

## América Latina en la crisis actual



Banco Interamericano de Desarrollo  
Departamento de Investigación

Volumen 19  
Mayo-Agosto, 2009

América Latina no podía sustraerse a la tormenta financiera que se ha extendido por todo el planeta. A medida que las grandes empresas hipotecarias Fannie Mae y Freddie Mac vacilaban al borde del precipicio y Lehman Brothers quebraba, la crisis se fue agudizando y se hizo inevitable una profunda recesión en Estados Unidos, Europa y Japón. Hasta entonces los países de América Latina se habían mantenido relativamente ilesos y con los dedos cruzados, con la esperanza de que no los alcanzara el temporal. Después de todo, muchos países de la región tenían sus asuntos internos en orden y habían salido favorecidos por el alza de los precios del petróleo, metales, alimentos y otros productos básicos (*commodities*). Pero el fantasma de un desplome de la demanda agregada provocó una caída libre de los precios de los productos básicos y los términos del intercambio comercial de las siete economías principales de América Latina (LAC-7) desmejoraron en 25% desde su punto más alto, en julio de 2008, hasta diciembre de 2008. Para colmo de males, los precios de los bonos corporativos bajaron 21% entre septiembre de 2008 y marzo de 2009 y los niveles de emisión se vinieron abajo, una señal de que el acceso a los mercados crediticios internacionales básicamente se había cerrado.

Si bien los emisores corporativos se quedaron sin acceso, en el caso de los emisores soberanos la situación parecía ser otra. Los precios de los bonos soberanos de América Latina habían bajado aproximadamente en 16% y los diferenciales se mantenían en 650 bps en marzo de 2009. Sin embargo, datos más recientes sobre las emisiones indican que el acceso a los mercados internacionales de capitales sigue estando abierto

y mejorando. Los gobiernos consiguieron colocar \$57,000 millones de deuda nueva en el primer trimestre de 2009, por debajo de los \$70,000 millones colocados en el segundo trimestre de 2008. No obstante, aunque los mercados se mantuvieron abiertos, sus condiciones se deterioraron considerablemente en términos de vencimiento:

la emisión de deuda de corto plazo como proporción de la emisión total de los gobiernos de América Latina dio un salto de 29% en el segundo trimestre de 2007 a 63% a finales de 2008. Este contexto, en el que el acceso a los mercados de capitales no está cerrado del todo, sino que presenta diferenciales mucho mayores y vencimientos mucho más cortos, se ha dado en llamar “precarización” financiera, o

FP (por sus siglas en inglés). El contraste entre una parada súbita (SS) y la FP es una distinción clave con implicaciones importantes para la dinámica macroeconómica y las percepciones de riesgo de la región.

Este contexto es distinto al de la crisis rusa de 1998, cuando, apenas a un mes de declarada la crisis, los diferenciales en los mercados emergentes (EM) alcanzaron casi 1700 bps y los EM fueron cayendo uno tras otro como fichas de dominó. Los niveles de los diferenciales de los títulos soberanos, de alrededor de 630 bps en marzo de 2009, están muy por debajo de los registrados durante la debacle de la crisis rusa.

¿Cuál es la diferencia esta vez? Por un lado, los EM no formaron parte del epicentro de la crisis sino que fueron más bien espectadores. Además, la crisis de los préstamos hipotecarios de alto riesgo tuvo en la Reserva Federal de Estados Unidos un acreedor de última instancia sólido que aportó una

Una recuperación mundial lenta puede representar para la región retos para nada triviales.

### EN ESTA EDICIÓN

Evaluar los posibles daños: ¿Qué tan vasto es el desierto? **3**

La liquidez sí importa **6**

Analizar los pros y los contras: Opciones de políticas en tiempos sin precedentes **9**

Por qué intervinieron los organismos multilaterales **10**

Publicaciones nuevas **12**

Noticias de nuestras redes **16**

### YA ESTÁ DISPONIBLE!



Ordénalo en amazon.com

► Continúa en la página 2

# América Latina en la crisis actual

► viene de la página 1

liquidez ingente, de hecho, una función que estuvo básicamente ausente durante la crisis de Rusia. El hecho de que la crisis actual sea de alcance mundial brinda incentivos para que los países industrializados ofrezcan apoyo financiero a los EM.

