjos de capital o con una intermediación frágil, más bien creo que aquí estamos pensando en lo que puede ser un indicador de lo que está ocurriendo en el sistema financiero.

Sergio López: La segunda pregunta alude a la época del sistema Bretton Woods, cuando el profesor Robert Triffin mencionaba que para que el dólar fuese la principal moneda internacional, EE UU deberían

incurrir sistemáticamente en un déficit en cuenta corriente; sin embargo, esto podría tener el efecto adverso de minar la confianza en el dólar. En efecto, EE UU tuvo algunos déficit que generaron o dieron liquidez a la economía mundial. ¿Qué pasa en la actualidad? Tenemos nuevamente desequilibrios macroeconómicos, dicho país tiene un gran déficit en cuenta corriente que se refleja en los superávit de las economías emergentes. Estas economías, a su vez, transfieren estos recursos; es decir, el llamado exceso de ahorro, a EE UU, el que se convierte en el consumidor de última instancia que mantiene a flote la economía mundial. No obstante, con la crisis actual, vemos que es necesario reducir estos desequilibrios, siendo la pregunta concreta: ¿cómo hacerlo sin que la economía mundial entre en una recesión generalizada? O ¿Cómo podemos reducir y eliminar estos desequilibrios sin que la economía mundial entre en crisis?

Kenneth Kletzer: Primero debemos pensar en la función de la moneda principal, esta es una maravillosa posición en la que se puede estar, porque uno puede recuperar los beneficios de esta moneda principal, pero esto se ve limitado por la demanda de los activos que va a verse limitada por el crecimiento del PIB y la profundización de los problemas financieros en el mundo, lo que no es el tipo de déficit de cuenta corriente que hemos visto en EE UU, más bien hemos visto déficit de cuenta corriente muy profundos en EE UU, lo que podría estar alimentando esto es el auge del consumo en dicho país al igual que en otros países. En los déficit de cuenta corriente el problema quizás sea que la forma en que la persona piensa en esto es que se ha financiado a tasas de interés muy bajas y EE UU han tenido muy buen trato. Entonces es muy difícil de explicar los grandes ahorros en el mundo. En tal sentido, yo esperaría que si uno emite activos denominados en una moneda-vehículo principal, ciertamente va a tener una deflación del valor de estos activos.

Sergio López: Tercera pregunta: durante algún tiempo se habló de la gran moderación en el sentido de que las recesiones y su duración eran cada vez menores; sin embargo, en la actualidad vemos que cada vez hay una mayor incidencia de las crisis; usted mencionó que en los tipos de cambio fijo, la inconsistencia dinámica de la política monetaria podría ser algún

factor que genere o podría ser fuente de crisis; en ese sentido y avanzando un poco en el tema, podría pensarse que la adopción, por la mayoría de países, de un esquema de metas de inflación genera mayor credibilidad de la política monetaria y ancla las expectativas del público, obligando al banco central a ejecutar políticas monetarias que sean consistentemente dinámicas; siendo así: ¿podría pensarse que esto puede reducir la cantidad de las crisis financieras?

Kenneth Kletzer: Es difícil conectar esos dos aspectos en el sentido de que ciertamente hablamos mucho acerca de la gran moderación, pero creo que vincular la política monetaria con los objetivos de inflación a las crisis de este tipo, pasa a ser una pregunta de lo que ocurrió en el sector financiero interno de los EE UU durante el periodo de baja inflación y que no ocurrió cuando hubo un gran auge, así que creo que una política monetaria creíble es algo bueno, pero no estoy seguro de que lo hemos visto todo, en cuanto a las crisis financieras.

Sergio López: La última pregunta se refiere a que el riesgo es inherente dentro de una economía de mercado, recordamos un libro fabuloso del profesor Frank Knight, sobre riesgo, incertidumbre y beneficio. Sabemos que el riesgo es inherente al sistema capitalista; sin embargo, hay gente que toma riesgos excesivos en busca de beneficios también excesivos y lo hacen con dinero ajeno, muchas veces lo esconden. En ese sentido: ¿pueden supervisarse y regularse los instrumentos derivados en los mercados financieros para evitar las crisis?

Kenneth Kletzer: Otra buena pregunta. Una de los asuntos que me preocuparía, debería preocupar a todos, y mucho, son los derivados de mostrador, porque a mi juicio este es uno de nuestros serios problemas. Tengo un amigo que cree que simplemente deberían prohibirse los swaps de incumplimiento de crédito. Potencialmente podríamos pensar que éstos son instrumentos muy útiles, pero lo que no deberíamos hacer es comerciar con ellos, porque no tenemos mecanismos de intercambio que no hacemos cargo de los riesgos que este tipo de intercambio conllevan; el problema que tenemos allí, aunque es algo que creo está funcionando, es lo que en los mercados de los productos básicos se llama riesgos

básicos en los mercados, que se refiere a que no sabemos cuáles serán los acontecimientos, porque no necesariamente sabemos de qué riesgos se componen estos títulos. Eso quiere decir que existe un problema con la innovación en el mercado, el cual creo ha sido un problema perpetuo muy grande. Hemos visto bancos de inversión desaparecer por este tipo de intercambios, también ha habido problemas con los bancos y las aseguradoras por esos mismos intercambios; además, hemos visto la introducción de contratos en los mercados a futuro y el comercio de productos básicos que han fallado en la primera

oportunidad debido al diseño del contrato o al diseño del mercado. De tal manera que una respuesta, no estoy seguro sea la mejor: es que estas son cosas muy valiosas, pero hay que conocer los detalles y hay que saber si uno puede obtener un buen contrato comercial. Opino que si hay un buen mercado para los derivados y precisamente porque se crea la oportunidad y el riesgo, además son un instrumento útil, la gente va a seguir utilizándolos, aun cuando se incremente el riesgo en vez de reducirse. Muchas gracias.

Crisis financiera mundial: lecciones aprendidas y desafíos

Eduardo Cavallo

Dr. Carlos Castillo: Buen día, bienvenidos al segundo día de este XVIII Ciclo de Jornadas Económicas 2009 que organiza el Banco de Guatemala. Tengo el honor de presentarles al doctor Eduardo Cavallo, de nacionalidad argentina, primer panelista de hoy. El doctor Cavallo labora en el Departamento de Investigación del Banco Interamericano de Desarrollo (BID) donde se dedica principalmente a la investigación económica comparativa, por medio de la identificación de temas relevantes para la definición de políticas. Obtuvo en 2006 el Doctorado en Políticas Públicas de la Universidad de Harvard, con varios honores y distinciones. Ha sido investigador visitante en el Federal Reserve Bank of Atlanta e investigador asociado al National Bureau of Economic Research. Tiene un gran número de publicaciones y entre las más recientes están: *Dealing with an international credit crunch*, publicado por el BID en 2009, y *Does openness to trade make countries more vulnerable to sudden stops, or less? Using gravity to establish causality*, este artículo fue publicado en el Journal of International Money and Finance en diciembre de 2008. El doctor Cavallo tiene una amplia experiencia docente en la Universidad de Harvard, donde ha sido catedrático de diversos cursos en Kennedy School of Government. Ha coordinado cursos con otros profesores de renombre internacional como: Dani Rodrik y Martin Feldstein. Con ustedes el doctor Cavallo.

Muchas gracias por esa generosa presentación y agradezco también a las autoridades del Banco de Guatemala por invitarme a participar y presentar esta conferencia. Es un honor para mí estar acá con ustedes. Voy a hablar de tres temas y por ello divido la presentación así: en la primera parte expongo sobre las lecciones aprendidas en las crisis financieras pasadas, enfocándome sobre todo en la experiencia de la región. En la segunda voy a centrarme en las características de la crisis actual y los canales de transmisión de la misma en América Latina y el Caribe. En la tercera describiré los dilemas de política económica que estamos enfrentando, así como las posibles soluciones a los mismos con base en la experiencia pasada. La primera parte de la presentación está basada en el trabajo mencionado por el doctor Castillo (que acaba de publicar el BID) donde tratamos de hacer un repaso de cuál ha sido la experiencia de la región en resolver o lidiar con crisis financieras de origen sistémico. Aquí quiero detenerme para puntualizar que no estamos pensando en las crisis financieras que se originan en desajustes macroeconómicos domésticos, sino en las crisis financieras originadas por los choques que se generan en los mercados de capitales. Estos choques son comunes a todos los países y si la situación deriva en una crisis para unos países, y para otros no, esto es porque algunos países pudieron resolver la situación mejor que otros, pero el choque es común a varias economías al mismo tiempo. En este trabajo ponemos énfasis no tanto en los casos más conocidos, que son

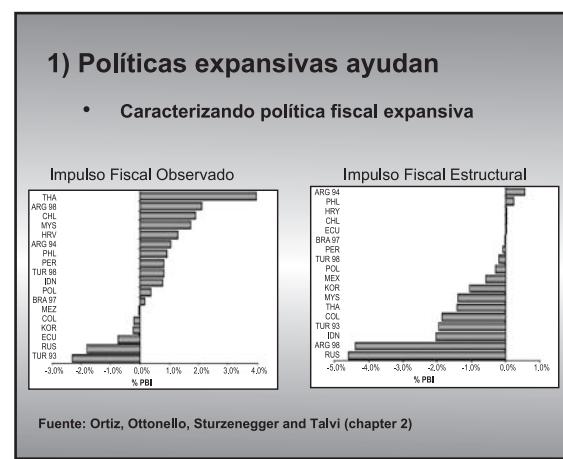
aquellos en los cuales realmente el choque generó una crisis, sino en tratar de evaluar las experiencias de los casos en los cuales los hechos fueron mejor, con el fin de entender cuáles son los tipos de intervenciones que pueden llevar a mitigar o a paliar el efecto de la crisis en esas circunstancias. De este trabajo se desprenden las cinco conclusiones principales que se muestran a continuación:

Lecciones Aprendidas

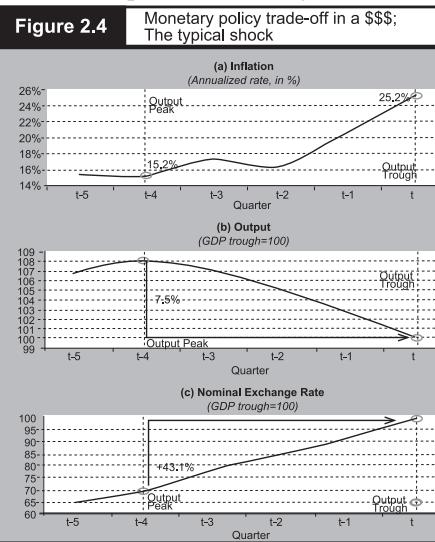
- BID (2009) hace repaso de las crisis financieras sistemáticas en la región con énfasis en el análisis de los casos exitosos.
 - 1) Políticas expansivas ayudan a mitigar el colapso poscrisis. Sin embargo, los países deben estar en condiciones de afrontar el costo de esas políticas.
 - 2) Las condiciones iniciales son cruciales.
 - 3) Las condiciones iniciales no marcan un destino inexorable.
 - 4) La persistencia de la crisis es clave.
 - 5) Los paquetes financieros externos son esenciales cuando las condiciones iniciales no son apropiadas.

La primera conclusión tiene que ver con que existe evidencia de que efectivamente las políticas expansivas ayudan a mitigar el colapso después de la crisis. Esto poco tiene que ver con el debate que se generó en la región y en el mundo luego de las crisis asiática y rusa en 1997 y 1998, cuando nos hacíamos la pregunta si la respuesta de política en esa situación debería ser ajustar las políticas monetaria y fiscal para tratar de restablecer la confianza en el sistema o tratar de reaccionar como los países desarrollados cuando se enfrentan a una recesión; es decir: expandiendo las políticas monetarias y fiscales en un esfuerzo por paliar el efecto de la crisis. Al respecto, voy a hablar brevemente sobre lo que hemos encontrado. Efectivamente, el hacer política monetaria y fiscal expansiva ayuda posterior a una crisis, pero el punto central acá es que los países deben estar en condiciones de poder afrontar el costo de estas políticas; esto básicamente significa dos situaciones para un país: o tiene los ahorros suficientes para afrontar esta situación en el momento en el cual se genera, o tiene que acceder al crédito. Un ejemplo de esto es la situación que enfrenta Estados Unidos (EE UU) en este momento, en la que puede conseguir créditos a tasas muy baratas para poder financiar la expansión; pero, en ausencia

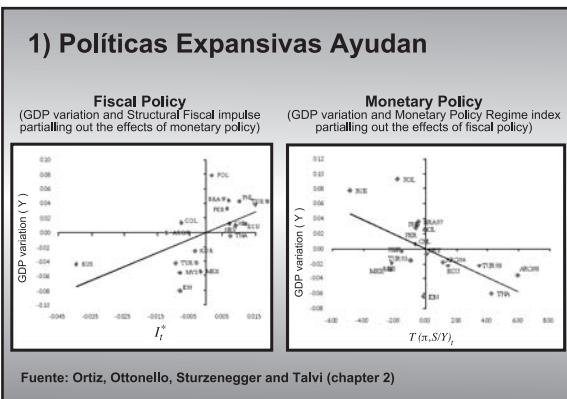
de esas condiciones, las políticas expansivas pueden llegar a ser contraproducentes y éste es un punto en el que quiero enfatizar. La segunda conclusión que se desprende de este trabajo es que, efectivamente, las condiciones iniciales al momento en el que el choque se produce son esenciales para saber cuál va a ser la capacidad de reacción del país. En efecto, no hay mejor sustituto que estar bien preparado en términos de tener fundamentos sólidos para poder responder frente a la crisis. No obstante, aun cuando un país se enfrente al choque en una situación de mayor fragilidad, aun en esas circunstancias, las condiciones iniciales no marcan el destino, ya que hay intervenciones de política económica en las que se puede pensar que las mismas nos llevarán a mitigar o a paliar la situación, a pesar de que las condiciones iniciales pudieran ser muy frágiles. La cuarta conclusión es que un tema clave para las probabilidades de éxito o no de un país en las intervenciones que va a afrontar es cuán larga va a ser la crisis, cuán largo es el desierto que nos va a tocar cruzar. La última conclusión, sobre la que voy a hacer hincapié, es que parece haber evidencia de que los paquetes financieros externos, la ayuda internacional, son esenciales especialmente cuando las condiciones iniciales no son las más adecuadas. Luego de la breve explicación de las conclusiones, voy a empezar haciendo énfasis en la primera de ellas. Lo primero que quiero es contarles un poco de cómo encontramos evidencia de que las políticas fiscales expansivas efectivamente ayudan y para el efecto observamos la gráfica siguiente.



Pueden observar, en el panel de la izquierda, la caracterización de la política fiscal durante los períodos de crisis. El problema principal es entender si las políticas expansivas, en este caso las fiscales, ayudan o no. Por lo tanto, si uno mira el balance fiscal observado o lo que llamamos el impulso fiscal, o llámémoslo así, el negativo del déficit fiscal, uno en una interpretación naïve de los hechos tendría que ver que frente a estos choques los países tienden a reaccionar con políticas expansivas. Sin embargo, esa interpretación no es correcta, porque durante estos choques y, dada la contracción económica, hay una caída endógena de la recaudación impositiva; entonces, el aumento en el déficit fiscal o el impulso fiscal positivo que observamos tiene más que ver con una caída de los recursos que con un aumento discrecional del gasto. Con respecto a lo que hacen los autores en el primer capítulo es computar el impulso fiscal estructural durante la crisis; básicamente filtrar las series de recaudación durante los períodos de crisis o del ciclo económico. En tal sentido, lo que muestra la gráfica es que efectivamente la experiencia de los países emergentes durante los períodos de crisis sistémicas anteriores fue una fuerte contracción fiscal; de todas maneras hay una gran heterogeneidad en la reacción de los países, algunos ajustaron más que otros, por ponerlo en términos simples, y es precisamente esa varianza en las respuestas la que a los autores les permite identificar cuáles son los efectos diferenciales, esto para tratar de identificar el componente exógeno del componente discrecional de la política fiscal y para tratar de entender si la política fiscal, expansiva o no, ayuda durante las crisis.



En términos de política monetaria la situación es también complicada en términos de identificar una política monetaria expansiva. Para resolver este problema, lo que se hace es pensar en términos de reglas de Taylor, las cuales tratan de caracterizar las respuestas del banco central frente a los distintos dilemas que enfrentan esas instituciones en determinados momentos; es decir, cómo reacciona frente a la inflación, a la actividad económica o a lo que se le denomina como el output gap. Para el caso de los países emergentes, pasa a ser particularmente relevante cómo reacciona el banco central frente al tipo de cambio nominal, porque la evidencia muestra que en los países emergentes existe lo que se denomina fear of floating, el miedo a flotar. Este temor se desencadena por el hecho de que en estos países existen problemas en la hoja del balance o problemas de dolarización de los balances públicos y privados, que llevan a las autoridades monetarias a tomar actitudes reacias para dejar flotar el tipo de cambio. En esas circunstancias, a partir de un modelo de equilibrio general estocástico se hacen unas estimaciones sobre el peso que la autoridad monetaria, en estos países emergentes, pone al componente inflación, al componente del producto y al componente del tipo de cambio nominal, antes de la crisis para tratar de entender cuál podría ser la reacción en el momento de la crisis. Lo que encontramos es que típicamente en el momento de la crisis, dada la anatomía de las crisis financieras, con este modelo un banco central enfrenta un dilema, porque durante las crisis financieras sistémicas las expectativas de inflación son al alza, también hay expectativas de caída del producto y de depreciación del tipo de cambio nominal. En ese sentido la respuesta lógica esperada en el momento de la crisis de los bancos centrales, que ponen mucho énfasis al control de la inflación o al control del tipo de cambio nominal, es que van a restringir la política monetaria. Por su parte, los bancos centrales, que ponen más énfasis en el producto, tendrían que tender a relajar la política monetaria. Con lo anterior, a partir de una caracterización de cuáles son los pesos relativos de los distintos componentes, se generan unos índices de política monetaria, tratando de obtener una medida de cuán restrictiva o no va a ser la política monetaria. Básicamente lo que se obtiene se observa en la gráfica siguiente.



Como puede apreciarse: del lado izquierdo se ilustra el comportamiento de la política fiscal; y del lado derecho, el comportamiento de la política monetaria. El observar ambos lados permite establecer que, en general, mientras más restrictiva ha sido la política fiscal, en términos estructurales, mayor ha sido la caída del producto durante estas crisis que se enmarcan dentro de la disfunción del ciclo de pico a valle. De manera opuesta: en términos de la política monetaria, se determina que la misma es más restrictiva y, mientras más restrictiva tienda a ser, mayor es la caída del producto durante las crisis financieras. De conformidad con lo anterior, en términos de la evidencia empírica, tener la facultad de poder hacer políticas expansivas naturalmente que ayuda. Sin embargo, esto nos lleva al segundo punto que son las condiciones iniciales, y es que la capacidad de poder hacer política monetaria y fiscal expansivas viene de la mano de ciertas precondiciones que se tienen que cumplir, ya que es importante que existan reglas de política fiscal que garanticen la consistencia intertemporal. Es fácil expandir las referidas políticas en las buenas, pero para poder expandirlas en las buenas se tuvo que haber contado con la disciplina de haber ahorrado en las malas y si no, tener la capacidad de mantener acceso al crédito; no obstante, mantener la capacidad de acceso al crédito es justamente lo que no se tiene durante las crisis financieras sistémicas, porque por definición, las crisis implican la pérdida del acceso al crédito internacional. En tal virtud, tener una política fiscal con consistencia intertemporal es una condición necesaria. Contar con bajos niveles de deuda pública es otra condición que ayuda a los países a poder

implementar una política fiscal expansiva. En términos de política monetaria, estaríamos hablando de tener bajos niveles de dolarización, así como tener altos grados de credibilidad en el marco de políticas monetarias para poder relajar la política monetaria, sin que eso genere una crisis de confianza; así como cierto grado de apertura comercial, sobre todo en un contexto en donde existe alta integración financiera, dado que la evidencia muestra que ser más abiertos al comercio internacional reduce la volatilidad de los flujos financieros. La evidencia muestra claramente que quienes estaban mejor preparados en el contexto de las crisis anteriores, les fue mejor. No hay sustituto a utilizar los buenos tiempos para prepararse realmente y poner la casa en orden, como diríamos en mi país. Sin embargo, si un país llega a una situación de crisis con algunos desajustes, esto no quiere decir que el país está condenado y que realmente no va a poder hacer nada en esos momentos de crisis.