Otra diferencia es que América Latina luce más sólida ahora que a finales de los años 90 en algunos aspectos pertinentes. En particular, los niveles de dolarización de pasivos son actualmente mucho menores en promedio y los déficit de cuenta corriente son mucho menos significativos ahora que durante la crisis rusa, lo que implica que en caso de producirse una parada súbita, habría una variación menor del tipo de cambio real. Estos dos factores han sido señalados como componentes claves de la probabilidad de que se produzca una parada súbita en los flujos de capital, en vista de sus repercusiones sobre la valuación de pasivos, y ello bien podría explicar por qué América Latina ha conseguido aguantar tan bien la primera oleada de la crisis mundial. Su desempeño hasta ahora se diferencia marcadamente del de otras regiones del mundo, tales como la Europa emergente, donde la dolarización es rampante y los déficit de cuenta corriente son considerables.

Sin embargo, aunque hasta ahora la puerta de acceso a los mercados se ha mantenido abierta para los emisores soberanos, no lo está de par en par. Más bien, el acceso tiene lugar en un contexto de FP, es decir, con tasas de interés más altas y vencimientos mucho más breves. La FP implica que la región está en circunstancias completamente distintas a las de una parada súbita. En una parada súbita, debido a que los mercados crediticios están cerrados, las consideraciones sobre las existencias de deuda constituyen una amenaza directa para la liquidez internacional, ya que a los países les resulta difícil refinanciar sus vencimientos de deuda, lo que deja muy poco espacio de maniobra para políticas. Sin embargo, en una FP, el acceso a los mercados no está cerrado del todo, pero se puede obtener crédito en términos

más precarios, por lo que conviene mantener un ojo puesto sobre la liquidez.

El shock triple de los factores externos —recesión en los países industrializados, pronunciada caída de los precios de los productos básicos y de los términos de intercambio comercial, y la FP tal como ya se describió— tiene implicaciones importantes para las proyecciones de crecimiento de América Latina. Las proyecciones de crecimiento de los mercados de LAC-7 en 2009 se modificaron a la baja, pasando de 2,5% en octubre de 2008 a -0,9% en marzo de 2009 y a -2% en julio, lo que se corresponde con el deterioro de las condiciones mundiales. Sin embargo, la región anticipa volver al crecimiento positivo en 2010, suponiendo que la economía estadounidense toque fondo en 2009.

Hasta ahora, los gobiernos de la región se han inclinado a favor de la aplicación de políticas monetarias y fiscales expansivas para compensar el deterioro de las condiciones externas, y han recibido la aprobación intelectual y financiera de la comunidad internacional. Con una mayor flexibilidad cambiaria y una política monetaria más independiente, el grupo del LAC-7 había devaluado sus monedas en casi 30% hacia marzo de 2009, al mismo tiempo que reducía gradualmente las tasas de interés. Esta respuesta de políticas se diferencia claramente de la que tuvo lugar tras la crisis de Rusia en 1998, cuando imperó la intervención cambiaria y las tasas de interés se dispararon en respuesta a la crisis.

La política fiscal también se ha inclinado a favor de la expansión. Varios países han anunciado programas de gasto adicional o recortes tributarios, o ambas cosas, para poder apoyar el crecimiento, que varían de 1,5% del PIB en México a 6,4% del PIB en Argentina. Una vez más, estos anuncios de políticas se diferencian marcadamente de la respuesta de políticas que se produjo tras la crisis rusa de 1998, cuando los países del LAC-7 exhibieron un impulso fiscal negativo equivalente a 2% del PIB.

En síntesis, América Latina se ha visto arrastrada hacia esta nueva y más

fea etapa de la crisis mundial, pero ha superado la primera oleada de sacudidas relativamente indemne. Esto ha llevado a muchos a pensar lo siguiente:

- América Latina parte con indicadores fundamentales sólidos para sobrellevar el deterioro de las condiciones mundiales.
- La región está mejor equipada que hace diez años para adoptar políticas monetarias y fiscales anticíclicas a fin de atenuar el impacto de shocks externos adversos.
- Los organismos multilaterales están listos para apoyar a América Latina a otros mercados emergentes, en vista del alcance mundial de la crisis.
- La recesión en 2009 será relativamente profunda pero poco duradera y la región debería regresar al crecimiento positivo en 2010.
- Como consecuencia de ello, el efecto de la crisis mundial se limitará al sector real, pero las crisis de liquidez y los colapsos económicos, tan comunes en el pasado, se podrán evitar en gran medida.

Desafortunadamente, esto explica únicamente la panorámica actual. Es sólo una instantánea de la situación actual. Pero, ¿qué hay de la película? Eso dependerá en gran medida de los acontecimientos futuros en los países industrializados.

¿Qué pasa en caso de que la recuperación mundial sea más prolongada que lo anticipado? ¿Puede América Latina sobrellevar la adversidad que enfrenta? En esta edición de *IDEA* se analizan los escenarios más probables que tiene por delante América Latina, junto con recomendaciones de políticas y los programas multilaterales de apoyo disponibles para hacer frente a la crisis mundial. Se recurre a la investigación presentada en *Dilemas de política económica en tiempos sin precedentes: Como enfrentar la crisis global en América Latina*, un documento coordinado por Alejandro

► Continúa en la página 3

# Evaluar los posibles daños: ¿Qué tan vasto es el desierto?

¿Qué significa la crisis mundial para América Latina? Eso depende. Hay algunas señales de “brotes verdes” en la economía de Estados Unidos, pero todavía hay sustanciales dudas sobre si la crisis ha tocado fondo o no y también sobre la rapidez de la recuperación. Por ello, los hacedores de políticas de América Latina tienen por delante escenarios económicos mundiales muy inciertos. ¿Será rápida la recuperación o será más prolongada? En otras palabras, qué tan grande es el desierto que habrá que cruzar? Esta pregunta es clave porque la respuesta determinará en gran medida el conjunto adecuado de políticas que corresponda aplicar. Para cruzar una estrecha franja árida se puede disponer más libremente del agua que hay en la cantimplora. Pero, ¿qué tal si el desierto es más vasto y la caravana se queda sin agua antes del final de la travesía?

A fin de evaluar los daños potenciales que podría sufrir la región se desarrollan dos escenarios que recogen la incertidumbre acerca de los acontecimientos mundiales futuros. El primer escenario plantea una recuperación relativamente rápida y se conoce como el escenario de “recuperación en forma de V”. El segundo escenario plantea una recuperación más prolongada y se denomina escenario de “recuperación en forma de L”. Ninguno de los dos prevé

acontecimientos catastróficos en EE.UU. ni en la economía mundial, del tipo que pudiera significar un desastre para los fundamentos de las siete economías más importantes de América Latina (LAC-7).

**Escenario de recuperación en forma de V. Supuestos.** Según los supuestos en los que se basa la recuperación en forma de V, la economía estadounidense tocó fondo en junio de 2009, la contracción de mayor magnitud fue de 2,6% y se recuperará a los niveles de producción previos a la crisis en septiembre de 2010. A partir de allí la economía registraría un crecimiento anual de aproximadamente 3%, que es el promedio anterior a la crisis durante la década del 90 y hasta 2006. También se anticipa que los precios de los productos básicos (*commodities*) inicien una suba gradual y que alcancen sus niveles previos a la crisis (de diciembre de 2006) precisamente cuando el PIB de EE.UU. se recupere a sus niveles pre-crisis. A partir de entonces vuelven a crecer a la tasa habitual (1990–2006) de 2,9%. En LAC-7, los términos de intercambio imitan la evolución de los precios de los productos básicos según su correlación histórica.

Por último, se supone que el rendimiento de los bonos del Tesoro de EE.UU. se mantiene levemente por encima de 3%

durante el período del análisis, mientras que los diferenciales del EMBI alcanzan un punto máximo de 660 bps durante el primer semestre de 2009 para luego registrar una baja sostenida hasta 400 bps cuando el PIB estadounidense se recupera a los niveles previos a la crisis. La elección del nuevo piso del EMBI responde a la expectativa de que los diferenciales se mantendrán en niveles más altos que los del final del reciente período de expansión (un mínimo sin precedentes) pero más cercanos a los niveles imperantes antes de las crisis de Asia y Rusia de 1997–98.