Un caso que vale la pena mencionar es el de Perú, en el cual se ilustra qué puede hacerse para mitigar los efectos de un alto grado de dolarización. Lo que Perú hizo fue una política de fuerte acumulación de reservas internacionales, con recursos genuinos a partir de superávit fiscales durante la década de los 90 (siglo XX) y no le tembló la mano para utilizar esas reservas para inyectar liquidez en el sistema financiero, en dólares, durante el período de la crisis. Esa decisión, según el análisis que se hace en el trabajo de referencia, fue un factor fundamental para entender cómo Perú pudo superar la crisis. En términos de niveles brutos de dolarización, Perú estaba peor que Argentina antes de la crisis asiática y rusa en 1997 y 1998, pero cuando se descuentan las reservas monetarias internacionales como proporción del PIB de los grados de dolarización de la economía, o se calcula el grado neto de dolarización, la situación de Perú era muy distinta. Otro caso es el de Brasil: dicho país no tenía un alto nivel de reservas internacionales, dada la estructura y tamaño; sin embargo, el Banco Central de Brasil ideó un sistema muy ingenioso y novedoso para utilizar las pocas reservas internacionales que tenían en ese momento para apuntalar al sector transable de la economía, que es un sector clave en la recuperación, en este tipo de crisis. Chile es un país en el cual, típicamente, las condiciones iniciales son buenas, tomando en cuenta que llevan muchos años manejando su política económica de una manera muy consistente,

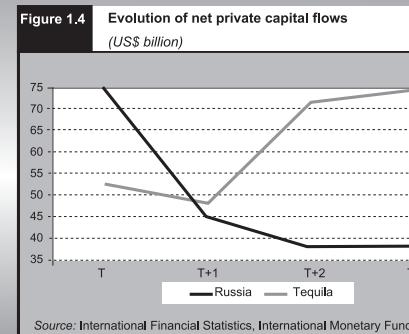
lo que los ha llevado a tener un alto grado de credibilidad en el marco de políticas. Lo interesante del caso de Chile es que, si se analiza su experiencia en la crisis asiática y la crisis rusa, puede verse que las autoridades chilenas tardaron en entender la naturaleza de la crisis. Al principio estaban enfrentando una condición totalmente distinta, que es una condición de sobrecaleamiento en la economía, ellos estaban preocupados porque tenían demasiada actividad económica en ese momento y querían ponerle un freno, pero no se dieron cuenta de que el shock internacional al que estaban enfrentando era serio y que además estaba afectando a varios países al mismo tiempo y sin contención alguna. Sin embargo, el mérito de los chilenos -y esto es parte de haber tenido buenas condiciones iniciales- es que lograron revertir el curso sin generar una crisis. Este es otro problema que muchas veces tenemos que enfrentar y es que cuando uno trata de revertir el curso en medio de la tormenta es interpretado como que uno está aflojando, en términos de ser más laxo y genera problemas de confianza, etc. Tener marcos de política creíbles le permiten a un país tener la flexibilidad de cambiar de rumbo cuando se da cuenta de que la situación no es la correcta.

El caso de Colombia es interesante porque en términos de condiciones iniciales, y particularmente en términos de dolarización, no estaba mal; sin embargo, en Colombia había una percepción de que existían problemas en la hoja de balance, que probablemente serán muy difíciles de resolver y que iban a generar una gran cantidad de quiebras o, al menos, muchos problemas a la economía si la autoridad monetaria dejaba flotar el tipo de cambio. No obstante, la evidencia muestra que esto era simplemente una percepción, por eso el enfoque o el énfasis que quiero hacer aquí es que tener la información en tiempo real sobre la situación de la hoja de balance de los sectores públicos y privado es muy importante para ayudar a las autoridades a tomar las decisiones correctas en momentos de crisis. Existe mucha evidencia de que las condiciones iniciales pueden no ser las perfectas al momento de enfrentar la crisis; asimismo existen muchos ejemplos de intervenciones que ayudan a mitigar los efectos, dada la naturaleza de la crisis, en

ese momento. El cuarto punto que expongo es algo literalmente cierto: el vodka es más fuerte que el tequila, aunque no estoy 100% seguro, pero veamos la gráfica que se presenta a continuación:

4) La persistencia de la crisis es clave

- El tequila es más fuerte que el vodka



Al observar la gráfica podemos establecer que lo que sí es cierto es que si uno mira la experiencia en la Crisis del tequila y la experiencia con las crisis asiática y rusa, en la Crisis del vodka, uno ve que los flujos de capitales volvieron a la región muy rápido después de la Crisis del tequila, lo cual nos evidencia que fue una crisis muy contenida dentro del año, pues luego del pico de la crisis, la situación en términos de los flujos netos de capital volvió a la normalidad. En el caso de la Crisis rusa tardó más de tres años, ya que después de tres años todavía los flujos de capitales no habían vuelto a la región; es decir que el desierto que tuvieron que cruzar las autoridades al momento de la Crisis del tequila fue muy distinto al tamaño del desierto que tuvieron que cruzar en la época de la Crisis del vodka. Tener una idea correcta al inicio de la crisis, o generarse expectativas correctas al momento de la crisis sobre cuán persistente puede ser la misma, es un factor que termina siendo clave. El quinto punto sobre el cual puntualizo es que los paquetes financieros externos parecen ser esenciales cuando las condiciones iniciales no son propicias y acá simplemente voy a ilustrar esta idea con el caso de México según se presenta en la siguiente diapositiva:

5) Los paquetes financieros externos son esenciales cuando las condiciones iniciales no son propicias

- México 1994: \$51,000 millones paquete de rescate financiero EEUU/FMI.
 - 2.8 veces el stock de deuda de corto plazo en dólares a diciembre de 1994.
- Argentina 2001/2002.
 - Hay motivos para creer que con apoyo adicional, el proceso de reestructuración de deuda podría haber sido más ordenado.

Características de la crisis actual y los canales de transmisión a LAC

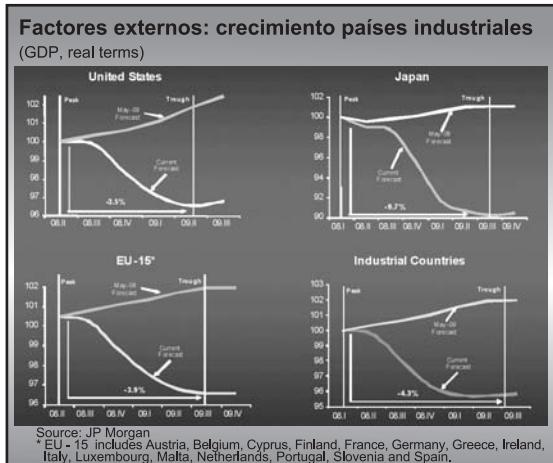
- **¿Qué hay de diferente en la crisis actual?**
 - El epicentro de la crisis: el centro vs. la periferia.
 - Los países de la región parecen estar mejor preparados que en el pasado, pero: ¿será suficiente?
- **Los canales de transmisión de la crisis en la región**
 - Financiero
 - Precio de los commodities
 - Crecimiento global

Si observamos los datos de la diapositiva anterior - esto es un ejercicio muy sencillo- estimamos básicamente un índice que refleja cuán vulnerable es la economía frente al choque externo, dado el grado de dolarización y el grado de falta de apertura comercial. Cuando uno ve, hay una relación, una simple correlación positiva entre su vulnerabilidad y el efecto que tuvo en términos de caída del producto; la observación disonante en México fue que, dada la vulnerabilidad que dicho país tenía, se esperaba que la caída de producto hubiera sido mucho más grave. Sin embargo, en México se elaboró un paquete de ayuda financiera, organizado por el Departamento del Tesoro de EE UU y en el que luego participó el Fondo Monetario Internacional (FMI). Dicho paquete ayudó a mitigar de una manera muy fuerte la situación. El caso de Argentina que es un asunto de crisis muy debatido ya que los analistas estiman que fue un caso en el que el FMI se equivocó, lo cual a su vez generó el mayor debate internacional. La evidencia muestra que el FMI retiró su apoyo porque ya había apoyado mucho a Argentina. El retiro de apoyo lo realizó en diciembre de 2001, a pesar de que era muy evidente que Argentina necesitaba una reestructuración de la deuda que terminó completándose como 4 ó 5 años después. El punto es que existen motivos para creer que, con apoyo adicional en ese momento, la reestructuración podría haber sido la inevitable reestructuración de la deuda que necesitaba Argentina en ese momento y que podría haberle ayudado a que la crisis hubiese sido más fácil de llevar. En esta segunda parte de la presentación quiero hacer hincapié sobre la situación actual, sobre las características de la crisis registrada en el presente año, lo que podemos

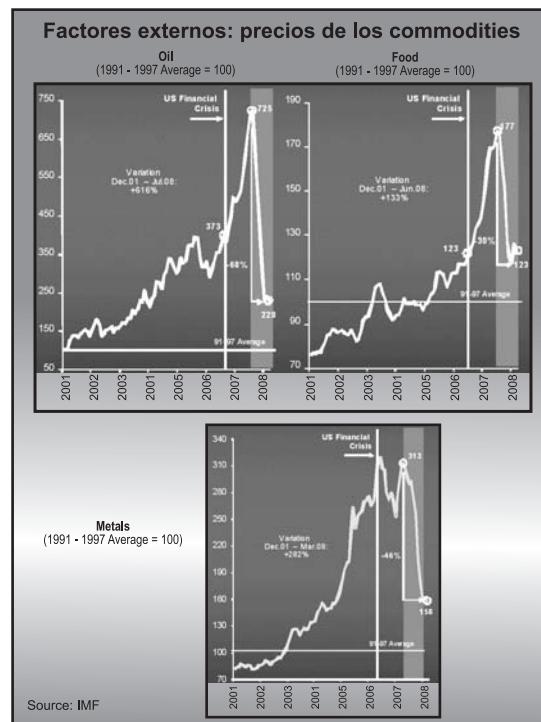
esperar en términos de las expectativas para la región, la diferencia que hay entre la crisis de 2009 y las crisis anteriores y sobre lo que estuvimos analizando.

Respecto de las crisis que se habían registrado previamente, hay dos diferencias centrales; la primera es que el epicentro de esta crisis no se originó en algún mercado emergente que contagiara a otro mercado emergente; el epicentro aquí se dio en las economías desarrolladas del mundo. Esto es importante porque las consecuencias de esta crisis para la región han sido muy distintas, en dos etapas muy marcadas. Al haberse originado la crisis en los mercados desarrollados, los países desarrollados respondieron de manera muy expansiva, inyectando liquidez para tratar de mitigar los efectos de la crisis de crédito que enfrentaban en sus economías. Esto aumentó la masa de liquidez que había disponible en todo el mundo, hasta crear, algunos dicen, un exceso de liquidez durante un período, o sea, desde que empezó la crisis, hasta más o menos septiembre de 2008; esto se tradujo en un aumento de los flujos de capitales hacia la región. Pero: ¿qué pasó en ese mes? La caída del Banco Lehman Brothers llevó a un fuerte aumento de la aversión al riesgo a escala global y a una fuerte retracción de esos flujos de capitales de todos lados, los que se refugiaron en activos seguros, como son considerados los bonos del tesoro de EE UU. Entonces el hecho de que la crisis se haya generado en el centro, y no en la periferia, llevó a una dinámica muy particular de esta crisis para la región y lo vamos a ver en algunos de los números que les voy a presentar más adelante. La segunda diferencia que remarco es que la evidencia muestra

que los países de la región parecen en promedio estar mejor preparados para enfrentar esta crisis. Sin embargo, la pregunta que surge es si ello será suficiente. Para responder esta pregunta quiero enfocarme en lo que son típicamente los canales de transmisión de la crisis de la región. Lo que la literatura ha identificado y en lo que en el BID hemos trabajado arduamente, hay básicamente tres canales a través de los cuales los factores externos afectan a las economías de la región. El primero es la demanda global, la cual es un motor para las exportaciones de nuestros países; el segundo es el precio de los commodities, y aquí hay diferencias en términos del impacto entre los países que son importadores netos y exportadores netos de distintos commodities, pero en términos agregados de la región, las economías más grandes tienden a ser exportadoras netas de bienes agrícolas; en algunos casos, petróleo. De este modo el precio de estos commodities es un factor muy importante en el ciclo económico de la región. El tercero es el canal financiero, dado que ha habido muchos avances en materia de integración financiera de la región con el resto del mundo. Para hacer referencia al efecto que estos canales de transmisión pueden llegar a afectar la dinámica de la crisis en la región, es oportuno mencionar otro trabajo que acaba de publicar el BID en 2009, que fue coordinado por mis colegas Alejandro Izquierdo y Ernesto Talvi, en el cual tratamos de determinar los dilemas de política económica que se enfrentan para estos tiempos sin precedentes en la región. Para hablar de este tema, partimos de lo que creemos que es el consenso, la visión predominante sobre la situación de la región en este momento. Para dar respuesta a esta interrogante, visualicemos la gráfica siguiente:



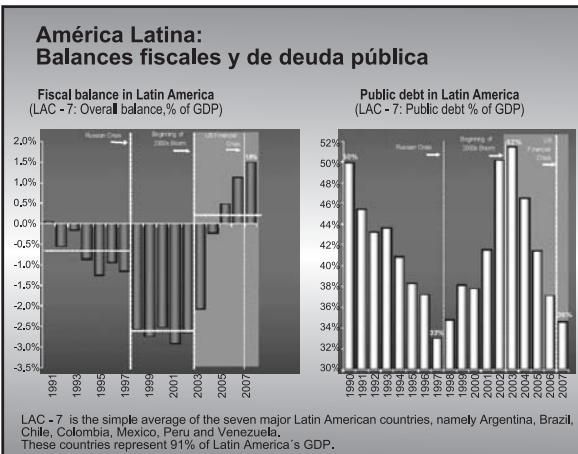
En esta diapositiva se observa cómo fueron deteriorándose los pronósticos de crecimiento de las economías desarrolladas en el tiempo. Según puede notarse, hacia mayo de 2008 en el pico del período, en el cual todavía no había caído Lehman Brothers, los pronósticos que existían en ese momento de consenso de los macroeconomistas era que iba a haber una desaceleración del crecimiento en los países desarrollados. Más recientemente, después de la caída de Lehman Brothers, en la segunda etapa de la crisis, se han modificado los pronósticos, los cuales indican fuertes recesiones en los países industrializados; o sea, el primer componente de los canales de transmisión del ciclo externo en la región muestra un fuerte deterioro. Todas las expectativas son que el mundo desarrollado va a contraerse el próximo año. A continuación se presenta un gráfico que muestra los precios de los commodities, los cuales registran una fuerte caída, sobre todo a partir de septiembre de 2008. En este sentido, los precios de los commodities, tanto el petróleo como los alimentos y los metales, revirtieron parte del crecimiento estrepitoso que habían registrado en el período anterior.



Para analizar el tercer canal de transmisión, o sea el canal financiero, revisemos la gráfica siguiente.

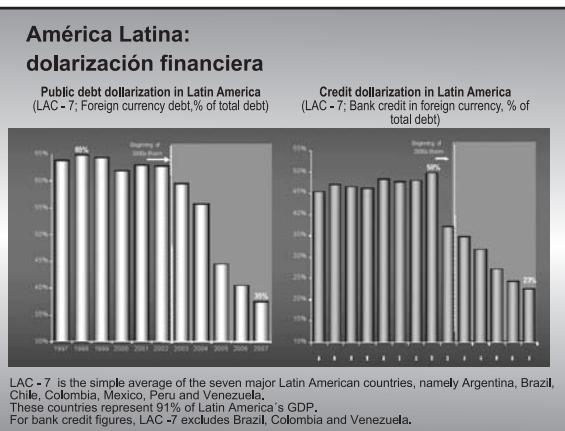


Como puede observarse, especialmente a partir de febrero, ha habido un desacople del precio de los bonos latinoamericanos con respecto al precio de los bonos AA en Estados Unidos. Al principio de esta crisis y en la primera parte de la misma, antes de Lehman Brothers, cuando aumentó el flujo de capitales a la región, se hablaba mucho del desacoplamiento, en el sentido que esta crisis no estaba pegando para nada en la región y eso se veía todavía en bajos niveles de spread; es decir, en buenos precios de los bonos. Sin embargo, a partir de septiembre comenzó un proceso de reacoplamiento, en el sentido de que los precios de los bonos en la región, y consecuentemente los spreads, comenzaron a aumentar fuertemente. De esta manera, la crisis alcanzó a América Latina y el Caribe por el canal financiero de una manera muy repentina. Para seguir con la secuencia de lo que creemos es el consenso predominante es que la región tiene fundamentos macroeconómicos muy sólidos para soportar el deterioro de estas condiciones globales.

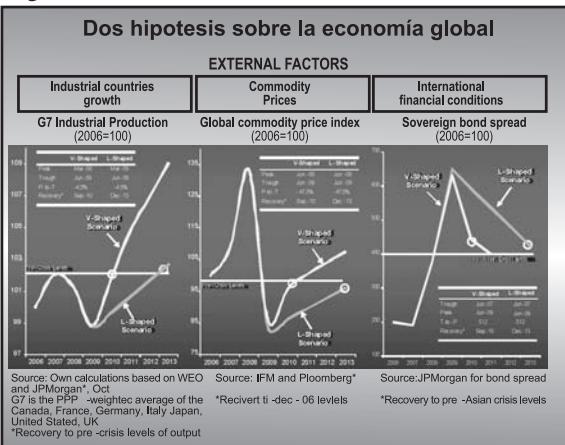


De conformidad con el análisis efectuado para el promedio de las siete economías más grandes de la región, que corresponde a más del 90% del PIB total de América Latina, en promedio, estos países muestran niveles de superávit fiscales que no tienen precedentes. Ciertamente, una situación mucho mejor a la que teníamos previo a la situación de la crisis asiática y rusa. Asimismo, los niveles de deuda pública han caído de manera sustancial en los últimos cinco o seis años. El nivel de reservas monetarias internacionales ha aumentado de manera bien dramática. Esto ha ayudado también a que los indicadores de liquidez hayan mejorado en la región. En cuanto a indicadores de liquidez, debo aclarar que haciendo referencia a la denominada Regla Guidotti-Greenspan, la cual se refiere a la cobertura que dan las reservas internacionales a las amortizaciones o a la deuda de corto plazo, dicha regla hace énfasis solamente en la deuda externa de corto plazo; sin embargo, nosotros aquí analizamos la cobertura de las reservas internacionales respecto de toda la deuda de corto plazo externa e interna que vence en los próximos doce meses. Lo que vemos es que habíamos llegado a niveles de cobertura que en promedio duplican todas las obligaciones, lo cual es un nivel muy bueno, que muestra la solvencia de la región. Pero lo que quizás es más importante aún es que los niveles de dolarización tanto de la deuda pública, como del crédito, han caído de manera muy fuerte durante este último período. En conclusión, todo lo anterior alimenta la idea de que los fundamentales de la región han mejorado, realmente de manera sustancial. Para ilustrar este aspecto observamos los datos que a continuación se presentan. Dada las condiciones señaladas, la región está mejor equipada para llevar adelante políticas contracíclicas que pueden llegar a mitigar el impacto adverso de los choques externos. Esto es lo que creemos es el consenso predominante y lo que tratamos de hacer en este trabajo es proyectar, en vez de quedarnos mirando las fotos de la región en este momento, la forma en la que podría ser la evolución de las principales variables macroeconómicas en la región, dados los distintos escenarios que enfrenta la economía global, con el propósito de evaluar si esta solvencia va a ser suficiente o no para ayudarnos a pasar la tormenta. Efectivamente, lo que uno observa como respuesta a esta crisis es que las respuestas de política hasta ahora han sido muy distintas a las del pasado. Ahora estamos

viendo políticas monetarias y fiscales expansivas. En promedio, las tasas de interés interbancarias han caído en la región, los tipos de cambio nominales han tendido a depreciarse, que es lo que uno esperaría frente a un choque externo negativo como el que enfrenta la región. Además, los países de la región han anunciado fuertes programas de expansión del gasto, lo que implica una política fiscal expansiva para tratar de mitigar el ciclo. Como puede notarse, la respuesta de política ha sido o está siendo claramente distinta a la del pasado.