**Escenario en forma de L.** El llamado escenario en forma de L describe un entorno externo más difícil. Pero no se trata de un escenario catastrófico ni uno que se aleje mucho del escenario en forma de V: el PIB de EE.UU. y la producción industrial del G-7 caen a un nivel mínimo al mismo tiempo que en el escenario en forma de V y la contracción de pico a valle del PIB de EE.UU. y la producción industrial del G-7 es idéntica en ambos escenarios, pero en el escenario en forma de L, el PIB de EE.UU. y la producción industrial del G-7 se recuperan a la mitad de la tasa de crecimiento histórica. Esto significa que el PIB de EE.UU. alcanza sus niveles pre-crisis en junio de 2011, tres trimestres después que el escenario en forma de V, y que la producción industrial del G-7 alcanza sus niveles previos a la crisis en diciembre de 2013. De hecho, este escenario concuerda mejor con la evidencia disponible de crisis financieras graves, las cuales tienden a ser más profundas y a durar más que las recesiones corrientes. En promedio, durante esos episodios se necesita alrededor de cuatro años para que la producción vuelva a los niveles previos a la crisis. En este escenario no se anticipa que los precios de los productos básicos y los términos de intercambio comercial se recuperen a sus

► Continúa en la página 4

## América Latina en la crisis... ► viene de la página 2

Izquierdo y Ernesto Talvi para la asamblea anual del Banco Interamericano de Desarrollo. Eventualmente, América Latina puede tener que afrontar fuertes desafíos si la recuperación mundial no se produce de forma rápida. En este boletín se analiza la manera en que los acontecimientos mun-

diales y las opciones de políticas inciden sobre los resultados macroeconómicos, dada la naturaleza de una crisis financiera en la que la liquidez fue un tema central y se presenta el argumento de que una recuperación mundial lenta puede representar para la región retos para nada triviales.

## Evaluar los posibles daños: ¿Qué tan vasto es el desierto?

► viene de la página 3

niveles de antes de la crisis (diciembre de 2006) hasta que la producción industrial del G-7 se recupere a sus niveles pre-crisis (diciembre de 2013). Los diferenciales del EMBI disminuyen más lentamente, alcanzando el nivel mínimo de 400 bps cuando la producción industrial del G-7 se recupera a sus niveles previos a la crisis.

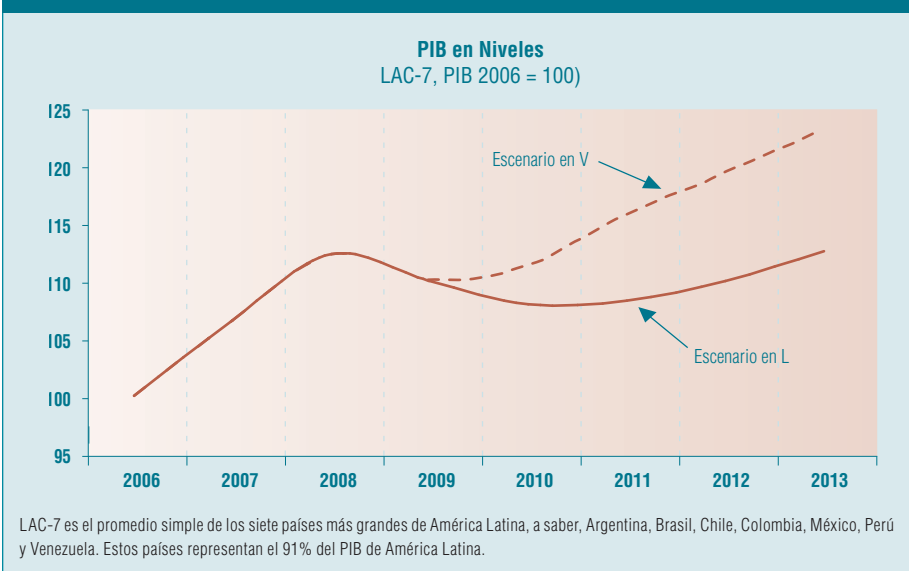
### Los escenarios para América Latina

Dados los dos grupos de supuestos sobre los escenarios mundiales, el siguiente paso es establecer el vínculo entre el comportamiento externo y la actividad económica interna. Los resultados de este ejercicio para el promedio regional de América Latina se resumen en el Gráfico 1, tanto para niveles del PIB como sus tasas de crecimiento. Las simulaciones del escenario en forma de V arrojan una disminución del PIB de LAC-7 de 1,9% en 2009, un crecimiento positivo de 1,1% en 2010 y otro de 2,9% en 2011. Esta dinámica implica que se produce un valle en septiembre de 2009, una contracción de pico a valle de alrededor de 4% y una recuperación a los niveles previos a la crisis para marzo de 2011, lo que se corresponde plenamente con las expectativas del mercado.

Como era de esperarse, en el escenario en forma de L la recesión en LAC-7 es más profunda y prolongada. La región encara dos años de baja del PIB —2,1% en 2009 y 1,8% en 2010— para registrar una recuperación muy leve de 0,3% en 2011. Esta dinámica implica que en marzo de 2010 se produce un valle, una contracción de pico a valle de aproximadamente 5% y una lenta recuperación a los niveles previos a la crisis para diciembre de 2013. Estos resultados se deben a un menor crecimiento mundial, la recuperación más débil de los términos de intercambio y persistentes diferenciales del EMBI elevados.

Las diferencias entre la recuperación del escenario en forma de V y la del escenario en forma de L se pueden resumir

Gráfico 1. Actividad económica en latinoamérica bajo dos escenarios alternativos



así: aunque en el escenario en forma de V el crecimiento de la producción regresa a su promedio histórico de 3% con relativa rapidez, el escenario en forma de L supone un desempeño inferior persistente relativo al promedio histórico (véase el Gráfico 1, Panel b). En cualquier caso, el desempeño de la producción durante los próximos cinco años sería deslucido en el mejor de los casos y muy por debajo de los niveles de crecimiento promedio de 6% de los últimos años. Más aún, en el escenario en forma de L, el crecimiento promedio se acerca a cero durante los próximos cinco años, lo que indica que las secuelas de la crisis mundial se harían sentir durante años y que América Latina haría bien en prepararse para esa situación durante un buen tiempo.

La posición fiscal de la región desmejorará en tres áreas: baja de los ingresos a medida que desmejora el crecimiento del PIB, precios de los productos básicos relativamente mas bajos y alza de los costos de financiamiento. En el escenario en forma de V se anticipa que los ingresos

disminuyen aproximadamente en 5,2% en promedio en términos reales en 2009 y en 2,2% más en 2010. En 2009, el contraste con el escenario en forma de L no es considerable, con una baja de los ingresos de 5,7%, pero sí lo es en 2010, cuando los ingresos se desploman en 6,4%.

En lo que concierne al equilibrio fiscal, las perspectivas son poco alentadoras, incluso si se supone que el gasto primario se mantiene constante en términos reales a los niveles de 2008, lo cual es una posición políticamente difícil. El Gráfico 2 muestra que incluso en el escenario benigno en forma de V, con una política fiscal pasiva, el equilibrio fiscal desmejora rápidamente al caer a -1,5% del PIB en 2009 y a -2,6% en 2010. En el escenario en forma de L, el deterioro es más pronunciado y alcanza un máximo de -5% del PIB para 2011. Estos resultados ponen de manifiesto la extrema vulnerabilidad de las cuentas fiscales a condiciones mundiales adversas, en vista del comportamiento procíclico del gasto público en los últimos años de bonanza.