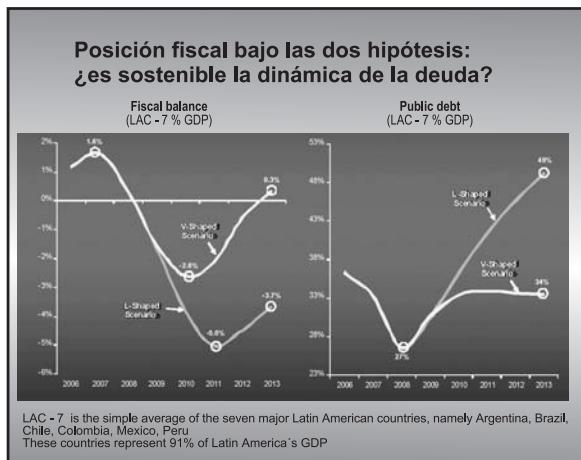


Ahora trataremos de evaluar lo que podría pasar con la economía global en el futuro inmediato con base en dos escenarios que están un poco relacionados con la visión que los macroeconomistas tienen sobre la dinámica de la economía mundial en los próximos años posteriores a esta crisis. El consenso actual es que la recuperación de esta crisis va a ser en forma de V, lo cual significa que vamos a llegar al valle o al piso de la crisis, más o menos para esta época del año 2009, según se puede observar en el gráfico siguiente:



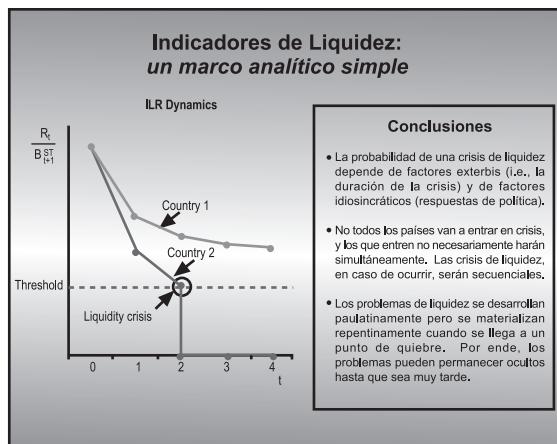
Es decir, mientras estamos hablando hemos llegado a lo peor de la crisis. A partir de mediados de 2009 comenzamos un proceso de recuperación que ya dentro del año próximo nos pone nuevamente en una senda, como la que teníamos previo a la crisis. Esto es lo que llaman la recuperación estilo de V, la cual está relacionada con una dinámica del precio de los commodities en los cuales nuevamente se llega a un piso alrededor de esta época y se comienza una recuperación, donde se llega a los niveles precrisis al mismo tiempo que con el producto de los países industriales. La economía de los países desarrollados empuja el precio de los commodities a los niveles precrisis, de acuerdo a la evolución, una evolución simultánea. Por su parte, los spreads suben, llegan a su pico al mismo tiempo y luego caen, pero no caen a los niveles históricamente bajos que teníamos antes de esta crisis, ya que creemos que va a haber un aumento de la aversión al riesgo. Probablemente caigan a los niveles que observábamos previo a la crisis asiática, niveles más normales, en términos históricos. Este es el escenario en V, digamos la recuperación del escenario optimista. Ahora veamos qué podría suceder en un escenario alterno. Para ello lo que hacemos es introducirle una leve perturbación al escenario anterior, tratando de evaluar qué pasaría en un escenario de recuperación estilo L, donde la recuperación estilo L no implica que suponemos una caída mayor del producto, los países desarrollados tienen la misma caída del producto en ambos procesos. Lo que asumimos es una recuperación más lenta, la economía tarda más en recuperarse a los niveles precrisis; lo mismo pasa con el precio de los commodities, y lo mismo pasa con los spreads. Simplemente la recuperación es más lenta. Con lo anterior tratamos de evaluar a partir de estos escenarios; y de los modelos que tenemos, el efecto de los factores externos sobre el ciclo económico en América Latina. En tal sentido, se analiza la posible evolución de las distintas variables macroeconómicas. Lo que encontramos es lo siguiente: En términos de producto, si la recuperación a nivel mundial es estilo V, también podemos prever una recuperación en estilo V para el producto en la región, pero si la recuperación es en tipo L a nivel global, la incidencia sobre las economías de la región es mucho más grande; habría una mayor caída del producto y tardaríamos mucho más en recuperarnos nuevamente; esto viene de un modelo que hemos desarrollado para tratar de entender

cómo los factores externos afectan el ciclo económico en la región. En términos de crecimiento lo que vemos es que, si se termina materializando el escenario V, en promedio, la región va a caer durante este año, pero recuperamos tasas positivas de crecimiento a partir del año próximo nuevamente en el promedio de los países grandes de la región. No obstante, en los próximos cinco años todavía crecemos a niveles bajos, por debajo del promedio histórico. Por otra parte, si se materializa el escenario de recuperación L, nos va un poco peor, ya que se registraría una caída del producto el año próximo, con tasas de crecimiento relativamente bajas para los años siguientes. En el promedio del quinquenio las tasas de crecimiento serían cercanas a cero; por lo que el escenario en el cual la recuperación de la economía global es más lenta en términos de crecimiento económico, según este modelo, tiene una incidencia importante. En términos de lo que podría pasar con la dinámica fiscal, acá hay que hacer algunos supuestos sobre cuál va a ser la reacción del gasto frente a la crisis. Para el efecto, observemos la gráfica que a continuación se presenta:



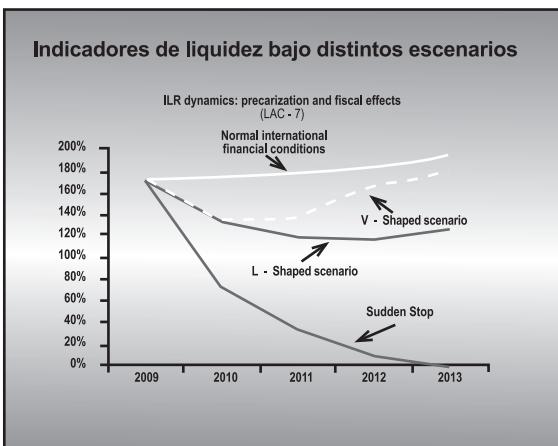
Conservadoramente, para no sesgar los resultados hacia un escenario muy negativo, en este análisis lo que intentamos hacer es suponer que, frente a la crisis, el gasto primario, en términos reales, se va a mantener constante; si ese es el caso y, de acuerdo con la dinámica de los factores externos sobre los ciclos de recaudación impositiva en la región, lo que esperamos es que en un escenario de recuperación global tipo V, haya una caída, un aumento del déficit fiscal, pero

también una recuperación en tipo V. La situación, anteriormente descrita, es muy distinta en un escenario tipo L, donde hay un mayor aumento del déficit fiscal y, además, tres años después todavía estamos en niveles de déficit fiscal promedio para la región. Esto tiene una consecuencia en términos de la dinámica de la deuda, ya que lo que vemos es que mientras en un escenario de recuperación tipo V los niveles de deuda se estabilizan nuevamente en niveles bajos, situándose rápidamente en los niveles de la precrisis, en un escenario de recuperación L, la deuda pública tiende a aumentar a niveles muy altos, hacia el período de la proyección. Tomando en cuenta los escenarios mencionados, podemos concluir que nos enfrentamos a un período de crisis en el cual el crédito, por definición, prácticamente es más caro y se contrata en condiciones más precarias; la disponibilidad de crédito a largo plazo a tasas bajas para los países de la región, prácticamente ha desaparecido. La región no ha experimentado un sudden stop de capitales y la evidencia muestra que la región no se ha quedado sin crédito; las emisiones de deuda pública se mantienen en niveles más bajos que antes de la crisis, pero todavía en niveles sustanciales. Lo que si observamos es que la nueva deuda se emite a plazos más cortos en un porcentaje más alto y en condiciones más precarias; puesto que hay un empeoramiento en la calidad del crédito al que tienen acceso nuestras economías.



Lo anterior es importante porque los déficit fiscales que uno proyecta en un escenario estilo L, que se sostienen en el tiempo, implican que van a aumentar las necesidades de financiamiento de los países por

varios años. Esos aumentos de necesidades de financiamiento, en ausencia de ahorros que permitan financiarlos, van a tener que ser financiados con endeudamiento, el cual va a tener que ser contraído en condiciones más duras. Esta situación puede tener algunas implicaciones sobre los indicadores de liquidez. Podría entonces pensarse en un modelo muy sencillo, que no voy a desarrollar acá, pero que está desarrollado en una de las publicaciones que les comenté. Para explicar las implicaciones sobre los indicadores de liquidez examinemos la gráfica que se muestra a continuación:



En dicho modelo esta dinámica lleva a un deterioro de los ratios de reserva para amortizaciones de deuda de corto plazo. Supongamos que, para simplificar, las reservas internacionales se mantienen constantes, pero si se registra un déficit fiscal, éste tiene que finanziarse contrayendo deuda, la que va a ser proporcionalmente mayor en términos de corto plazo. Tomemos en cuenta que las amortizaciones de deuda de corto plazo van aumentando, a medida que se incrementa la deuda y que la misma se recontrata en términos más precarios; por lo tanto, el indicador de liquidez se reduce en el tiempo. Los países pueden reaccionar de diferente manera, dado que esto va a depender en buena medida del tamaño de la expansión, y de cuánto es el nivel de deuda que hay que refinanciar. Se podría pensar que el deterioro paulatino de los indicadores de liquidez en algunos países puede llegar a una situación de crisis de liquidez, la que se presenta cuando realmente los acreedores se retiran directamente del país o el país pierde el acceso total al crédito, porque se ha llegado a una situación de solvencia muy complicada. Sin embargo, éste no es

un pronóstico de lo que puede pasar, es simplemente una caracterización de cómo evolucionan los indicadores de liquidez en un contexto de precarización financiera, la que puede llevar, si se sostiene en el tiempo y si la crisis es muy prolongada, a una crisis de liquidez en algunos países. En ese contexto, las simulaciones que nosotros hacemos tratan de ver qué pasaría con estos indicadores de liquidez, los que, como les había mostrado, se encontraban en niveles bastante aceptables (casi duplicaban las amortizaciones de deuda de corto plazo) al inicio de esta crisis.

Los dos casos polares que se ilustran en la gráfica anterior indican, en primer lugar, un escenario en donde no existe precarización financiera y los indicadores de liquidez continúan mejorando para todos los países de la región. Por el contrario, si la región enfrentara hoy un sudden stop, si quedara hoy sin acceso total al crédito, y si no hiciera default de su deuda, cualquier deuda que vence y cualquier nuevo aumento de la deuda, vía déficits fiscales nuevos, tendría que finanziarse con los recursos que el país cuenta. Pero si no se tienen ahorros fiscales del pasado, se van a tener que usar las reservas internacionales, lo que llevaría a un fuerte deterioro de los indicadores de liquidez. En conclusión, bajo los dos escenarios que trabajamos vemos que hay una recuperación. En el escenario V hay una recuperación bastante rápida de los indicadores de liquidez; mientras que en el escenario L, los niveles de los indicadores de liquidez bajan y se mantienen en niveles más bajos por un tiempo más prolongado.

Dinámica macroeconómica en América Latina bajo las dos hipótesis sobre la economía global

Conclusiones

- En el escenario de una recuperación global "V", la dinámica de las principales variables macroeconómicas sugiere que la visión de consenso predominante es esencialmente correcta.
- En el escenario "L", la región puede experimentar tasas de crecimiento negativas en 2009 y 2010, y el promedio de crecimiento para los próximos cinco años puede ser casi cero.
- Un aspecto clave de este escenario es que el deterioro de las variables macro puede ser gradual, y por ende los problemas pueden permanecer soterrados hasta que sea demasiado tarde.
- Por ende, es fundamental adelantarse a los acontecimientos, actuar de manera decisiva, y evitar políticas que generen altos costos en términos de liquidez.

Para responder a la pregunta inicial, respecto de la evolución de las economías de América Latina en el período posterior a la crisis, lo que se desprende de este trabajo es que si se materializa la recuperación estílo V de la que hablaba antes, esta crisis será pasajera y quedará un vano recuerdo de ella. En un escenario L que no asume una catástrofe, sino simplemente asume un escenario un poco más pesimista en términos de los tiempos de recuperación de la economía global, en comparación con el escenario de recuperación en V, la situación cambia y la dinámica de los números macroeconómicos de la región luce mucho menos sólida. Cierro esta exposición con la presentación de algunas propuestas de política para la región.

Propuestas de política

- Los desafíos que enfrenta la región tienen dos dimensiones interrelacionadas: proteger la estabilidad macroeconómica y proteger las mejoras sociales de los últimos años.
- Dos objetivos requieren de al menos dos instrumentos: una estrategia complementaria entre el FMI y los bancos multilaterales en lo que respecta la ayuda financiera y condicionalidad que evite el riesgo moral.
- Determinar los objetivos para un marco macroeconómico consistente es tarea del FMI.
- Los bancos multilaterales pueden ayudar en el diseño de políticas de composición de gasto - y aumento de gasto donde hay espacio - para maximizar los objetivos de desarrollo y disminución de la pobreza.

Simplemente les digo que como hacedores de política y como personas que piensan en términos de política, un asunto clave para nosotros es que, a pesar de esta crisis, se preserve la estabilidad macroeconómica que la región ha logrado con tanto esfuerzo, también que se preserven los impresionantes logros en términos de políticas sociales sobre los cuales hablaba ayer el doctor Saavedra. Eso es un enorme desafío que requiere de la coordinación de los hacedores de política en los países, de los organismos multilaterales y de un fuerte trabajo en conjunto. Finalmente, ambos trabajos que son la base para lo que he discutido hoy pueden ser consultados en la página de internet del BID. Muchas gracias.

Dr. Carlos Castillo: Gracias, doctor Cavallo, por su presentación, su conferencia ha despertado el interés

del público del cual he recibido gran cantidad de preguntas; por lo tanto, agruparé aquellas que tienden a repetirse y trasladaré el resto a la señora Presidenta del Banco de Guatemala, quien estará moderando la mesa redonda al final de esta mañana. La primera pregunta dice: ¿Considera usted que la recuperación económica de las economías latinoamericanas podría depender del período en que la recesión estaría tocando fondo en EE UU? En particular: ¿Qué diferencia habría para nuestras economías si la recesión en EE UU toca fondo en el primer semestre de 2009, o si la misma toca fondo en los últimos meses del año?

Eduardo Cavallo: Los escenarios que les mostré son escenarios construidos a partir del supuesto de que la crisis toca fondo ahora, de que realmente estas señales que hay de que ha comenzado el proceso de recuperación se afianzan y de que realmente los países desarrollados empiezan a encontrar la salida de sus crisis. Se veía claramente que en un escenario, en el cual la recuperación es más lenta, la situación de la región se complica; no hemos hecho el ejercicio en el cual la caída es más grande, que es un poco a lo que apunta esta pregunta, pero mi sospecha es que la persistencia de la crisis es, en este caso, más importante que la profundidad de la misma. Como decía antes, yo creo que la región ha construido una serie de amortiguadores que le van a permitir sortear la situación, aún en una situación de recesión muy profunda en el mundo desarrollado, pero en un escenario en el cual esa recesión es de corta duración. Por lo tanto, mi intuición es que para la región la persistencia de la crisis, en términos generales, es más importante que cuán abrupta sea la caída en los países desarrollados.

Dr. Carlos Castillo: La siguiente pregunta dice: ¿Qué países latinoamericanos considera usted que podrían estar más propensos a registrar un escenario de crisis en forma de L? ¿Se encontrará Guatemala dentro de este grupo? Y ¿qué políticas monetarias y fiscales se tendrían qué manejar para que la recuperación de la crisis sea en tipo V y no en tipo L?

Eduardo Cavallo: Creo que es indiscutible que uno de los países de la región latinoamericana y del Caribe que se encuentra en una situación más sólida para enfrentar esta coyuntura es Chile, porque viene

desarrollando un marco de políticas creíbles y consistentes desde hace más de veinticinco años. Dicho país, además de tener consistencia en sus políticas, ha tenido una política de acumulación de ahorros fiscales y de buen manejo de la política monetaria a través, aunque más recientemente, de metas de inflación que está funcionando. Ayer se veía en el gráfico que mostró el doctor Saavedra que si bien Chile no va a escapar a la coyuntura difícil que enfrentan todos los países de la región, los pronósticos son que va a ser uno de los países menos afectados. No conozco los detalles del caso Guatemala, no soy un experto en este país, pero quiero hacer énfasis más en términos generales, en que muchas veces el problema de las crisis es que distraen la atención y la energía de los hacedores de políticas en reformas que son necesarias para mejorar la estructura de la economía en el largo plazo. La emergencia siempre pasa a tener predominancia, lo que es urgente pasa a ser más prioritario que lo que es importante. El desafío es pues encontrar el balance entre atender la urgencia, pero no olvidar lo que es realmente importante, y no hay nadie mejor aquí en Guatemala que los guatemaltecos para saber cuáles son las cuestiones importantes para los desafíos de desarrollo de largo plazo del país.

Dr. Carlos Castillo: Otra pregunta plantea esto: ¿Sería conveniente utilizar parte de las reservas internacionales de Guatemala para compensar la caída en los ingresos fiscales y apoyar el financiamiento del presupuesto público?

Eduardo Cavallo: Esos son los dilemas de política económica que nosotros planteamos en este último trabajo que presenté. El problema de hacer eso es que claramente los indicadores de liquidez de la economía se verían deteriorados, porque caerían las reservas internacionales. En tal virtud, hay que evaluar cuál es la situación de la cual parte la economía de Guatemala para tratar de ver si eso podría tener un efecto positivo o no. Si la idea funciona ¡bárbaro! digamos, porque al utilizar las reservas para apuntalar la caída de la recaudación no haría falta hacer un ajuste fiscal, en términos de producto, etc., la situación sería muy buena, pero el peligro, y eso es lo que hay que tener muy en claro, es que si esa política desencadena una crisis de liquidez, que termina en una crisis de deuda, en una crisis bancaria, etc., entonces la medicina puede terminar siendo peor que la enfermedad. Nuevamente, no soy yo quién para evaluar, ni tengo los números para evaluar la situación específica de Guatemala; pero creo que el dilema está claramente presentado y va a depender de cuántas son las reservas que tienen y cuál es la capacidad que tienen para hacer eso y cuán prolongada es la crisis.

Dr. Carlos Castillo: Muchas gracias, doctor Cavallo por su respuesta, tengo todavía un número considerable de preguntas interesantes que el público formuló a raíz de su presentación; sin embargo, con el propósito de ajustarnos a la agenda de hoy, voy a dejarlas en manos de la señora Presidenta del Banco de Guatemala, para que sean formuladas en la mesa redonda. Gracias por su participación.

Aspectos sistémicos de la crisis mundial

Edwin M. Truman

Juan Carlos Castañeda: Buen día, apreciable concurrencia. Es para mí un honor presentar al segundo conferencista de esta mañana: el doctor Edwin Truman, miembro de número del Peterson Institute for International Economics en Washington desde 2001. Fungió como Secretario Asistente para Asuntos Internacionales en el Departamento del Tesoro de los Estados Unidos de América (EE UU); dirigió la División de Finanzas Internacionales del Directorio del Sistema de la Reserva Federal y trabajó para el Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal. Ha sido miembro de numerosos grupos de trabajo relacionados con asuntos económicos y financieros, entre ellos: el Grupo de Trabajo sobre Instituciones Altamente Endeudadas del Foro para la Estabilidad Financiera; el Grupo de Trabajo sobre Transparencia y Rendición de Cuentas del G-10; el Grupo de Trabajo sobre Resolución de Crisis de Liquidez de Deuda Soberana, también del G-10; y el Grupo de Trabajo sobre Intervención en los Mercados Cambiarios del G-7. En el ámbito académico, el doctor Truman ha sido profesor visitante en Amherst College y en Williams College. Es autor de múltiples publicaciones en materia de economía monetaria, problemas de deuda internacional, desarrollo económico, integración económica europea, reformas al Fondo Monetario Internacional (FMI) y lavado de dinero. Hizo sus estudios de pregrado en Amherst College y obtuvo una maestría y un doctorado de la Universidad de Yale.