► Continúa en la página 5



## Evaluar los posibles daños: ¿Qué tan vasto es el desierto?

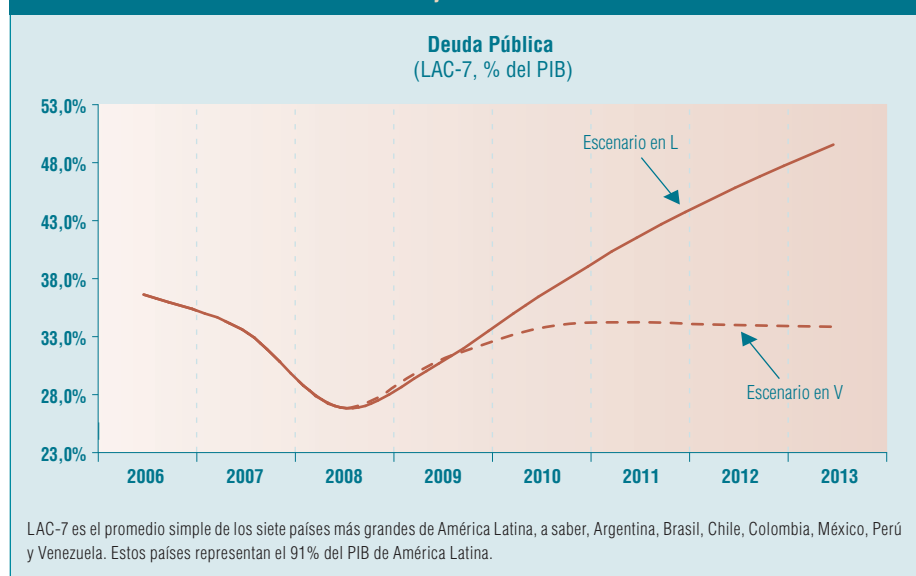
► viene de la página 4

Quizá aún más revelador sea el camino que toma la deuda pública. En el escenario en forma de V, con políticas pasivas de gasto, la deuda pública aumenta de 27% del PIB en 2008 a 34% del PIB en 2012 y se estabiliza en ese punto. Pero en el escenario en forma de L se duplica a 49% del PIB.

Así, aunque la región parte de una posición fiscal sólida (con un superávit de 2% del PIB en 2007), la combinación de menos actividad económica, la caída de los precios de los productos básicos y el aumento de los costos financieros conducen a un deterioro gradual, persistente y pronunciado de la posición fiscal de la región. Este deterioro ocurre a pesar del supuesto de que los gastos primarios reales se mantienen constantes. La situación fiscal tiene consecuencias graves para la deuda pública en el escenario en forma de L, las cuales, a su vez, podrían socavar rápidamente la credibilidad en la sostenibilidad de las políticas fiscales. En vista de este escenario fiscal potencialmente frágil, conviene evaluar muy cuidadosamente las políticas fiscales anticíclicas. Lo más probable es que se necesite un enfoque más mesurado que el que actualmente está patrocinando la comunidad internacional. Claro está que la región es heterogénea y que países como Chile, que han ahorrado sustancialmente en el pasado, decididamente tendrán espacio para políticas expansivas, mientras que los países que aplicaron políticas pro-cíclicas tendrán que ajustarse.

El sector bancario del LAC-7 en su conjunto se encuentra actualmente en condiciones relativamente buenas. En 2007, los préstamos incobrables (“NPL”, por sus siglas en inglés) se mantuvieron relativamente bajos (menos de 3% del total de préstamos) y las provisiones por créditos incobrables (LLP) superaron el monto de los préstamos incobrables en una proporción de 2,4 a 1. Pero se anticipa que los NPL aumentarán a medida que la región vaya entrando en recesión. Las simulacio-

**Gráfico 2. Posición fiscal en latinoamérica bajo dos escenarios alternativos**



nes muestran que la proporción de NPL sobre el total de préstamos podría aumentar considerablemente en los años venideros en el escenario en forma de L, llegando a alcanzar 8,8% del total de préstamos en 2013, aunque en el escenario en forma de V su deterioro sería un poco menor.

Aún más pertinente es una comparación de la diferencia entre los NPL y los LLP como proporción del capital bancario. Según las simulaciones, en el escenario en forma de V, los NPL sobrepasarían a los LLP en 2011 y la diferencia entre los NPL y los LLP como proporción del capital bancario se ubicaría en el orden de 6%. Sin embargo, en el escenario en forma de L, esta diferencia podría convertirse en una participación importante del capital bancario y podría llegar hasta 32%.

Por lo tanto, aunque los bancos actualmente tienen una posición sólida, la baja de la actividad económica podría llevar a un deterioro gradual, persistente y relativamente pronunciado de las Carteras de préstamos de la banca que podría provocar pérdidas de capital igualmente

cuantiosas. Aunque las pérdidas de capital se mantienen en niveles manejables en ambos escenarios, si no se tomaron medidas rápidas y decisivas para recapitalizar las instituciones cuando fuera necesario, los ahorristas podrían comenzar a sentirse incómodos por tener su dinero en bancos precariamente capitalizados, lo que a su vez haría aumentar la probabilidad de que se produjeran corridas contra los depósitos. Una vez más, es con este telón de fondo de una situación potencialmente debilitante del sector bancario que hay que evaluar las propuestas de adoptar políticas fiscales anticíclicas. Al final puede que el sector público también se viera obligado a apuntalar el sistema financiero.

A fin de cuentas, el impulso de aumentar el gasto para compensar el deterioro de la economía se debe sopesar a la luz de estos escenarios disímiles. Los efectos sobre las posiciones fiscales podrían ser peligrosos y podrían llegar a comprometer la capacidad del gobierno de responder a una crisis bancaria si se materializara el escenario de crecimiento lento.

# La liquidez sí importa

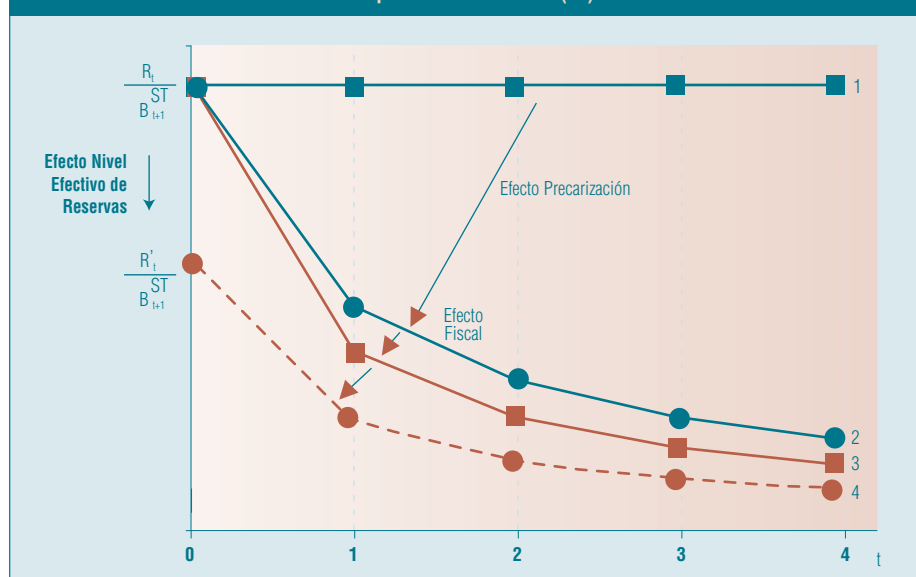
¿Hay una crisis de liquidez en ciernes en América Latina? Hasta hace poco, las empresas latinoamericanas habían tenido prácticamente cerrado el acceso a los mercados, el cual se ha hecho mucho más precario para los gobiernos, lo que significa que aunque el acceso no se cerró del todo, las nuevas emisiones son más costosas y los vencimientos más breves. En vista de estas condiciones crediticias, la evolución de la posición de liquidez de un país es una inquietud relevante, ya que incide en la probabilidad de que se produzca una crisis de liquidez.

¿Cuánta liquidez necesitan los países? Según la regla Guidotti-Greenspan (GG), los países deberían mantener al menos suficientes reservas internacionales como para cubrir las obligaciones de corto plazo (con vencimientos de menos de un año) que vayan madurando. Esta regla cuenta con aceptación generalizada en los medios de diseño de políticas como medida de vulnerabilidad financiera y se ha determinado que la proporción de reservas a deuda de corto plazo es un instrumento robusto de predicción de crisis financieras. En el contexto de este trabajo se emplean proporciones de reservas a deuda de corto plazo equiparables a la regla GG a modo de “termómetro de liquidez” para recoger los efectos conjuntos de las condiciones mundiales y la precarización financiera (FP), así como las políticas de respuesta de los países y entidades multilaterales sobre la probabilidad de que se produzca una crisis de liquidez.

La dinámica del índice de liquidez internacional (ILR, por sus siglas en inglés) tiene 4 factores determinantes claves: 1) los niveles iniciales de deuda pública, 2) el cronograma de las amortizaciones de deuda, 3) la dinámica de los déficit fiscales y la deuda pública, y 4) el nivel “efectivo” de reservas.

El acceso a los mercados en un contexto de FP puede afectar rápidamente el ILR, al modificar el programa de amortizaciones de deuda. Por ejemplo, imagínese que el acceso a los mercados