Aunque ya hemos abarcado terreno en estas jornadas económicas y tal vez no haya mucho que agregar, vengo con una perspectiva ligeramente distinta, más como asesor en materia de políticas que como investigador, y voy a recalcar más en los aspectos sistémicos de la crisis que afectan a todos los países y no concretamente a la región latinoamericana. Hace casi dos años la economía y el sistema financiero mundial entraron en una severa crisis y en esos momentos la incidencia y las ramificaciones de la misma no se entendían. Incluso ahora todas las dimensiones y consecuencias no se conocen bien, pero casi indudablemente esta crisis demostrará ser la más severa en cuanto a duración y severidad del impacto global, desde el final de la Segunda Guerra Mundial. La crisis no ha terminado, entre otras razones porque carecemos de una perspectiva que nos permita elaborar un catálogo completo de las lecciones derivadas de la crisis en general y para los países en desarrollo en particular. Agradezco al Banco de Guatemala haberme invitado a comunicarles mis ideas sobre este tema tan importante y complejo desde el punto de vista de junio de 2009. En mis observaciones, primero voy a darles mi perspectiva sobre las causas de la crisis y cómo ésta difiere de crisis financieras mundiales anteriores. Creo que ésta es una condición previa necesaria para aprender las lecciones apropiadas que nos deja la crisis; de lo contrario, nuestras lecciones no darán en el blanco o serán incompletas. En segundo lugar, ofrezco algunas lecciones fundamentales bajo cinco títulos

denominados: Demasiado bueno para ser cierto y probablemente es falso; estar mejor preparados; el mito de autoasegurarse; el papel del FMI; el futuro de la globalización.

Las causas de la crisis: hace seis meses llegué a la conclusión, cuando estaba escribiendo sobre el tema, que no había un diagnóstico universal sobre los orígenes de la crisis. Nada de lo que he leído u oído desde entonces me ha convencido de lo contrario. Mientras tanto, los desacuerdos se han hecho más intensos. En tal virtud es útil, creo, declarar mis propios sesgos de antemano. Convencionalmente, las causas de esta crisis financiera incluyen algunos, o todos, de estos cuatro elementos: políticas macroeconómicas; supervisión y regulación del sector financiero; ingeniería financiera; y las actividades mundiales de las instituciones financieras privadas grandes. A mi juicio, las políticas macroeconómicas en EE UU y el resto del mundo fueron, en gran medida, conjuntamente responsables de la crisis que estamos experimentando. En los EE UU la política fiscal contribuyó a una disminución en la tasa de ahorro y la política monetaria fue demasiado relajada durante mucho tiempo. En Japón la mezcla de políticas fiscales y monetarias distorsionó la economía y el sistema financiero mundial. Por su parte muchos países también tenían políticas monetarias poco estrictas en años recientes, incluidos otros de Asia, exportadores de energía y productos básicos y, en términos efectivos, varios países dentro de la Zona Euro. Además, la impresionante acumulación de reservas de divisas extranjeras por parte de muchos países también distorsionó el proceso de ajuste internacional, incluyendo (pero no limitándose a eso) quitarle presión a las políticas macroeconómicas de EE UU y otros países, lo cual resultó no sólo en el auge de la vivienda estadounidense sino también en otros países, auges que resultaron mucho mayores que los de EE UU. Sin embargo, adicional al auge de la vivienda, también hubo un auge del crédito mundial que impulsó el aumento de los precios de los títulos y otras manifestaciones de exceso financiero.

Respecto al segundo elemento, la supervisión y regulación del sector financiero, o bien la falta de las mismas durante varias décadas, también tuvieron un papel importante. Sin embargo, sin las condiciones económicas y financieras benignas que prevalecieron

debido al auge de las empresas dot-com y la creencia asociada de que esta vez la crisis era diferente, esta crisis hubiera tenido una forma diferente. Las condiciones benignas conducen a normas de crédito relajadas. En principio, la supervisión del sector financiero hubiera podido ayudar a controlar los excesos, pero no lo hizo en EE UU ni en muchos otros países del mundo. En algunos casos, incluidos los EE UU, la regulación y la supervisión fueron incompletas. El crecimiento de lo que se conoce como el sistema financiero paralelo había sucedido durante décadas en muchos países: fondos mutuos en el mercado de dinero, vehículos de inversión con propósitos especiales, fondos de cobertura, empresas de valores privadas, etcétera. En muchos casos estas compañías estaban altamente apalancadas y utilizaban financiamiento a corto plazo para financiar inversiones a largo plazo.

Durante décadas se vio un cambio gradual en la intermediación financiera, desde los bancos tradicionales a otro tipo de instituciones financieras que estaban menos capitalizadas y sujetas a menor supervisión. Los bancos tradicionales transformaron gradual y radicalmente sus modelos de negocios para competir con las instituciones menos reguladas. El sistema financiero mundial se apalancó demasiado, particularmente en EE UU pero también, en diferentes grados, en otros países, mientras disminuía la confianza, el financiamiento se secaba y las estructuras colapsaban. Parte del panorama general también fueron las nuevas formas de ingeniería financiera; no obstante, las innovaciones han sido una característica de las finanzas internacionales y domésticas durante décadas. En muchos casos las innovaciones asociadas fueron mal entendidas, resultando en un fracaso del reconocimiento del riesgo, condición necesaria para la buena administración del mismo. En este contexto, la ingeniería financiera contribuyó a la dinámica del mercado una vez que empezó la crisis pero no fue, a mi juicio, la causa de la crisis. Adicionalmente, algunos argumentan que la falta de una supervisión amplia, de alrededor de unas cincuenta instituciones financieras mundiales privadas grandes, causó los problemas que afronta la economía mundial actualmente. Desde este punto de vista, ningún supervisor o regulador financiero nacional podría entender la perspectiva total de las operaciones de estas instituciones.

Ciertamente algunas instituciones financieras han fallado o bien las autoridades han decidido rescatarlas, lo que equivale a un fracaso desde el punto de vista del mercado. Sin embargo, estas instituciones no fallaron porque tenían múltiples supervisores nacionales que les permitieran escapar de una supervisión adecuada. El tamaño ha sido un problema y su complejidad ha llevado a tomar algunas decisiones de rescatar instituciones parcial o totalmente, pero su alcance mundial no ha sido un factor contribuyente a la crisis *per se*.

A mi juicio las dos principales causas de la crisis financiera mundial de 2007- 2009 fueron los fracasos de las políticas macroeconómicas y la falta de supervisión y regulación financiera. Este argumento no contradice el punto de vista de que existían fallas estructurales en los sistemas reguladores y supervisores financieros mundiales y nacionales que se habían ido acumulando durante años y que debieron haberse tratado al inicio de la crisis. Es posible que una crisis de esta magnitud fuera necesaria para descubrir esas fallas, aunque aún es debatible si las mismas hubieran podido revelarse sin revelar las fallas macroeconómicas. No obstante, sin importar cuáles fueron las causas fundamentales de la crisis, tres características la distinguen de muchas otras crisis financieras internacionales de la era posterior a la Segunda Guerra Mundial. En primer lugar, el origen cercano de la crisis estuvo en EE UU, en mayor medida que en otras crisis de la posguerra. Sin importar cuánto se pueda culpar a las políticas macroeconómicas de EE UU, por una parte, y a las políticas reguladoras del sistema financiero, por la otra, el hecho es que EE UU condujo a la crisis. En el cuarto trimestre de 2005 la actividad en el sector de la construcción residencial de dicho país llegó a su máximo. Las acciones de las instituciones financieras estadounidenses fueron decisivas para que se compensaran las posiciones financieras, lo cual empezó en el verano de 2007. La actividad económica de EE UU llegó a su punto máximo en el cuarto trimestre de 2007 y para el resto del mundo todo esto significó que el motor financiero y económico retrocediera.

En segundo lugar, si la economía más grande del mundo, cuya moneda e instituciones son el centro

del sistema financiero mundial, deja de funcionar, el hecho de que la crisis resultante se vuelva mundial no debería de sorprendernos. Sin embargo, muchos observadores y autoridades monetarias sí fueron sorprendidos. Al principio, el desacoplamiento estaba de moda y se suponía que las economías de mercados emergentes en Asia y el resto del mundo iban a rescatar a los EE UU de la recesión. De hecho la globalización ha vinculado a todos los sistemas financieros y las economías, pero la magnitud de este vínculo es pobremente entendido. Como resultado, las soluciones mundiales amplias no han surgido rápidamente. Lo que hemos aprendido es que el desapalancamiento es un proceso que no discrimina, incluso si algunas economías y sistemas financieros están menos apalancados que otros. Similarmente, al principio de la crisis los vínculos comerciales fueron más fuertes de lo que habían sido durante un siglo. La economía estadounidense impulsó en gran medida la expansión del comercio con sus déficit externos, proceso que se ha revertido en esta crisis. De acuerdo con las proyecciones del FMI, el comercio mundial de bienes podría disminuir este año 11.5% en volumen y 25% en valor. Por consiguiente, no debería sorprendernos que sólo 17 de las 182 economías, a las que el FMI les da seguimiento, crezcan más este año de lo que lo hicieron el año pasado y que 71 de ellas, se espera, se contraigan, incluyendo 30 de las 34 economías avanzadas. En esta crisis los ciudadanos y las autoridades de un país podrán correr pero no esconderse.

En tercer lugar no es usual que una crisis dé inicio en el sector financiero y se difunda a la economía real, revirtiendo posteriormente su ciclo y debilitando al sector financiero y, por lo tanto, a la economía real. Sin embargo, esta secuencia es debatible si se quiere decir que EE UU fue el epicentro de la crisis y determinar que esta secuencia se debe exclusivamente al sector financiero de dicho país. Si la causa próxima de la crisis financiera fue el auge de la vivienda en EE UU y, tomando en cuenta que es una característica de la economía real, las hipotecas subprime fueron una manifestación del exceso financiero, pero no fueron la causa principal de este auge, como lo fueron la facilidad del crédito y las bajas tasas de interés. Lo que sí sabemos es que el sector financiero estadounidense continuó funcionando durante un

tiempo después de que se desacelerara el sector de la vivienda. Asimismo, sabemos que una vez que el sistema financiero estadounidense se empezó a desacelerar en el verano de 2007, tomó más de un año para que la crisis financiera llegara a su auge en el otoño de 2008 y que la economía real entrara en declive.

El diagnóstico de la situación económica y financiera fue más complicado en el resto del mundo durante gran parte de 2008. El crecimiento económico parecía mantenerse alto, en general, y la inflación, en particular la de los precios de las materias primas, todavía estaba aumentando. En abril de 2008, ocho meses después de iniciada la crisis mundial, si establecemos su inicio en agosto de 2007, el FMI proyectaba sólo una reducción moderada del crecimiento mundial: 3.7% en 2008 y 3.8% en 2009, en comparación con 4.9% que fue estimado en 2007. Por su parte, la inflación promedio en las economías avanzadas se proyectaba que aumentaría a 2.9% en 2008, desde 2.1% en 2007. De hecho, la inflación aumentó a 3.2%. En este contexto, el Banco Central Europeo aumentó su tasa de interés objetivo el 3 de julio de 2008 y no fue el único en preocuparse por la inflación en ese entonces. Es posible tener una desaceleración económica moderada sin una crisis financiera asociada y también es posible tener una alteración financiera sin una desaceleración económica asociada. Lo que es raro, pero no imposible, es una desaceleración económica importante sin una crisis financiera severa que afecte a una amplia gama de precios de activos y al mercado de crédito o viceversa. Las autoridades monetarias se dieron cuenta muy lentamente que debían afrontar una crisis dual severa de dimensiones mundiales. Como participante de los debates en los años noventa sobre la economía japonesa y el sistema financiero, me llamó la atención entonces la falta de consenso acerca de la cuestión de: ¿qué es primero: el huevo o la gallina? y me surge la pregunta: ¿qué debe encararse primero: la recuperación de la economía o el saneamiento del sistema financiero? Finalmente, decidí que la mejor respuesta era “ambos”. Sobre esta lección no existe acuerdo al respecto ni lo había entonces.

Respecto a las lecciones de la crisis, sobre la base de la falta de consenso acerca de las causas de la misma, sospecho que durante las próximas décadas los

estudiosos y las autoridades monetarias debatirán sobre las múltiples lecciones de esta crisis específica y sobre la forma en la que se han aprendido las lecciones correctas. No obstante, la lista de posibles lecciones ya ha llenado varios cientos de páginas de informes y, en contra de los antecedentes de esta realidad, he agrupado once modestas lecciones en cinco títulos: i) lo que es demasiado bueno para ser cierto, probablemente es falso; ii) Hay que estar mejor preparado; iii) El mito de autoasegurarse; iv) El papel del FMI; y v) El futuro de la globalización.

En cuanto a “Lo que es demasiado bueno para ser cierto, probablemente es falso”, de 2003 a 2007 la economía mundial creció a una tasa promedio anual de 4.7%, sustancialmente superior a la tasa promedio durante el período 1991-2000 de 3.1%. En los países emergentes y en desarrollo la tasa de crecimiento promedio fue de 7.4%, más del doble del promedio de crecimiento de 1991-2000; y la tasa de crecimiento promedio para los países emergentes y en desarrollo en el Hemisferio Occidental fue de 4.9% (5.5% en el período 2004-2007) en comparación con el 3.3% del período anterior. Como ya se ha señalado, en abril de 2007 la proyección de las perspectivas económicas mundiales del FMI era que el crecimiento mundial continuaría en 4.9% en 2007 y 2008, muy superior a la tendencia histórica anterior. Actualmente el crecimiento mundial se estima en 5.2% en 2007 y en 3.2% en 2008.

En abril de 2008 el FMI estimó no sólo una continuación de esas tendencias durante 2008 (3.7%) sino también en 2009 (3.8%), en gran medida porque se estimaba que las tasas de crecimiento promedio para los países emergentes y en desarrollo sólo se desacelerarían marginalmente a 6.7% y 6.6% en 2008 y 2009, respectivamente. En este sentido, los pronosticadores del FMI tenían una versión moderada de la historia del desacoplamiento, en la cual el crecimiento de los países emergentes y en desarrollo no disminuiría notablemente, pero podría ser insuficiente para prevenir las recesiones o tasas de crecimiento muy bajas en los países avanzados. En el caso de los países avanzados, el FMI redujo su predicción en 1.4% para 2008, respecto al año anterior; para los países emergentes y en desarrollo redujo su pronóstico sólo 0.4% y para el Hemisferio Occidental subió el pronóstico 0.2%. En abril de 2009 el FMI

proyectó un crecimiento mundial para 2009 de -1.3%; de -3.8% para las economías avanzadas; de 1.6% para los países emergentes y en desarrollo; y de -1.5% para el Hemisferio Occidental, con una recuperación lenta en 2010. ¿Qué sucedió? los pronósticos se equivocaron. Muy pocos pronosticadores pueden predecir con éxito los puntos de inflexión en el ciclo económico; particularmente, sus puntos máximos. La desaceleración que se predijo en muchos de los países avanzados sucedió y en muchos de ellos debido a la preocupación por el alza de la inflación. Sin embargo, en retrospectiva sabemos que los desequilibrios económicos y financieros en muchas partes de la economía mundial fueron mucho más grandes e insostenibles de lo que cualquiera hubiera supuesto a finales de 2007 o principios de 2008.

¿Cuáles son las lecciones? En primer lugar, si algo es demasiado bueno para ser cierto probablemente no sea cierto o no llegará a ser cierto. Esta lección para las políticas macroeconómicas también abarca las políticas para los sectores financieros en muchas economías. Desde mi punto de vista, los banqueros centrales del mundo, por lo menos en retrospectiva, no hicieron su trabajo durante 2003-2006, como lo deberían haber hecho. La primera lección de la crisis es que todas las cosas buenas tienen un final y si las cosas realmente están yendo bien durante un largo tiempo, hay una gran probabilidad de que el final sea doloroso. La segunda lección es que, esencialmente, no hubo desacoplamiento. La caída estimada en el crecimiento para 2009 no se ha limitado a las economías avanzadas y es esencialmente idéntica para los cuatro grupos de países: 6.5% en promedio para la economía mundial y las economías avanzadas; 6.7% para las economías emergentes y en desarrollo; y 7.2% para el Hemisferio Occidental. En este contexto la caída acumulada estimada para el período 2008-2010 es de 11% para las economías avanzadas y de 12.8%, tanto para las economías emergentes y en desarrollo como para el Hemisferio Occidental, comparado con las tasas de crecimiento registradas en 2007. Lo importante es que los hechos han sido mucho peores en los países emergentes. La lección más amplia de esta crisis es que la globalización del comercio exterior de bienes y servicios tales como el turismo, de las finanzas, en términos de disponibilidad y costo del crédito, de la mano de obra, en términos

de la demanda directa e indirecta de mano de obra, y del flujo de remesas, ha unido a los países mucho más que en el siglo anterior, a principios de los años noventa, realidad que no se apreció adecuadamente. La consecuencia es que en el mundo de hoy cualquier crisis que afecte a un grupo grande de países, o a un país importante para la economía mundial o para el sistema financiero, tendrá efectos adversos en todos los demás países. Lo anterior conlleva a que los ciudadanos y las autoridades de los países, sean grandes o pequeños, tengan un interés común en la calidad de las políticas económicas y financieras de otros países, particularmente las de los países grandes.

El punto de vista ortodoxo es que la crisis económica y financiera mundial empezó en EE UU y se originó de alguna combinación de las políticas económicas, financieras, reguladoras y supervisoras de dicho país y posiblemente de las de otros países industrializados. Además, este punto de vista compara esta crisis con otras crisis financieras internacionales ocurridas durante las últimas cuatro décadas, que han tenido su origen en las economías emergentes y en desarrollo de América Latina, Asia o la región dominada por la antigua Unión Soviética. De lo anterior se desprende que los países emergentes o en desarrollo no son culpables de la crisis, pero sí han sido afectados adversamente por la misma. Sin embargo, los dos elementos de ese punto de vista están respectivamente incompletos o incorrectos. La primera parte está incompleta porque las políticas de los países sistémicamente importantes, aparte de las de los países tradicionalmente industrializados, desempeñaron un papel fundamental en la crisis; particularmente el tipo de cambio y otras políticas de los países donde hay superávits de cuenta corriente muy grandes, como en la China y otros países exportadores de petróleo. La segunda parte también está incorrecta porque muchas crisis financieras internacionales de las últimas cuatro décadas tuvieron sus orígenes o vinculaciones al desarrollo de los países industrializados tradicionales; por ejemplo, el desplome de la bolsa en 1987, el colapso del mecanismo del tipo de cambio en Europa en 1992-1993 y el ajuste de las condiciones financieras en 1998. En el contexto actual, el ejemplo más relevante fue el de la crisis de la deuda mundial en los años ochenta, la cual estaba asociada a las políticas macroeconómicas de los años setenta en los países

industrializados tradicionales, que contribuyeron tanto a la inflación como a la recesión mundial, así como a una inadecuada supervisión de las actividades de préstamo en los bancos internacionalmente activos. Sin importar cuáles son los méritos de estos dos puntos de vista ortodoxos, la conclusión tampoco es coherente. Es cierto que muchos países se han visto afectados por la crisis mundial como consecuencia de la falta de acciones de política por parte de sus propias autoridades, así como de los esfuerzos por participar plenamente en la economía y el sistema financiero mundial. Sin embargo, la lección central de esta crisis, como cualquier crisis de cualquier escala que yo haya visto en los últimos cuarenta años, es que se debe estar preparado, porque mientras mejor preparado esté un país para el mal clima, que es inevitable, más probable será que dicho país pueda afrontar la crisis con el mínimo daño económico y financiero.

Estar bien preparado tiene dos dimensiones amplias de política: la primera, un país estará bien preparado si su propia vulnerabilidad es limitada; por ejemplo, si su posición fiscal es relativamente estable, si su tasa de inflación es baja, si su posición de deuda interna y externa es sostenible y si su tipo de cambio es flexible. La segunda, un país estará bien preparado si tiene un margen de maniobra para responder a los shocks externos mediante el uso de instrumentos de política interna, particularmente las políticas monetaria y fiscal. Frente a esto, la buena noticia es que muchos países emergentes y en desarrollo durante 2007 y 2008 se encontraban en mejores posiciones para hacer frente a los shocks externos, asociados con esta crisis, de lo que habían estado en el pasado. Ahora háganse ustedes la pregunta: ¿cuál habría sido el impacto en estos países, si al entrar en las crisis sus fundamentos macroeconómicos hubieran tenido la apariencia que tenían en 1982, durante el brote de la crisis de la deuda mundial, o en 1995, durante la Crisis del Tequila, o en 1997, durante la crisis financiera asiática? Los efectos en esas economías habrían sido mucho más severos y aunados a una mayor vulnerabilidad a los shocks. Además, varios países han tenido la capacidad de adoptar medidas contracíclicas, capacidad que estuvo ausente en las otras crisis económicas mundiales de décadas recientes y que limitó no solamente los efectos directos de las crisis en estos países, sino también los efectos indirectos en otros países.

Debe observarse que no todos los países estaban igualmente preparados para la crisis financiera mundial. Las políticas y las circunstancias de algunos de ellos no solamente los hicieron vulnerables al contagio, sino también tenían poco o nada de margen de maniobra para actuar frente a los efectos de la desaceleración en la economía mundial, el desapalancamiento del sistema financiero mundial y el incremento en la aversión al riesgo. Así, por ejemplo, varios países en Europa Oriental, y en otras partes del mundo, han encontrado que es necesario buscar al FMI para obtener asistencia por medio de programas diseñados para apoyar y fortalecer sus programas de reforma de política económica, que en la mayoría de los casos serían necesarios eventualmente en ausencia de esta crisis. En algunos casos, estos países probablemente habrían tenido sus propias crisis, sin contribuir a la crisis mundial. Un segundo grupo de países, incluidos tres de Centroamérica, están en una segunda categoría. Estos países se han visto afectados por las crisis mundiales, pero sus políticas económicas y financieras ex-ante fueron insuficientemente robustas para asegurar que fueran capaces de hacerle frente a los efectos de la crisis. Estos países han considerado acudir al FMI para solicitar acuerdos Stand by de carácter precautorio que incluyen ajustes en sus políticas económicas y financieras, así como la posibilidad de utilizar los recursos si sus circunstancias empeoran. Un tercer grupo de países es el de aquellos que han solicitado al FMI acuerdos de Líneas de Crédito Flexibles, tales como: Colombia, México y Polonia. Estos son países cuyo historial de políticas, más su situación económica actual, les han calificado para recibir asistencia financiera sin la necesidad de tener que realizar ajustes de política inmediatos. Las claras lecciones de la crisis, en cuanto a que es mejor estar preparado, son dos: la primera, que aquellos países que están mejor preparados antes de la crisis tendrán una mejor capacidad para afrontar sus efectos; y la segunda es que, hacia el futuro, más países deberían realizar ajustes en sus políticas y adoptar medidas contracíclicas, a fin de que puedan estar mejor preparados para lidiar con las inevitables crisis mundiales futuras.

En cuanto al mito del autoaseguramiento, tengo una interrogante: ¿deberían los países autoasegurarse contra crisis futuras, mediante la acumulación de reservas de divisas extranjeras, a fin de estar mejor

preparados para afrontar futuras crisis? En mi opinión, esta es la lección equivocada que se debe aprender de la crisis mundial actual. Los países deben autoasegurarse contra crisis futuras poniendo en marcha, lo mejor que puedan, marcos de política robustos, dentro de los cuales un elemento importante será la tenencia adecuada de reservas en moneda extranjera. Porque una acumulación demasiado grande de las mismas constituye un amortiguador demasiado caro contra una crisis financiera global, que si bien podría tranquilizar a las autoridades y a los agentes económicos sobre la base de un falso sentido de seguridad, también podría causar distorsiones potenciales en el funcionamiento de la economía global y el sistema financiero. Para exemplificar, tomemos el caso de Corea del Sur, país que tras la crisis asiática fue clasificado por el FMI como una economía avanzada. En febrero de 2008, sus reservas de divisas eran de US\$264,000.0 miles de millones, ocupando el quinto lugar de tenencias en el mundo, que equivalían al 25% de su PIB y a más de siete meses de importaciones. Cabe señalar que, en el período de 2004-2007, Corea añadió US\$95,700.0 miles de millones a sus reservas, años durante los cuales sus superávit de cuenta corriente le permitieron acumular US\$54,400.0 miles de millones. Sin embargo, lo anterior fue insuficiente para proteger a dicha economía del agudo desaceleramiento del crecimiento económico en 2008, el cual, según las estimaciones del FMI, sería de 2.0% en 2008, con una recesión de -4.0% en 2009, y un ligero crecimiento en 2010, período en el cual se daría una desaceleración acumulativa desde 2007 de 15.6%.

Desde el inicio de la crisis financiera mundial, en agosto de 2008, hasta febrero de 2009, el won coreano se ha depreciado en términos reales un 36%. No obstante, que el won se ha recuperado, la lección más importante es que la acumulación excesiva de reservas de divisas de Corea no le permitió asegurarse contra las fuertes presiones económicas y financieras derivadas de la crisis financiera mundial. Adicionalmente, la experiencia coreana nos deja una segunda lección respecto a que los flujos financieros brutos son más relevantes que los netos. Esta afirmación se basa en que los superávit de cuenta corriente de Corea durante el período de 2004 a 2007 no le impidieron caer en déficit en 2008 mientras el

comercio global colapsaba y los precios de los productos importados aumentaban. Durante el período 2004-2007, Corea tuvo un superávit neto acumulado de su cuenta financiera externa de US\$46,000.0 miles de millones. No obstante, los flujos brutos de capital provenientes de portafolios de inversión y otros pasivos financieros fueron de US\$200,000.0 miles de millones. A medida que evolucionó la crisis financiera, estos flujos se revirtieron poniendo presión sobre el tipo de cambio de Corea, sus reservas y su economía; lo que ha aumentado sus necesidades de refinanciamiento. Adicionalmente, se pudo notar que, aunque Corea no utilizó recursos del FMI o aplicó a una Línea de Crédito Flexible, el Banco de Corea sí utilizó los recursos provenientes de un Acuerdo Swap con la Reserva Federal, lo que es funcionalmente equivalente a la Línea de Crédito Flexible. Por consiguiente, fueron los fuertes flujos de recursos y no los superávit de cuenta corriente los que permitieron la importante acumulación neta de las reservas internacionales. Por supuesto, Corea hubiera sufrido mucho más si hubiera tenido grandes déficit de cuenta corriente en el período anterior de la crisis, o si hubiera mantenido un monto insignificante de reservas de divisas durante la crisis, pero la fuerte acumulación de reservas por sí sola no fue adecuada para autoasegurar a Corea.

Ahora pasemos al cuarto conjunto de lecciones. Hace un año, el FMI se encontraba al margen de la crisis financiera mundial. Algunos observadores criticaron ese hecho; otros lo vieron como una prueba de la falta de relevancia del FMI en el siglo XXI. A medida que se desarrolló la crisis, aquellos de nosotros que habíamos estado presionando durante años por una reforma significativa del FMI para restablecer su legitimidad y relevancia, vimos la oportunidad en la crisis. En este contexto, la crisis financiera mundial ha producido tres lecciones importantes acerca del papel del FMI para sus países miembros: sobre el financiamiento, sobre el ajuste y sobre el sistema financiero mundial. Sobre el financiamiento de parte del FMI, una lección clara de la crisis es que dicho organismo tiene un papel importante, proporcionando financiamiento potencial a los gobiernos de los países miembros en situaciones previas a la crisis, en crisis incipientes y en situaciones de crisis como la actual. A finales de septiembre de 2008, los créditos

pendientes de desembolso en el FMI eran US\$11,500.0 miles de millones, hacia finales de mayo de 2009 la cifra subió a US\$32,500.0 miles de millones y, lo que es más importante, los compromisos del FMI eran de US\$155,000.00 miles de millones.

La lección es que en la economía y en el sistema financiero mundial las crisis financieras son inevitables. Se podría esperar que los esfuerzos para mejorar el proceso de ajuste mundial y poner en práctica reformas financieras, tanto a nivel nacional como internacional, tengan éxito para limitar el contagio de las crisis financieras futuras, siendo lo máximo que podríamos esperar. Mientras tanto, el FMI debe tener recursos suficientes para ayudar a sus miembros cuando lo necesiten, por lo que los días de dejar al FMI sin recursos financieros deben quedar atrás. Afortunadamente, los países del G-20 y los demás miembros del FMI han señalado que han aprendido esa lección y han respaldado un préstamo temporal de US\$250,000.0 miles de millones, un incremento en los Nuevos Acuerdos de Préstamo (NAP) de hasta US\$500,000.0 miles de millones y han respaldado una asignación general de DEG equivalente a US\$250,000.0 miles de millones. Sin embargo, si los miembros del FMI se detienen en este punto, no habrán aprendido completamente las lecciones de esta crisis. Desafortunadamente, yo espero que, a medida que vayan desapareciendo los efectos económicos y financieros de la crisis, vuelvan a surgir los escépticos del FMI y sus críticos quienes renovarán su campaña de dejar al FMI desprovisto de los recursos financieros necesarios para lidiar con las crisis financieras. Al respecto, el desafío para todos los miembros de dicho organismo, en particular para los países emergentes y en desarrollo, será superar esta resistencia en el contexto de una revisión acelerada de las cuotas del FMI, así como modificaciones a su estructura de gobierno, las cuales deberán estar concluidas en enero de 2011. Dichas modificaciones deberán contener tres elementos financieros fundamentales: la duplicación de las cuotas para el FMI; el establecimiento del supuesto de que en el futuro las cuotas del FMI y los NAP estarán indexados a la expansión de la actividad económica mundial, al crecimiento y a las transacciones financieras; y a la consideración de asignaciones anuales sustanciales de DEG.

Si se pudiera fortalecer el rol financiero del FMI en el futuro y alcanzar un acuerdo en un período de 18 meses a partir de ahora, los beneficios para los países emergentes y en desarrollo y para todos los miembros del fondo serían sustanciales. Sin embargo, con el fin de alcanzar este acuerdo, se debe aprender y aplicar otra lección para el rol del FMI que consiste en que se debe mejorar el proceso del ajuste mundial. Lograr la mejora de este proceso debe empezar con una recuperación económica mundial y su expansión en la próxima década deberá estar mejor equilibrada que en los últimos diez años, durante los cuales hubo mucha confianza en la demanda del consumidor estadounidense. En el futuro, las principales economías avanzadas deberán seguir políticas fiscales y monetarias más responsables que las que tuvieron en los últimos diez años antes de la crisis financiera. Sin embargo, las políticas de las principales economías avanzadas, es decir, los países del G-7, serán insuficientes por sí mismas para lograr el equilibrio necesario en una economía mundial en expansión, a menos que países sistémicamente importantes, incluidas las grandes economías emergentes, sigan políticas fiscales, monetarias y cambiarias responsables. En particular, el último grupo de países no debe diseñar políticas dirigidas a la acumulación de grandes cantidades de divisas por medio de la depreciación no competitiva de sus monedas; estas políticas podrían distorsionar el proceso de ajuste global y menoscabar la sostenibilidad de la expansión mundial. Así, la lección de la crisis financiera para la función del FMI, actualmente en ajuste, es que los miembros de dicho organismo deben permitir que la administración y el personal del FMI promuevan políticas agresivas para apoyar una expansión económica mundial equilibrada y vigilar la adhesión y cumplimiento de todos los miembros a sus obligaciones de tipo de cambio; porque, a menos que todos los miembros se comprometan a aprender esta lección, será difícil lograr un acuerdo internacional para aplicar la primera lección y asegurar que el mismo tenga en el futuro recursos financieros suficientes. En cuanto al sistema financiero mundial, la lección general para el FMI y sus miembros es que dicho sistema es mundial y, como tal, el FMI tiene una función muy importante qué desempeñar en él, conjuntamente con otras instituciones como el Banco Mundial y el Comité de Estabilidad Financiera. Sobre el particular, los países en desarrollo tienen un gran

interés en el éxito del FMI en este tema. Todos los países en vías de desarrollo se han visto indirectamente afectados por el tsunami financiero que ha afectado el sistema financiero mundial. Adicionalmente, varios países en vías de desarrollo han sido directamente afectados por las deficiencias de la supervisión y regulación, tanto a nivel nacional como mundial. Por ejemplo, el FMI ha detallado las sorpresas de la crisis financiera mundial para Brasil, México y otras economías de mercados emergentes, con respecto a las pérdidas empresariales en instrumentos derivados en moneda extranjera.

En este contexto, la supervisión financiera y la regulación deben continuar siendo en el futuro predecibles; una responsabilidad predominantemente nacional, pero con consecuencias internacionales tal y como ya lo hemos visto. Además, el FMI juega un papel muy importante en cuanto al monitoreo de la adopción en los países miembros, grandes y pequeños, de estándares internacionales y de la vigilancia de la estabilidad financiera de los sistemas financieros nacionales. Además, los miembros de dicho organismo deberán reconsiderar la función del mismo en temas relacionados con la cuenta de capital, dentro de los cuales se incluyen el control de los flujos de capital internacional, tanto brutos como netos; el establecimiento de una mejor comprensión de la función y efectividad de las restricciones de los movimientos de capital; y la posibilidad de enmendar el Convenio Constitutivo del FMI, para actualizar su papel en esta área que actualmente es oscuro y ambiguo. Por su parte, un tema peligrosamente menospreciado de las lecciones de la crisis financiera mundial tiene que ver con el futuro de la globalización. Personalmente, no dudo que el progreso -y utilizo este término en forma deliberada- de la globalización fue un factor importante para el alcance y magnitud de la actual crisis financiera mundial. La creciente integración de la economía mundial, por medio de los canales comerciales, financieros y otros, garantizó que cualquier crisis de la escala experimentada por EE UU y otros países avanzados tuviera una magnitud global. La pregunta es: ¿qué lecciones se están aprendiendo de la globalización en comparación con las lecciones acerca de las políticas económicas y financieras de los países avanzados?

Las declaraciones de los líderes políticos mundiales, por ejemplo, las cumbres del G-20 en Washington y Londres, han rechazado explícitamente el retroceso de las tendencias de la globalización a lo largo de los sesenta años siguientes a la Segunda Guerra Mundial, al ponerse de acuerdo en cuanto a las nuevas medidas para apoyar y fortalecer la función de las instituciones internacionales financieras como el FMI, el Banco Mundial, los bancos regionales de desarrollo y el Comité para la Estabilidad Financiera. Asimismo, en reuniones del G-20 y otros foros de líderes y ministros se ha solicitado resistir a las presiones proteccionistas del comercio y las finanzas internacionales. En este sentido, las acciones han quedado cortas respecto de las promesas; no obstante, la situación podría ser peor, debido a la caída del comercio y de los flujos financieros mundiales y por los efectos de la crisis sobre las economías domésticas y los sistemas financieros alrededor del mundo. Muchas de las lecciones que he esbozado -si estoy en lo correcto y si esas lecciones se aprenden- serían coherentes con las tendencias de la globalización de las últimas décadas, a pesar de la aplicación de correcciones sustanciales de mediano plazo. Sin embargo, no hay garantía de que estas lecciones se aprendieron, lo que podría ocasionar un retroceso en la globalización. El riesgo es que la tendencia de la globalización se vea remplazada por un regionalismo internamente focalizado, un nacionalismo egoísta y un solapado o abierto proteccionismo. Aprender las lecciones correctas de la actual crisis financiera mundial es un desafío, no solamente para los líderes de las economías avanzadas y de las grandes economías emergentes cuyas políticas, individual y colectivamente, determinarán la evolución de la economía y el sistema financiero mundial en las próximas décadas. El aprendizaje y la aplicación de las lecciones es un reto también para las pequeñas economías emergentes y en vías de desarrollo, que tendrán que vivir con las consecuencias. Muchas gracias.

Juan Carlos Castañeda: Muchas gracias, doctor Truman. Hay diversas preguntas relacionadas con su presentación, la primera dice: ¿Cuál, cree usted, será el efecto del paquete de estímulo del presidente Obama? ¿Cree usted que realmente se requería ese paquete, o piensa que debió haber sido de mayor magnitud?

Edwin Truman: Supongo que la respuesta más sencilla es que las señales son correctas, algo de estímulo es preferible a nada, pero sólo el tiempo dirá si ha sido demasiado o poco. Creo que en estos momentos es un desafío decir si el paquete ha sido demasiado grande. De hecho la cuestión va a ser, como dice la prensa financiera en ese sentido, el resultado de la trayectoria fiscal que siga EE UU debido a este paquete, así como a otros acontecimientos que ocurrán en la economía de dicho país. Sólo el tiempo dirá si tienen éxito o no.

Juan Carlos Castañeda: Una segunda pregunta plantea: ¿Cómo observa usted la recuperación del mercado inmobiliario en EE UU?

Edwin Truman: Creo que al pensar en los mercados de bienes raíces debe hacerse una distinción entre varios mercados: uno es el mercado de construcción de casas y otro es el mercado de venta de casas, las cuales no siempre son nuevas. En cuanto al mercado de construcción de casas, éste llegó a su nivel máximo a finales de 2005 y todavía está bajando. Aún existe un gran superávit de casas sin vender a escala nacional en EE UU y es probable que esta situación continúe durante mucho tiempo. El mercado más importante, en cierto sentido, en términos de la salud y de la economía estadounidense, es el mercado financiero, el que ha empezado a mejorar un poco debido a que las bajas tasas de interés han contribuido a adquirir hipotecas más bajas para muchos prestatarios y porque más personas han podido refinanciar sus hipotecas, fortaleciendo así la economía. En conclusión, hay tres elementos: el mercado de la construcción, que está mal y seguirá estandolando; el mercado financiero de compra-venta de casas, que ha mejorado pero aún le queda mucho; y el mercado de la refinanciación, que ha dado un gran auge al mercado y a la economía, lo que no sé es si va a continuar este auge si siguen subiendo las tasas de interés.

Juan Carlos Castañeda: Otra pregunta se refiere a sus observaciones en cuanto a que la acumulación excesiva de reservas internacionales es un mecanismo muy costoso e inadecuado para estar preparado para la crisis. ¿Cuál sería su criterio en cuanto a cuál es el nivel adecuado de reservas internacionales para un país en desarrollo para enfrentar una crisis, o esta crisis en particular?

Edwin Truman: Esa pregunta es difícil, no creo que se le pueda dar una respuesta sencilla. Yo no afirmo que las reservas internacionales no tengan un papel útil; lo tienen. En ese sentido hay orientaciones útiles en términos de importaciones, la magnitud de la deuda sectorial u otros aspectos de la economía. Lo que quería recalcar era que esto por sí solo no asegura contra circunstancias adversas. Aumentar las reservas internacionales es caro porque se gana menos con las reservas que si se invierten los recursos en otra parte; y también es caro porque si uno no presta atención a otras dimensiones de su política financiera y macroeconómica, estas reservas no podrán proteger de la crisis. Me parece que es muy difícil. He reflexionado sobre este tema desde hace varios años. Es difícil escribir una regla que sea aplicable a todos los países, considerando cuáles son las opciones.

Juan Carlos Castañeda: Otra observación toma en cuenta que usted en su presentación identificó como dos de las causas de la crisis, las malas prácticas macroeconómicas durante el período 2001 a 2006 y la mala regulación financiera: ¿cuál considera que debió haber sido el papel del FMI para evitar que esta crisis surgiera, en especial porque surgió en los países desarrollados?

Edwin Truman: Creo que, como señalé en mis observaciones, el FMI no prestó suficiente atención, como tampoco lo hizo nadie más, en las tendencias emergentes. Creo que el FMI, por ejemplo, no advirtió que todo lo bueno tiene que llegar a su fin, no dijo que inevitablemente nos estábamos dirigiendo al fracaso después del auge. Al respecto, había muchas formas de medir los excesos, pero no habló con suficiente énfasis y energía en términos de las políticas de los países grandes y sus sistemas financieros. Tuvo un proceso de consultas unilaterales que fracasaron para atender ese problema. Creo que es importante distinguir qué queremos decir al hablar del FMI. En primer lugar, el FMI somos todos sus países miembros y sólo en segundo término es el personal, así que la culpa del FMI es también culpa nuestra, porque todos los países no impulsaron al personal a atender esos problemas. Hasta cierto punto fue culpa nuestra que no incitamos al personal a ser más proactivo para advertir sobre la crisis. No obstante, en cuanto a los desequilibrios macroeconómicos y la cuestión sobre si las políticas macroeconómicas eran demasiado

laxas, por ejemplo, el FMI estuvo al margen cuando la economía de Japón comenzó a recuperarse, ajustó su política fiscal y dejó su tasa de interés en cero, lo que contribuyó al dinero fácil y al auge mundial del crédito en todo el mundo. Sobre el particular, la política monetaria del Japón no recibió ni una sola crítica del FMI ni de sus miembros, aunque esto haya contribuido en gran parte a esta crisis.

Juan Carlos Castañeda: Doctor Truman, por limitaciones de tiempo debemos concluir este espacio de preguntas; aprovecho para agradecerle su valiosa e interesante participación.

Crisis financieras: lecciones para América Latina

Ricardo Bebczuk

Eddy Carpio: Ricardo Bebczuk es doctor en Economía por la Universidad de Illinois. Es especialista en temas de desarrollo financiero, acceso al crédito y finanzas corporativas; posee amplia experiencia internacional en docencia, investigación y consultoría. En el 2000 fue ganador del Premio “Rodrigo Gómez”, otorgado por los bancos centrales de Latinoamérica; y en 2008 fue elegido como “Mejor Profesor de la Maestría en Finanzas” de la Universidad San Andrés, Argentina. Colabora como investigador permanente en el Centro de Estudios Distributivos Laborales y Sociales y en el Banco Central de la República de Argentina. Ha sido consultor para el Banco Mundial, el Banco Interamericano de Desarrollo, el Fondo Monetario Internacional, la Comisión Económica para América Latina y el Caribe, la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico y la Organización de Naciones Unidas, entre otros organismos internacionales. Ha escrito varios libros, entre los que destacan: *Asymmetric information in financial markets, introduction and applications*, editado por la Universidad de Cambridge, el cual es utilizado como referencia bibliográfica en licenciaturas y maestrías en el Reino Unido, Estados Unidos y otros veinte países de América, Europa y Asia.

Muchas gracias. Agradezco a las Autoridades y Funcionarios del Banco de Guatemala por esta invitación. Voy a iniciar mi presentación diciéndoles

que, a diferencia de los excelentes expositores que me antecedieron, me voy a enfocar más en las causas de las crisis financieras, que en los efectos o repercusiones de la actual crisis; con el objetivo de tratar de ofrecer algunas reflexiones sobre qué se puede hacer y hasta qué punto pueden las autoridades de nuestros países evitar las mismas y, llegado el caso, cómo minimizar sus costos. Para el efecto, voy a basarme en algunas lecciones que se pueden extraer de distintas crisis pasadas ocurridas en nuestra región y en otras, así como las lecciones permanentes que nos está ofreciendo la crisis actual en Estados Unidos de América (EE UU) y de otros países. Voy enfatizar sobre algunos mitos arraigados en la opinión pública y que tienen un efecto muy negativo en el diseño de políticas anticrisis. En primer lugar voy a preguntarles: ¿consideran que las crisis son realmente fenómenos excepcionales o, por el contrario, son hechos recurrentes que suceden asiduamente en el mundo? En segundo lugar: ¿será que cada nueva crisis realmente es distinta a las anteriores? La tercera pregunta: ¿cuáles son los determinantes de las crisis que permiten evitar su ocurrencia? Además, vamos a tratar de examinar cuáles son los canales de transmisión de las crisis financieras hacia la economía real; y vamos a ver algunas nociones que contradicen nuestra intuición primaria. Por último me referiré a los salvatajes estatales y a sus costos y beneficios sociales.

¿Son las crisis fenómenos excepcionales? Según lo hemos escuchado en otras presentaciones de hoy: la

respuesta es un tajante no. La gráfica 1 presenta el número de crisis financieras y gemelas que ocurrieron en el mundo entre 1970 y el 2007. Aquí sólo estamos hablando de crisis sistémicas, es decir: aquellas que han tenido un impacto masivo sobre los sistemas financieros, mientras que las crisis gemelas son simplemente aquellas crisis financieras que coinciden con una crisis cambiaria.

Cuadro 1

País	Año de la crisis			
	1980	1989	1995	2001
Argentina	1980	1989	1995	2001
Bolivia	1986	1994		
Brasil	1990	1994		
Camerún	1987	1995		
Rep. Centroafricana	1976	1995		
Chad	1983	1992		
Chile	1976	1981		
Colombia	1982	1998		
Congo	1983	1991	1994	
Costa Rica	1987	1994		
Ecuador	1982	1998		
Guinea	1985	1991		
Kenia	1985	1992		
México	1981	1994		
Nicaragua	1990	2000		
Filipinas	1983	1997		
Tailandia	1983	1997		
Turquía	1982	2000		
EEUU	1988	2007		
Uruguay	1981	2000		

Gráfica 1



Como se puede observar en la gráfica 1, en un período de 30 años se registraron 124 crisis, con una muy clara concentración en las décadas de los años 80 y 90, donde ocurrió la mayoría de estos casos. Cabe

señalar que gran parte de estas crisis han ocurrido en países en desarrollo; sin embargo, hay una decena de casos que ocurrieron en países desarrollados, incluida la que estamos viviendo en estos momentos. En la década de los 70 ocurrieron muy pocas crisis financieras y ninguna crisis gemela. No obstante, hay países que no solamente han tenido crisis, sino han tenido crisis recurrentes, es decir: han tenido más de una. En el cuadro 1 encontramos un detalle de países que han tenido crisis recurrentes. Como se puede observar el primer lugar lo ocupa Argentina, que en el transcurso de estos 20 años ha tenido 4 crisis, seguido de una larga lista de países que han tenido 2 crisis, algunos de ellos de nuestra región como: Bolivia, Brasil y Chile en los años 80. Guatemala es una honrosa excepción a esta lista porque no figura con crisis recurrentes ni crisis de ningún tipo, si bien es cierto que en el 2006 atravesó algunas tensiones financieras, no ha tenido crisis de carácter sistémico, como las que se recopilan en esta base de datos construida por el Banco Mundial y el Fondo Monetario Internacional.

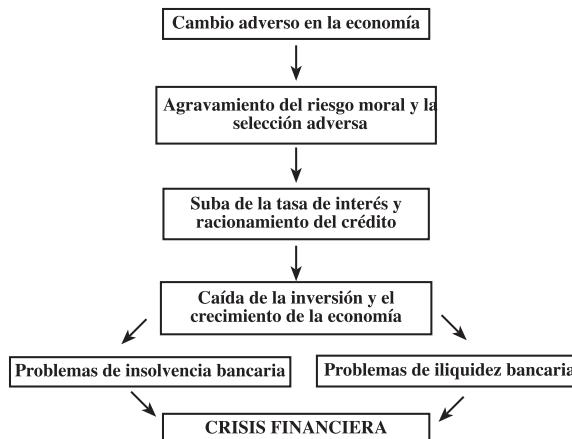
¿Es cada crisis distinta a las anteriores? Uno está proclive a pensar que la crisis actual es muy distinta o sui generis y que no podemos compararla con otras; por lo tanto, muchas de las lecciones que surgen de esta crisis no pueden extrapolarse a otros casos, o aplicarse en países de nuestra región. ¿Cuáles son los aspectos inéditos de la crisis subprime? Primero, como enfatizaron muchos expositores, la misma surge en EE UU, que es el principal país en términos de desarrollo financiero; además, no tiene su origen en la economía real, sino en el fracaso de una innovación financiera en particular: la titulización. Durante este período hemos sido testigos del default de instrumentos calificados con la nota máxima, es decir, con un riesgo de no pago virtualmente cero ex-ante pero no así ex-post. Asimismo, por primera vez en 150 años hemos visto la corrida sobre un banco inglés y también estamos observando una masiva intervención de los gobiernos para tratar de aliviar los efectos de la crisis sobre la economía.

En ese contexto nos encontramos con una gran variedad de instrumentos exóticos en el mercado financiero que no observamos en nuestros países y nos hemos tenido que familiarizar con distintos

participantes en el mercado. Por ejemplo, el originador de las hipotecas en el banco comercial, conocido así porque nuestros sistemas financieros están centrados en los bancos, en donde han jugado un papel muy relevante los bancos de inversión, los inversionistas (tanto minoritarios como mayoristas), las calificadoras de riesgo y los reguladores. Para cada uno de estos participantes en el mercado, podemos identificar ciertos problemas de incentivos que han desencadenado la crisis. También hemos tenido oportunidad de aprender que el originador de hipotecas cobra comisiones que no están ligadas al resultado del préstamo, esto es, si el préstamo entra en una situación morosa, el originador no pierde su comisión, lo cual le ofrece un incentivo perverso de vender hipotecas de mala calidad. Por su parte, el banco comercial concede el préstamo y luego lo transfiere en forma de paquete, a través del proceso de titularización, a otros inversores. Por ello tenemos bancos de inversión muy apalancados, los que con demasiado optimismo colocaban estos títulos en el mercado; también tenemos inversores que no ejercían la debida disciplina de mercado porque estaban inmersos en este clima de euforia que contagia todo el mercado financiero. Por otro lado, tenemos a las calificadoras de riesgo que han sido corresponsables del colapso que estamos viviendo, así como a los propios reguladores que mostraron una confianza excesiva en los beneficios de la regulación financiera, que concentraron todo su esfuerzo en controlar el riesgo sistémico derivado de la banca comercial, dejando de lado los claros riesgos que emanaban de la banca de inversión.

Todo lo anterior nos parece interesante y lo hemos estudiado o leído en los periódicos, pero: ¿nos parece distinto a la típica crisis que vivimos en nuestros países? Mi intención es mostrarles que la crisis actual -más allá de estas diferencias, de tratarse de participantes y de instrumentos más sofisticados- guarda un paralelismo muy marcado con todas las crisis. Las 124 crisis que mencioné las podemos describir en forma muy estilizada y muy general a través de la gráfica 2. Como puede observarse, la crisis se origina de un cambio adverso en la economía, que puede ser la explosión de una burbuja de precios o valores financieros; un aumento de tasas de interés; una caída de los precios internacionales; o un clima político enrarecido.

Gráfica 2



Independientemente de cuál sea la naturaleza del shock inicial, el efecto será el agravamiento del riesgo moral y la selección adversa en el sistema financiero. Lo que quiero decir es que en un ambiente de alta incertidumbre se hace muy difícil para los bancos juzgar tanto la capacidad como la voluntad de pago de sus deudores. ¿Cómo reaccionan los bancos ante esta situación? Subiendo las tasas de interés para cubrirse por ese riesgo adicional o directamente limitando el crédito, lo que resulta en una caída de la inversión y del crecimiento de la economía que, por un lado, deteriora la solvencia de los bancos, ya que si la economía deja de crecer, los deudores no van a tener posibilidad de pagar sus créditos; y, por el otro lado, genera una mayor desconfianza en los depositantes. Entonces, ya sea por problemas de insolencia o de liquidez, desembocamos en una crisis financiera. El esquema anterior lo podemos aplicar para entender cualquier crisis financiera.

Respecto a cuáles son los factores comunes en la antesala de las crisis financieras, algunos de los más importantes son: un alto crecimiento económico, expectativas optimistas, entrada de capitales externos, fuerte expansión del crédito doméstico, aumento en los precios de los activos físicos y financieros, un alto grado de liberalización y desregulación del sistema financiero, una supervisión relajada y, finalmente, incentivos al oportunismo de los intermediarios. Con relación a este último factor, me quiero detener un segundo, pues yo les estoy diciendo que esto es lo

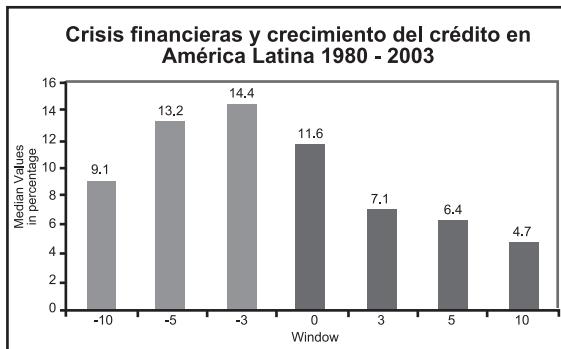
que se observa típicamente antes de una crisis y a todos nos surge la pregunta: ¿por qué no se han logrado predecir las crisis, si siempre pasa esto? ¿Por qué no se encienden esas luces rojas de alerta, para evitar que caigamos en crisis? El problema es que, todos estos fenómenos macroeconómicos son positivos, quién no quiere tener un país donde la economía crezca, donde haya capitales externos que puedan financiar el consumo y la inversión local, donde crezca el crédito y el sistema financiero tenga un cierto nivel de desregulación que permita la aparición de innovaciones financieras. Como pueden ver todas ellas son condiciones favorables para las economías, dicho de otro modo, yo no quisiera vivir en un país donde se frenara el crecimiento, donde el crédito estuviera detenido por regulaciones, donde los operadores financieros no tengan ningún margen de acción, etc., ¿Qué ocurre entonces entre estos dos extremos? Entre estos extremos hay una posición donde las economías deberían tratar de ubicarse, no les puedo decir cuál es ese punto, pero entre una situación de euforia generalizada y una situación completamente negativa para la economía, las autoridades deberían tratar de evitar cualquiera de los dos extremos, por lo cual, hay herramientas de política económica de las que se ha charlado a lo largo de estas jornadas.

Acerca del tema: ¿cuáles son los determinantes de la crisis? hay factores macroeconómicos para el análisis. Voy a basarme en estudios empíricos econométricos que se han hecho para decenas de crisis financieras a lo largo de más de 30 años, cuyos resultados entregan estas conclusiones: por un lado, la probabilidad de crisis aumenta cuanto menos crece el producto, mayor es la tasa de interés real y más bajo es el PIB per cápita; es decir: cuanto más pobre es el país; y es peor la calidad de las instituciones.

¿Qué nos dejan como lección los resultados anteriores? En primer lugar, que la inestabilidad económica genera inestabilidad financiera, y transmite el mensaje de que las políticas microeconómicas no son efectivas para eludir la fragilidad macroeconómica; esto es: si el país no cuenta con bases macroeconómicas e

instituciones sólidas la probabilidad de que pueda evitarse una crisis es muy baja. Además, existen factores estructurales del sistema bancario, sobre los cuales los estudios muestran que: la probabilidad de crisis aumenta cuando es más generoso el régimen de seguro de depósitos, menos concentrado el sistema financiero, más restringidos están los bancos en sus operaciones y mayor es la participación de la banca pública. Estos son factores que las autoridades deberían monitorear a cada momento para tomar decisiones al momento de diseñar un sistema de seguro de depósitos y establecer regulaciones sobre las actividades que pueden hacer los bancos. En este sentido quiero enfatizar sobre el crecimiento del sistema financiero, normalmente estamos acostumbrados a pensar que el crecimiento del sistema financiero es positivo para la economía; sin embargo, los trabajos realizados nos muestran con suma claridad que la probabilidad de crisis es mayor cuando se acelera el crecimiento del crédito. ¿Por qué ocurre esto? ¿Por qué este resultado tan poco intuitivo? La razón es que cuando el crédito aumenta en forma muy acelerada en poco tiempo, los criterios de selección y monitoreo de deudores por parte de los bancos se relajan y es imposible controlar y monitorear con un grado de vigilancia aceptable a todos los deudores cuando hay un gran número de depósitos y de crédito. En este contexto, lo mismo que le pasa a los bancos también le pasa al supervisor, porque no puede mantener un control adecuado de todas las instituciones y de todas las operaciones de créditos.

Gráfica 3



En la gráfica 3 se puede observar que el crecimiento del crédito ha sido un problema reiterado en las crisis financieras en América Latina. En el gráfico se presentan datos de un período de 25 años, en el que se incluyen 25 crisis aproximadamente; el número en cero es el año de la crisis, lo que vemos antes de la crisis es el crecimiento del crédito 3, 5 y 10 años antes. Como puede observarse, la tasa de crecimiento del crédito en términos reales aumenta en la proximidad de la crisis y luego se desacelera como es de esperarse una vez que la crisis ocurrió. Este es otro elemento que las autoridades tienen que seguir paso a paso para evitar las consecuencias sobre las que trataré posteriormente.

La regulación del sistema financiero es otra falacia muy difundida, siempre tendemos a pensar que cuanto más estricta es la regulación del sistema financiero, menos probable es una crisis, porque se dice que si a los bancos se les exige mantener altos porcentajes de encaje y se les requieren fuertes requisitos de capital, la probabilidad de una crisis es menor. Sin embargo, cuando se observan los trabajos empíricos se encuentra con que éstas variables no tienen un efecto significativo sobre la probabilidad de crisis. ¿A qué se debe esto? A que en realidad los altos requisitos de liquidez y de capital no son una herramienta para evitar las crisis sino todo lo contrario, existen altos requisitos de liquidez y de capital porque el sistema está respondiendo automáticamente a la alta probabilidad de crisis. Por lo tanto, países que tienen altos niveles de capital o de liquidez son países que en realidad aumentan su propensión a tener crisis.

Si evaluamos la experiencia actual de EE UU y otros países, podremos darnos cuenta de que los requisitos de capital no alcanzan para aislar al sistema de las crisis. ¿Por qué? Porque hay muchos riesgos que no se consideran y que actualmente se están estudiando en forma muy acelerada para tratar de entenderlos. Dentro de estos riesgos tenemos: los tale risks, black swans y riesgos endógenos. Al respecto, hay muchos eventos que ocurren en la economía que son difíciles de predecir y por más que los bancos cuenten con sistemas estadísticos muy sofisticados no podrán predecirlos. En tal virtud, los requisitos de capital y de liquidez siempre van a ser insuficientes; además de que, por supuesto, encarecen y reducen el volumen de crédito. Sobre el particular planteo esta pregunta:

¿Está Basilea (Basilea I o Basilea II) preparado para enfrentar estos riesgos sistémicos?

Cuadro 2

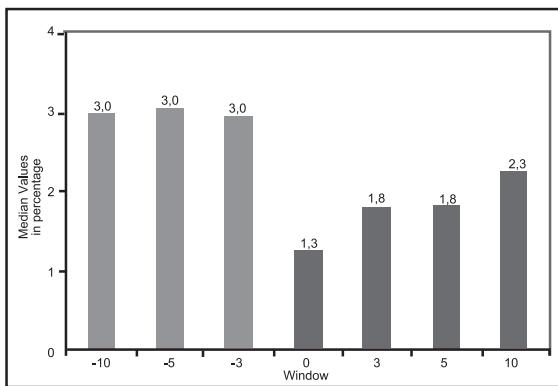
País	Requisito Mínimo	Capital efectivo
Desarrollados		
Alemania	8%	11.7%
Italia	8%	10.6%
Japón	8%	12.2%
España	8%	11.7%
EE.UU.	8%	12.3%
<i>Promedio</i>	<i>8%</i>	<i>11.7%</i>
Emergentes		
Argentina	8%	15.2%
Bolivia	10%	14.7%
Brasil	11%	17.6%
Chile	8%	13.0%
Colombia	9%	13.5%
Guatemala	10%	8.4%
Honduras	10%	14.6%
México	8%	14.3%
Perú	9%	12.0%
Rusia	11%	16.0%
Singapur	10%	15.8%
Venezuela	12%	12.0%
<i>Promedio</i>	<i>9.7%</i>	<i>13.9%</i>

En el cuadro 2 he elaborado dos grupos: uno de países desarrollados y uno de países emergentes. He colocado los requisitos de capital mínimo y el capital efectivo en cada uno de estos países. En el mismo podemos observar que los requisitos mínimos son más bajos en los países desarrollados que en los países emergentes y que también el capital efectivo, no solamente el capital mínimo sino el capital excedente que los bancos voluntariamente deciden aportar, es mayor en estos países que en los otros. Por otra parte, también sabemos que en los países desarrollados la probabilidad de crisis es mucho mayor que en los emergentes, con lo cual el cuadro trata de ofrecer alguna evidencia preliminar sobre la afirmación de que tener mucho capital no garantiza evitar las crisis.

Respecto a los canales de transmisión de la crisis a la economía real, a partir de este tema voy a entrar en un terreno algo pantanoso por lo controvertido. Trataré de presentarles algunas ideas que desafían nuestras creencias normales, con base en evidencia y algunos datos. Según hemos visto, las crisis financieras afectan a la economía por medio del

crédito; la crisis trae consigo una caída del crédito, que viene acompañada de una reducción de la inversión y del consumo que finalmente reduce la tasa de crecimiento de la economía. En este sentido, las autoridades al tener en mente esta cronología dicen: "Es necesario hacer todo lo posible para evitar la crisis, no importa cuál sea el costo de salvar al sistema", lo cual no resulta ser tan cierto. En primer lugar, en la gráfica 4 se presenta, para el mismo grupo de países que les mostraba, la tasa de crecimiento de la economía 3, 5 y 10 años antes y después de la crisis. Observamos que ocurre una caída promedio del crecimiento de 3% anual a 1.3% anual y luego una recuperación lenta. Esta gráfica también pone en duda la visión popular, según la cual todas las crisis tienen un impacto negativo sobre las economías, ya que las economías que no caen tanto se recuperan relativamente fácil. A continuación, en el cuadro 3, les presento los resultados de una regresión con los cuales quiero demostrar el punto al que me refería hace un momento.

Gráfica 4
Real GDP growth rate
in Latin American financial crises



Esta regresión trata de explicar el crecimiento del PIB per cápita para 76 países en el período 1971-2000; por lo tanto, se tiene una amplia muestra de países y un período de estudio muy prolongado. Adicionalmente, esta regresión es muy usual en la literatura de crecimiento, debido a que se utilizan distintas variables que aplican al crecimiento como: la apertura comercial, la educación, etc. En ese sentido,

el resultado de la regresión fue que, en primer lugar, cuanto mayor es la relación de crédito privado sobre el PIB, mayor es el crecimiento de la economía, lo cual está bien documentado en la literatura. Sin embargo, lo que nos interesa es plantear: ¿qué efecto de largo plazo tienen las crisis financieras sobre esta tasa de crecimiento? Se encontró que la tasa de crecimiento de largo plazo cae aproximadamente un punto porcentual en forma permanente, lo cual es significativo. Ahora si partimos de la hipótesis de que el problema de las crisis es que reducen el crédito y, consecuentemente, reducen la inversión, cuando uno incluye como variable explicativa la inversión sobre el PIB: ¿cómo debería ser este coeficiente de crisis financiera? De acuerdo con la teoría, este coeficiente tendría que ser cero, porque todo el efecto de la crisis está absorbido por esta variable de inversión. Para nuestra sorpresa se encontró que una vez que controlamos la inversión, el coeficiente sigue siendo virtualmente el mismo. ¿Qué significa esto? que el canal a través del cual las crisis afectan a la economía no es la caída del crédito y, por lo tanto, la caída de la inversión; esto implica decir que las crisis no se transmiten a la economía real a través del crédito, sino a través de la incertidumbre asociada a la crisis, el pesimismo de los agentes económicos, la violación a los derechos de propiedad, la distribución arbitraria de los costos sociales de la crisis y la inestabilidad política y social que normalmente acompañan a estos episodios de crisis.

Cuadro 3

Long-run growth effects of financial crises, 1971-2000

Independent Variables	Dep. Var.: Annual per capita GDP Growth rate	
	Reg 2	Reg 4
Long of initial income per capita	-0.976 (-9.30)***	-0.266 (3.43)***
Initial Secondary enrollment	-0.073 (-5.77)***	-0.068 (-5.42)***
Openness to trade	0.0079 (5.44)***	-0.002 (-1.17)
Government Expenditure to GDP	-0.061 (-11.80)***	-0.050 (-8.20)***
Secondary enrollment	0.066 (7.91)***	0.074 (9.41)***
Credit to the private sector to GDP	0.022 (12.30)***	0.021 (11.10)***
Investment rate to GDP		0.182 (15.40)***
Financial crisis	-1.069 (-9.35)***	-1.032*** (-10.50)***
Observations	782	782
Countries	76	76
Method	GMM-system	GMM-system
Sargan Test	0.997	0.998
Second order correlation	0.125	0.081

En cuanto al último punto, sobre los salvatajes estatales, quisiera plantearles estas preguntas: ¿Los costos de los salvatajes superan o no a sus beneficios? ¿Por qué intervienen los Estados en las crisis financieras? Estas preguntas surgen cuando uno observa que empresas de todo tipo caen diariamente en todos los países, en todos los sectores y no encontramos evidencia de que los Gobiernos estén continuamente ofreciendo generosos paquetes de ayuda a estas empresas. ¿Por qué? porque es parte de la lógica propia del capitalismo, que a unas empresas les vaya bien y a otras les vaya mal; sin embargo, cuando los que caen son bancos, el Gobierno casi automáticamente comienza a ofrecer ayuda para evitar problemas mayores. ¿Cómo se justifica esta intervención? Existen razones técnicas para justificarlo y son: se pretende evitar el contagio entre entidades financieras, la contracción del crédito, la interrupción del sistema de pagos y la reestructuración desordenada o caótica del sistema financiero. En estas circunstancias, la intervención del Estado pretende eludir estos serios inconvenientes. ¿Cómo debería ser esta intervención? Algunos principios guía son que la intervención debería: i) evitar nuevas fuentes de inestabilidad; ii) minimizar los costos fiscales; iii) propiciar una resolución rápida de la crisis; iv) respetar el marco normativo y legal vigente; v) asegurar que los beneficiarios de los riesgos, asumidos en la etapa de bonanza previa a la crisis, sean quienes se hagan cargo de los costos generados; y vi) mantener la independencia respecto al poder político y a la propia industria bancaria.

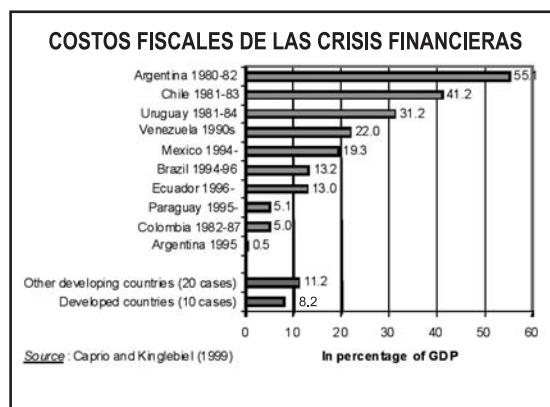
¿Cuáles son los riesgos de una mala intervención estatal? El aumento de la inflación y el endeudamiento del sector público, las expectativas de alta presión tributaria en el futuro, porque uno puede apoyar estos paquetes de salvataje al sistema financiero pero en algún momento habrá que financiarlos en el momento actual o más adelante repagando la deuda asumida, lo que podría ocasionar conflictos sociales ligados a la redistribución de los costos entre los distintos sectores. Además, puede haber un mayor riesgo moral a futuro que no es un costo tangible actual; pero si el sistema bancario percibe que el Gobierno continuamente va a resolver sus problemas, lo más probable es que, en el futuro, resulte en otro proceso parecido al anterior, con el fin de apropiarse de la

mayor cantidad de beneficios y trasladar los costos al Gobierno que luego, a su vez, los va a socializar.

Otro riesgo también es que la relajación de la disciplina de mercado, es decir, que los depositantes y los inversores en el sistema financiero deberían de velar por la buena administración de sus recursos y deberían de seleccionar los buenos bancos y dejar de lado los malos; sin embargo, si cada uno de nosotros con nuestro ahorro sabemos que en caso de dificultades del banco, habrá un Gobierno que va a pagarnos nuestro dinero, nos a devolver los depósitos y los intereses, nos vamos a relajar e, incluso no es que vayamos a ser indiferentes entre todos los bancos, sino que vamos a elegir los bancos más riesgosos porque pagan la mayor tasa, la cual si no la paga el banco la va a pagar el Gobierno. Estos son riesgos que las autoridades deberían tratar de eludir al intervenir en el salvataje posterior a la crisis.

La gráfica 5 muestra los costos fiscales de varias crisis financieras en nuestra región desde los años 80. Como puede observarse, estos costos fiscales, como porcentaje del PIB, han sido muy elevados. El número más alto lo encontramos en Argentina en la crisis de 1980, crisis que le ocasionó al Estado un costo de 55.1% del PIB. Seguidamente encontramos las crisis de Chile y Uruguay (años 80), que también tuvieron costos igualmente elevados. Si uno observa otros países en desarrollo, fuera de América Latina, el promedio de 20 casos es de 11% del PIB y para 10 casos en países desarrollados es de 8%.

Gráfica 5



La conclusión general es que las crisis bancarias tienen altísimos costos fiscales. ¿Qué han hecho los países desarrollados en el transcurso de la crisis actual? Esto lo sabemos bien, han hecho fuertes inyecciones de liquidez en el sistema financiero, han reducido sus tasas de interés, han aumentado la cobertura de los seguros de depósitos, han garantizado deudas de los bancos y han hecho aportes de capital a muchas instituciones. En ese contexto, observando la dinámica del proceso, podemos concluir que este proceso de resolución no ha sido planificado, es bastante desordenado y muy costoso, en el que ha prevalecido el pragmatismo sobre la ideología económica y, en definitiva, encontramos que estos procesos de resolución de crisis no son tan distintos a los que hemos observado en nuestros países durante estas últimas décadas. En el cuadro 4 se presenta el costo fiscal estimado del salvataje en varios países desarrollados, donde sobresalen Reino Unido y EE UU, países en los cuales los costos ascienden a un promedio del 10% del PIB. Lo cual quiere decir que esta crisis va a ser tan costosa en promedio como otras crisis anteriores. Otro aspecto sobre el cual también debe tomarse nota es el nivel de la deuda pública sobre el PIB en 2008 para estos países; ya que antes de poner en marcha los paquetes de salvataje el promedio de endeudamiento era del 89%, el cual, por supuesto, sube con los costos que tiene que afrontar el Estado. Además de notar estos altos costos de salvataje, quisiera que observen que los Estados en los países desarrollados tienen de antemano niveles de deuda muy elevados, y, sin embargo, el salvataje no pone en riesgo la estabilidad macroeconómica y fiscal. Si comparamos estos datos con los que presentaba Eduardo Cavallo hace un momento, sobre que para los siete principales países de América Latina, el endeudamiento público es del 35%, uno logra entender el porqué el margen de acción de nuestros países, desde la órbita pública, es mucho menor. Dicho fenómeno ha sido bautizado como la intolerancia a la deuda en nuestros países, los cuales, debido a problemas de mala reputación pasada, no tienen la misma capacidad para endeudarse que la de los países desarrollados, por esta razón, encontramos algunos casos en los cuales la deuda pública supera al PIB.

Cuadro 4

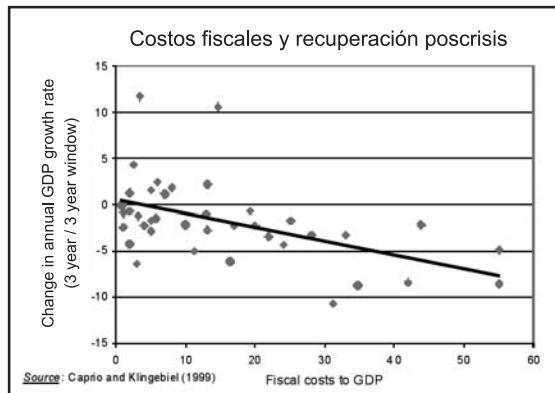
Costos fiscales de la actual crisis

País	Deuda Pública sobre PBI en 2008	Costo fiscal del salvataje
Canadá	64%	4.4%
Francia	67%	1.8%
Alemania	67%	3.1%
Italia	106%	0.9%
Japón	196%	1.7%
Reino Unido	52%	9.1%
EE.UU.	71%	12.7%
<i>Promedio</i>	<i>89.0%</i>	<i>4.8%</i>

Fuente: FMI (2009).

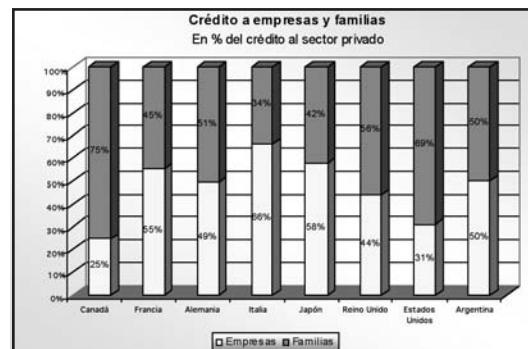
La gráfica 6 muestra la relación de los costos fiscales sobre el PIB para 40 crisis hasta el año 2000 y la línea recta es el cambio en la tasa de crecimiento (3 años después de la crisis), menos la tasa de crecimiento (3 años antes de la crisis); lo cual es una medida de la recuperación de la economía después de la crisis. ¿Qué esperaríamos encontrar antes de hacer esta gráfica? Esperaríamos encontrar una línea positiva ¿Por qué? Porque, en principio, diríamos que la intervención del Estado es benigna para la economía; si el Estado apoya al sistema financiero, la recuperación debería ser más rápida; sin embargo, encontramos lo contrario, observamos que cuanto más gastan los Gobiernos, menor es la recuperación de la economía. Sobre el particular, la gráfica 6 permite dos lecturas: quienes defienden una postura más liberal podrían decir que el mismo proporciona fuerte evidencia de que las intervenciones estatales son contraproducentes, que cuánto más recursos pone el Gobierno, peor le va a la economía después de la crisis. Hay otra lectura que no podemos ignorar en lo absoluto y es: nosotros no tenemos evidencia sobre lo que habría pasado en estas economías si no hubiera habido esta intervención; por ejemplo, en este caso vemos que hay una caída de 10% y el Gobierno gastó más de 50% del PIB, pero no sabemos qué hubiera pasado si el Gobierno hubiera decidido abstenerse de intervenir en esta caída y surge la duda de si la misma podría haber sido mucho más severa.

Gráfica 6



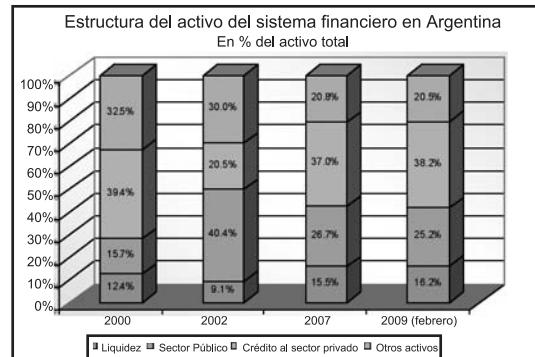
Ahora quiero referirme a los beneficios esperados y a los mitos del papel del sistema bancario. ¿Cuál es el propósito? Hasta hace un momento yo les decía que los Gobiernos gastan muchísimo dinero para salvar al sistema y cuando uno observa esos enormes paquetes de salvataje piensa: "El Gobierno debe saber a ciencia cierta que estos enormes costos son mucho más bajos que los beneficios que reporta salvar al sistema financiero del colapso". Sobre este punto también quiero plantear una pregunta abierta para mostrarles mi escepticismo respecto a esta relación entre beneficios y costos, lo que en términos más simples les quiero mostrar es que el sistema financiero no brinda todos los beneficios que estamos acostumbrados a leer en los libros de texto y que aprendemos en nuestros cursos de economía, acerca de que, en primer lugar, los bancos toman los depósitos para financiar a las empresas, con lo cual hace una contribución social muy positiva, si es que cumplen con este mandato. En segundo lugar, también aprendemos que los bancos eligen los mejores proyectos y, de esa manera, elevan la productividad del sistema económico. En tercer lugar, aprendemos que el sector privado, tanto las familias, pero especialmente las empresas, dependen fuertemente del crédito; y, por último, que el sistema financiero amortigua los shocks económicos; es decir, cuando tenemos algún problema.

Gráfica 7



Al menos teóricamente, cuando nos quedamos sin trabajo podemos pedir un crédito para continuar con nuestro consumo y evitar una caída indeseable en nuestros niveles de gastos. No obstante, vamos a ver si los datos respaldan estas premisas; en la gráfica 7 tenemos información para varios países desarrollados, en donde se incluye a Argentina, sobre el porcentaje del crédito al sector privado dirigido a las familias y a las empresas y lo que encontramos es que en todos los países las empresas, que son la parte amarilla de las columnas, no obtienen ni siquiera el 50% del crédito. Por ejemplo en EE UU: casi el 70% del crédito está dirigido a las familias y apenas el 31% a las empresas. Sobre el particular, no quiero hacer un juicio de valor respecto a si prestarle a las familias es malo o bueno, lo que sí es cierto es que prestarle a las empresas ayuda a desarrollar la inversión productiva y, por lo tanto, al crecimiento de largo plazo; mientras que prestarle a las familias tiene un efecto positivo sobre el bienestar, pero no necesariamente sobre el crecimiento de largo plazo.

Gráfica 8

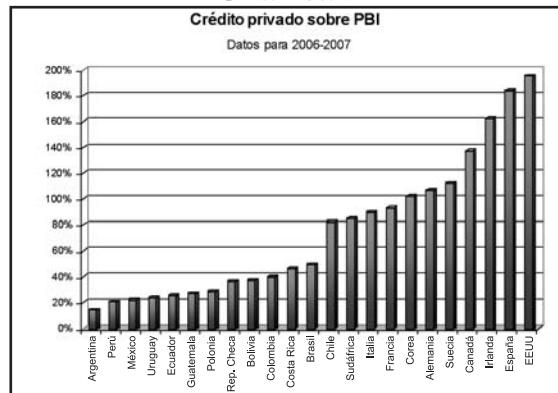


Con respecto a lo anterior, los datos de Argentina son muy particulares en cuanto a la estructura de activo de su sistema financiero, en la gráfica 8, con datos a febrero de 2009. La parte gris de la columna, equivalente al 38.2%, es el porcentaje del crédito que va al sector privado, y el resto financia otros activos, el crédito al Gobierno o la acumulación de reservas de liquidez.

Estos datos talvez son extremos y quizás no los vamos a encontrar en otros países; sin embargo, observando otras experiencias uno encuentra que el crédito al sector privado nunca es mayor al 50% ó 60% del activo. Por ejemplo, aquí en Guatemala, con los últimos datos disponibles, ese valor es del 55% y la liquidez es del 15%, de manera que los bancos no canalizan todos sus recursos para financiar empresas. Regularmente los bancos prestan a los sectores más productivos. Los datos de Argentina, para los años 1998 y 2008, muestran que en este período el país tuvo cambios muy drásticos en su estructura productiva y en sus precios relativos, ocasionando que la productividad esperada, por ejemplo, en el sector primario, aumentará muchísimo respecto a los otros sectores. Sin embargo, la estructura del crédito no ha cambiado mucho, incluso en algún trabajo que realicé encontré que los créditos del sistema bancario no responden a las condiciones de riesgo y de rentabilidad de los sectores. Por lo tanto, la idea que tenemos respecto a que el sistema financiero acompaña a los sectores de mayor crecimiento, de mayor dinamismo, no es una idea comprobada en los datos.

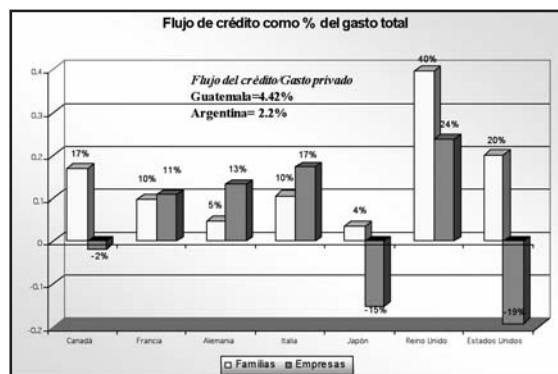
Conforme lo anterior: ¿cuán dependiente del crédito es el sector privado? La gráfica 9 nos muestra la relación crédito privado sobre PIB y vemos que en países como EE UU esa relación llega casi al 200% y en los países desarrollados supera normalmente el 100%. Guatemala está aquí con un valor aproximado de 30%, y cuando uno observa la gráfica 9 podría concluir que el crédito es muy importante para el sector privado.

Gráfica 9



Fuente: Organismos regulatorios nacionales y OCDE.

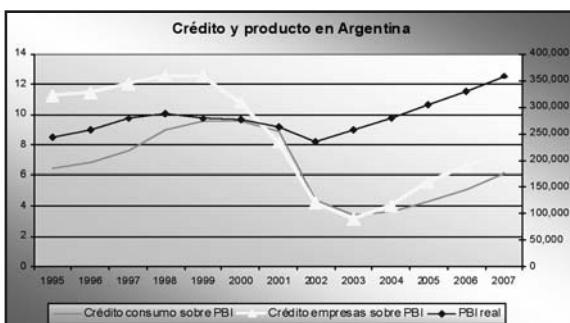
Gráfica 10



Sin embargo, esa tampoco es una lectura correcta de la información, lo que uno debería evaluar cada año es cuánto aumenta el crédito para financiar el nuevo gasto, es decir: se debe observar el flujo no el stock; y cuando uno mira el flujo, lo que encuentra es que estos valores son muy pequeños. No obstante, concentrémonos en dos países: Guatemala y Argentina y lo que encontramos, en la gráfica 10, es que en Guatemala apenas el 4.42% del gasto privado se financia con crédito, ¿Qué significa esto? Que de cada Q100.00 que gasta el sector privado en Guatemala, Q96.00 son recursos propios de las familias o de las empresas y apenas Q4.00 provienen del crédito bancario. Al respecto, no necesitamos ahondar mucho en este punto para darnos cuenta de que la dependencia del crédito, que nosotros tomamos como un hecho, no existe. Los datos presentados aquí se repiten en todas las economías del mundo, respecto

a que un pequeño porcentaje del gasto se financia con recursos del sistema bancario. Por lo tanto, esa preocupación exagerada de los Gobiernos por salvar el sistema por temor a que caiga el crédito y, en consecuencia, la inversión en el consumo, tampoco se evidencia en los datos; porque el sector privado es en un grado muy importante independiente de lo que ocurra en el sistema financiero. Entonces: ¿será que el sistema financiero amortigua los shocks económicos? Rápidamente podría decir que no, a continuación, en la gráfica 11, les presento datos de Argentina de los años 1995 al 2007, el PIB real es la línea azul y las líneas amarilla y anaranjada son el crédito a las empresas y al consumo. Los datos presentados muestran que el crédito subió moderadamente en la segunda mitad de los años 90 cuando la economía estaba mal; posteriormente, cuando la economía entró en crisis en el año 2002, cayó el crédito, como una respuesta pasiva a la situación económica, por lo que no actuó como un amortiguador de los problemas que estaba padeciendo el sector privado. Tomando en cuenta que el crédito cae cuando la economía anda mal, quisiera compartirles un adagio muy conocido que dice: "El crédito es un paraguas que te dan los bancos cuando sale el sol; cuando llueve, te lo saca", tal como nos lo muestran los datos.

Gráfica 11



Para finalizar mi exposición quisiera referirme a cuáles son las lecciones. Voy a partir de que no hay país inmune a una crisis financiera, todas las crisis se originan en la bonanza previa, donde todos los agentes (tanto del sector privado como, lamentablemente, los reguladores) muestran euforia

excesiva y miopía que no les permite prever los males que están por venir. Otro factor que ayuda a que se originen las crisis es la percepción de los intermediarios de que no se penalizará la asunción de riesgos. Las economías inestables tienen sistemas financieros frágiles por definición y los requisitos de liquidez y capital no atenúan dicha fragilidad, por lo que es deseable que el sistema financiero y la innovación financiera crezcan lentamente y bajo un control muy estricto de las autoridades. No se puede dejar expuesto al mercado un desarrollo desenfrenado del crédito y de la innovación financiera que va a ser insostenible; lamentablemente, a la larga se necesita planificar las acciones para enfrentar la crisis.

En todas nuestras crisis de décadas previas, así como en la actual crisis, hemos visto que episodios de crisis tomaron a los Gobiernos totalmente con la guardia baja. No había ningún plan preestablecido y el Gobierno y el regulador tuvieron que actuar como un bombero. El bombero no puede en el momento que aparece el incendio salir a buscar la manguera, el camión ya las tiene que tener listas; lo mismo debería hacer el regulador. Un buen regulador no es el que salva un sistema en llamas, sino el que previene el incendio. Es por ello que enfatizo mucho la necesidad de prever las acciones que se van a tomar en caso de crisis; para esto lo que deberían de hacer los Gobiernos, el regulador en particular, es plantear distintos escenarios y tratar de estimar cuáles son los riesgos sistémicos para saber cuáles son las consecuencias y las medidas que deben tomarse en cada uno de estos escenarios. Para terminar quisiera enfatizar en que es muy importante respetar el principio básico de que quien toma riesgos debe pagar los costos, de otra manera lo que vamos a tener es la incubación de la siguiente crisis. Muchas gracias.

Eddy Carpio: Gracias, doctor Bebczuk, por su excelente presentación; la evidencia que ha presentado, sobre la ruptura de ese paradigma, ha despertado mucho interés en el público. En línea con las lecciones que presentó, aquí hay un comentario interesante que dice: Hasta finales de 2008 se hablaba mucho sobre los sólidos fundamentos macroeconómicos con los que contaba la región centroamericana para enfrentar la crisis internacional, y hasta se creía que había cierta inmunidad, especialmente porque no había fuerte exposición en activos tóxicos; sin embargo, a

principios de este año el contagio se da a través del sector real de la economía y las autoridades comienzan a tomar medidas: ¿cree usted que la fortaleza macroeconómica de la región se convirtió en un incentivo perverso que retrasó la toma de decisiones?

Doctor Bebczuk: Ciertamente la crisis ha terminado impactando a nuestros países a pesar de estas buenas condiciones fiscales y monetarias previas, pero no estoy de acuerdo con que esto haya actuado como incentivo perverso. Tenemos que reconocer que el sistema financiero, en nuestros países, ha estado bien preparado, relativamente bien regulado en estos años y lo que hemos estado sufriendo en estos últimos meses es el lado negativo de la interdependencia económica, estamos asociados por lazos comerciales y financieros con otros países y es poco lo que podemos achacar a nuestras autoridades.

Eddy Carpio: Otra pregunta plantea: al analizar su presentación se resalta el rol del crédito al sector privado por parte del sistema bancario y el papel que éste juega en amortiguar los shocks económicos. Según decía, esa evidencia parecía estar todavía confirmándose; sin embargo, se observa que muchas de las medidas adoptadas por los países en Latinoamérica han estado orientadas a aumentar la liquidez, la cual en última instancia busca restablecer el canal crediticio: ¿qué cree que están esperando los mercados financieros para restablecer dicho canal en las actuales condiciones de aversión al riesgo? y ¿considera usted que dicho restablecimiento realmente ayudará a mitigar los efectos de la crisis?

Doctor Bebczuk: Es cierto que, como mostraba Eduardo Cavallo en varios gráficos, ha habido un aumento en el cambio de las políticas monetarias a favor de dotar de mayor liquidez al sistema financiero. Sin embargo, este cambio en las condiciones monetarias no necesariamente tiene que traducirse en un aumento del crédito por dos razones: por un lado, los propios bancos, como veíamos en algunos de los gráficos, tienen interés en mantener altos niveles de liquidez como una medida precautoria frente al riesgo reinante y, por el otro lado, tampoco podemos ignorar que hay un problema de demanda de crédito cuando la economía se encuentra en una situación de bajo crecimiento o de crecimiento negativo, dado que

los demandantes de crédito, tanto familias como empresas, retraen esa demanda crediticia, con lo cual no debería haber una asociación directa entre mayor liquidez y mayor crédito.

Eddy Carpio: Tengo otra pregunta que me resulta interesante por su connotación y dice: si bien el costo monetario del intervencionismo es elevado: ¿el beneficio social podría no serlo?

Doctor Bebczuk: Eso es lo que intentaba sugerir; no tengo cifras como para dar una opinión más categórica y decir que los costos de los salvatajes son mayores que los beneficios. No lo puedo decir, pero creo que todas estas afirmaciones, que como yo mismo reconozco, son provocativas y polémicas, no intentan poner en tela de juicio la necesidad de continuar con estos programas de salvataje del sistema financiero y de estímulo a la actividad del sector privado en este momento. Lo que sí creo es que hay que cambiar las reglas de la arquitectura financiera en todo el mundo y pensar si realmente hacer una estimación de estos costos y beneficios, tiendo a coincidir en parte con el comentario, pero como profesional no estaría dispuesto a afirmar que los costos superan a los beneficios.

Eddy Carpio: Por cuestiones de tiempo le traslado la última pregunta, que está en línea con lo que usted mencionaba justo en esta respuesta que nos daba. Respecto al resto de preguntas las trasladaré al panel de discusión para que puedan ser planteadas y poder atender todas las inquietudes de nuestro público. La pregunta dice: recientemente el G-20 acordó triplicar la capacidad prestable del FMI; sin embargo, se discutió la necesidad de adoptar reformas adicionales relativas a la concesión de préstamos y a la condicionalidad del FMI e instó a la institución a acelerar su actuar: ¿cree usted que la actual crisis abre una puerta para pensar en una nueva arquitectura financiera internacional?

Doctor Bebczuk: Sin duda, las discusiones en foros como el G-20 apuntan definitivamente en ese sentido. Lo que vemos respecto al Fondo Monetario Internacional es que está cambiando su filosofía, antes se basaba -a la hora de conceder préstamos- en el monitoreo ex-post de la economía; esto quiere decir

que una economía con problemas llamaba al FMI y le pedía un préstamo. El fondo iba y evaluaba la economía y, como la situación era mala, muchas veces terminaba negándole el préstamo. Ahora la idea, a través de estas nuevas líneas de crédito, es hacer un monitoreo ex-ante, es decir, tratar de observar si la economía antes de la crisis estaba en una situación sólida y, en tal caso, hacerle el préstamo sin importar como es su situación post-crisis, dado que se estaría pensando que el problema es atribuible a la crisis y no a problemas propios del país. Este es parte de algunos de los cambios que se avecinan, que ya están en práctica y que vamos a seguir observando. Es muy estimulante y fascinante lo que está pasando y lo que va a ocurrir en los próximos años, respecto a muchos de los paradigmas económicos que todos aceptábamos como ciertos, tanto en círculos académicos como en círculos de política económica. Por lo tanto, debemos estar continuamente observando qué va a pasar, porque nos vamos a encontrar con un mundo económico muy distinto al que hemos estado viviendo hasta este momento. Gracias.

Junta Monetaria¹

Miembros Titulares

María Antonieta Del Cid Navas de Bonilla
Presidenta

Julio Roberto Suárez Guerra
Vicepresidente

Juan Alberto Fuentes Knight
Ministro de Finanzas Públicas

Rubén Estuardo Morales Monroy
Ministro de Economía

Max Erwin Quirín Schoder
Electo por las asociaciones
empresariales de comercio,
industria y agricultura

Mario Roberto Aldana Pérez
Ministro de Agricultura, Ganadería y Alimentación

Luis Rolando Lara Grojec
Electo por los presidentes de los consejos de
administración o juntas directivas de los
bancos privados nacionales

Luis Fernando Pérez Martínez
Electo por el Congreso de la República

José Rolando Secaida Morales
Electo por el Consejo Superior de la
Universidad de San Carlos de Guatemala

Gabriel Biguria Ortega
Electo por los presidentes de los consejos de
administración o juntas directivas de los bancos
privados nacionales

Miguel Angel Lira Trujillo
Electo por el Consejo Superior de la Universidad de
San Carlos de Guatemala

Edgar Alfredo Balsells Conde
Electo por el Congreso de la República

Asesores Permanentes

Manuel Augusto Alonzo Araujo
Gerente General

Oscar Roberto Monterroso Sazo
Gerente Económico

Sergio Francisco Recinos Rivera
Gerente Financiero

Leonel Hipólito Moreno Mérida
Gerente Jurídico

Juan Carlos Castañeda Fuentes
Director
Departamento de Estudios Económicos

Edgar Baltazar Barquín Durán
Superintendente de Bancos

Armando Felipe García Salas Alvarado
Secretario

Miembros Suplentes

Sergio de la Torre Gimeno
Electo por las asociaciones
empresariales de comercio,
industria y agricultura

¹ En funciones al 31 de diciembre de 2009

Banco de Guatemala

Autoridades¹

María Antonieta Del Cid Navas de Bonilla
Presidenta

Julio Roberto Suárez Guerra
Vicepresidente

Manuel Augusto Alonzo Araujo
Gerente General

Oscar Roberto Monterroso Sazo
Gerente Económico

Sergio Francisco Recinos Rivera
Gerente Financiero

Antonieta Gutiérrez Escobar
Gerente Administrativo

Leonel Hipólito Moreno Mérida
Gerente Jurídico

Funcionarios Superiores²

Juan Carlos Castañeda Fuentes
Departamento de Estudios Económicos
Director

Carlos Eduardo Castillo Maldonado
Departamento de Estudios Económicos
Subdirector

Eddy Roberto Carpio Sam
Departamento de Estudios Económicos
Subdirector

Sergio Javier López Toledo
Departamento de Investigaciones Económicas
Subdirector

Otto René López Fernández
Departamento de Estadísticas Económicas
Director

Fernando Wladimir Danilo Estrada Pérez
Departamento de Estadísticas Económicas
Subdirector

Pablo Antonio Marroquín Fernández
Departamento de Análisis Bancario y Financiero
Director

Rómulo Oswaldo Divas Muñoz
Departamento de Operaciones de Estabilización Monetaria
Director

Jorge Vinicio Cáceres Dávila
Departamento de Operaciones de Estabilización Monetaria
Subdirector

Edgar Rolando Lemus Ramírez
Departamento Internacional
Director

Jorge Aníbal Del Cid Aguilar
Unidad de Análisis de Riesgo de Reservas Monetarias Internacionales
Asesor III

Byron Leopoldo Sagastume Hernández
Departamento de Contabilidad
Director

Marco Antonio de Jesús Folgar Chapetón
Departamento de Contabilidad
Subdirector

José Fernando Ramírez Velásquez
Departamento de Emisión Monetaria
Director

Carlos Humberto Estrada Castro
Departamento de Emisión Monetaria
Subdirector

Mynor Humberto Saravia Sánchez
Departamento de Servicios Administrativos y Seguridad
Director

Mario Roberto León Ardón
Departamento de Servicios Administrativos y Seguridad
Subdirector

Salvador Orlando Carrillo Grajeda
Departamento de Recursos Humanos
Director

Erick Prado Carvajal
Departamento de Recursos Humanos
Subdirector

José René Lorente Méndez
Departamento de Recursos Humanos
Subdirector

Ariel Rodas Calderón
Departamento de Tecnologías de Información
Director

Byron Saúl Girón Mayén
Departamento de Tecnologías de Información
Subdirector

César Augusto Martínez Alarcón
Asesoría Jurídica
Asesor III

Gerardo Noél Orozco Godímez
Asesoría Jurídica
Asesor III

Fernando Villagrán Guerra
Asesoría Jurídica
Asesor II

Bernardino González Leiva
Auditoría Interna
Auditor Interno

Erwin Roberto Camposeco Córdova
Subauditoría Interna
Subauditor Interno

Ivar Ernesto Romero Chinchilla
Departamento de Comunicación y Relaciones Institucionales
Subdirector

Armando Felipe García Salas Alvarado
Junta Monetaria
Secretario

Aníbal García Ortiz
Junta Monetaria
Subsecretario

¹ En funciones al 31 de diciembre de 2009
² En funciones al 31 de diciembre de 2009

Red nacional de Bibliotecas del Banco de Guatemala

Guatemala

Ciudad Guatemala

- 1) Biblioteca Central
7^a. avenida, 22-01, zona 1
- 2) Parque Colón (interior)
8^a. calle, entre 11 y 12 avenidas, zona 1
- 3) Instituto “Dr. Carlos Federico Mora”
Calzada San Juan, 32-50, zona 7
Colonia Centroamérica
- 4) Parque Navidad
Diagonal 34, zona 5

Amatitlán

- 5) 5^a. calle y 4^a. avenida, esquina
Barrio La Cruz

Villa Canales

- 6) 8^a. calle, 2-64, zona 1

San José Pinula

- 7) 1a. calle, 4-30, zona 2
Edificio municipal

Santa Catarina Pinula

- 8) Edificio Municipal
1^a. calle, 5-50, zona 1

Alta Verapaz

Cobán

- 9) Calzada Rabín Ajau, zona 11, Salida a Chisec
Instituto de la Juventud y el Deporte

Cobán

- 10) 1^a. calle, 5-24, zona 2

Baja Verapaz

Rabinal

- 11) 4^a. avenida, 2-37, zona 3

Salamá

- 12) 5^a. avenida, 6-21, zona 1

Chimaltenango

San Martín Jilotepeque

- 13) Plaza Central, frente a municipalidad

Patzún

- 14) 3^a. calle, 5-48, zona 1

Chimaltenango

- 15) 2^a. avenida, 2-20, zona 3, nivel 2

Zaragoza

- 16) 7^a. avenida Norte, No. 3
Frente al parque Central

Chiquimula

Quezaltepeque

- 17) 3^a. calle y 2^a. avenida, zona 2

Ipala

- 18) 3^a. avenida, 1-61, zona 4
2º. nivel, Supervisión Educativa

Olopa

- 19) A un costado del parque Central

Chiquimula

- 20) 6^a. avenida, 3-00, zona 1, nivel 2
Edificio municipal

El Progreso

Guastatoya

- 21) Avenida Principal

Morazán

- 22) Barrio Concepción

El Jícaro

- 23) Calle Principal, barrio El Centro
Edificio municipal, nivel 2

Escuintla

Tiquisate

- 24) 4^a. calle, zona 1
Edificio municipal

Escuintla

- 25) 3^a. avenida, 3-63, zona 1

Puerto San José

- 26) Edificio Banco de Guatemala
Avenida de “El Comercio”

Santa Lucía Cotzumalguapa

- 27) 5^a. calle, 3-39, zona 1

Huehuetenango

San Antonio Huista

- 28) Cantón Central

Huehuetenango

- 29) 4^a. calle, 5-07, zona 1

Izabal

Puerto Barrios

30) 7^a. calle y 8^a. avenida, esquina, zona 1
parque “José María Reyna Barrios”

Jalapa

Jalapa

31) Calle “Tránsito Rojas”
5-46, zona 6, nivel 2

San Luis Jilotepeque

32) Edificio municipal
Barrio El Centro

Jutiapa

Asunción Mita

33) Edificio Fundabiem
A un costado del parque Central

El Progreso

34) Calle Principal y avenida Achuapa
Casa de la Cultura

Petén

Melchor de Mencos

35) Barrio El Centro

San Francisco

36) A la par del Puesto de Salud

San Luis

37) Barrio El Centro,
frente a Posada San Antonio

San Benito

38) 5^a. avenida, entre 8^a. y 9^a. calles, zona 1

Quetzaltenango

El Palmar

39) Edificio de la Cruz Roja

Coatepeque

40) Barrio San Francisco (costado de la línea férrea)

Quetzaltenango

41) 12 avenida, 5-12, zona 1

Quiché

Pachalum

42) Calle Las Flores

Santa Cruz del Quiché

43) 3^a. calle, 4-00, zona 5

Canillá

44) Frente al edificio municipal

Retalhuleu

Champerico

45) Avenida del Ferrocarril
Costado del parque Central, nivel 2

Retalhuleu

46) 6^a. avenida, 6-18,
zona 1, nivel 2

Sacatepéquez

Antigua Guatemala

47) Portal Las Panaderas
5^a. avenida Norte, No. 2, nivel 2

Sumpango

48) 0 avenida, 1-18, zona 3
Frente a municipalidad

San Marcos

San Marcos

49) 9^a. calle, 7-54, zona 1

Malacatán

50) Instituto Experimental de
Educación Básica con Orientación
Industrial y Magisterio
3^a. avenida, entre 1^a. y 2^a. calles,
zona 1, colonia El Maestro

San Pablo

51) Edificio municipal, frente al parque Central

Tecún Umán

52) 1^a. avenida, entre 3^a. y 4^a. calles,
zona 1, local del Banco de Guatemala

Santa Rosa

Chiquimulilla

53) 1^a. calle B y 2^a. avenida, zona 1
Edificio municipal

Barberena

54) 4^a. calle y 4^a. avenida, zona 1

Guazacapán

55) Barrio San Miguel Centro
Edificio municipal

Cuilapa

56) 4^a. calle, 1-51, zona 4
Barrio La Parroquia
Centro de Atención Integral

Sololá

Sololá
57) 7^a. avenida, 8-72,
zona 2, nivel 2
Banco G&T

Suchitepéquez

Mazatenango
58) 7^a. calle, 3-18, zona 1

Totonicapán

Totonicapán
59) 7^a. avenida y 5^a. calle,
zona 1, nivel 2

Zacapa

Zacapa
60) 4^a. calle, 14-32,
zona 1, nivel 2

Gualán

61) Barrio El Centro
Edificio municipal, nivel 2

Estanzuela

62) 1^a. calle, 2-00, zona 1

Río Hondo

63) 6^a. calle, 2-43, zona 1
Barrio El Centro
frente a municipalidad