Gráfico 3. Dinámica del indicador de liquidez internacional (ilr): un marco analítico



quedara restringido repentinamente a la emisión de deuda de corto plazo por un tiempo suficientemente largo. El total de las obligaciones que vencen cada año fácilmente podría comenzar a acumularse, a medida que las obligaciones que vencen hoy se van sumando en su totalidad a las obligaciones de corto plazo del año que viene, lo que incidiría en el ILR —mientras más pagos haya que efectuar en las etapas iniciales del programa de amortización, mayor será este efecto. El Gráfico 3 muestra dos casos opuestos, en uno de los cuales se puede refinanciar un vencimiento constante de deuda en los mismos términos contratados inicialmente, mientras que en el otro sólo se puede refinanciar la deuda que va venciendo a plazos cortos. En el primer caso, el ILR se mantiene constante (línea 1), mientras que con FP va disminuyendo sostenidamente en los períodos siguientes (línea 2). Este fenómeno se conoce como “efecto FP” sobre el ILR. Un caso diametralmente opuesto sería el de una parada súbita (SS) en la que la falta absoluta de acceso al mercado implica que sólo se pueden usar reservas para financiar las obligaciones

que van venciendo, lo que hace que el ILR se deteriore de manera más pronunciada.

El ILR también acusa los efectos de la dinámica de los déficit fiscales. Financiar un déficit además de atender las amortizaciones que se van venciendo hace aumentar las necesidades de endeudamiento y debilita aún más el ILR más allá de los efectos de la FP. Este fenómeno se conoce como “efecto del déficit fiscal” sobre el ILR (véase el Gráfico 3, línea 3).

Otro factor que hay que tener en cuenta es el nivel “efectivo” de reservas disponible para fines de liquidez que constituye el numerador del ILR. Los países con “temor de flotar”, quizá debido a la dolarización de los pasivos, pueden usar reservas para intervenir en el mercado cambiario. O los gobiernos podrían verse obligados a recurrir a las reservas internacionales para inyectar liquidez en apoyo del sector empresarial o acudir en auxilio de la banca, lo cual también haría disminuir los niveles iniciales de reservas. Aún otra posibilidad es que los mercados podrían tener dudas sobre la disposición de un país a usar reservas para atender los pagos de deuda. Si existe la

► Continúa en la página 7

## La liquidez sí importa

► viene de la página 6

percepción de que no hay fuerte voluntad de pago, eso sería equivalente a una caída de las reservas “efectivas”. Cualquiera de esas políticas o percepciones del mercado sería equivalente a una baja del programa del ILR, como se ilustra en el Gráfico 3, línea 4.

Cada paso descendente en el sendero de la liquidez significa que hay una mayor probabilidad de que se produzca una crisis de liquidez, es decir, una corrida contra los pasivos de corto plazo. Una manera sencilla de racionalizar este peligro sería considerar la existencia de un umbral de liquidez más allá del cual el acceso de un país a los mercados crediticios quedaría totalmente interrumpido.

La probabilidad de que se produzca una crisis de liquidez relacionada con el ILR dependerá de la interacción entre los factores externos (es decir, la duración de la crisis mundial) y factores idiosincráticos (tales como las condiciones iniciales y las respuestas de política). Por ejemplo, el ILR será mucho peor en los países fuertemente endeudados, los que tienen un programa de amortización de deuda con muchos pagos al principio y los que parten de una posición fiscal débil, que en los países que tienen un mejor perfil. Niveles de reservas bajos también representan una amenaza peligrosa en un contexto de FP. Las políticas también pueden incidir considerablemente en la postergación o adelanto del momento del “juicio final”. A este respecto, las políticas expansionistas que a primera vista lucen útiles pueden producir efectos contraproducentes inesperados sobre el ILR, haciendo aumentar así la probabilidad de que se produzca una crisis de liquidez.

En una situación de FP, los problemas de liquidez van evolucionando gradualmente y pueden no ser evidentes sino hasta que es demasiado tarde. El hecho de que actualmente la probabilidad de que se produzca una crisis de liquidez luce baja y que los emisores soberanos en general hayan mantenido el acceso a los mercados crediticios no necesariamente significa

que un país sea lo suficientemente fuerte como para resistir la FP en el tiempo sin adentrarse en una zona de peligro. A diferencia de una parada súbita, en una situación de FP el momento del “juicio final” puede llegar gradualmente, no de repente. Así, las situaciones de FP pueden tener una dinámica muy distinta de la furia propia de las paradas súbitas. Como dice la canción de Roberta Flack, las FP pueden “matar suavemente”.

### Los indicadores de liquidez en otros escenarios mundiales

Las implicaciones de la liquidez en cada uno de los escenarios mundiales —de recuperación rápida (en forma de V) o de recuperación gradual (en forma de L)— se analizan tomando en cuenta la manera en que la proporción de las reservas a las obligaciones de corto plazo varía según las condiciones financieras internacionales.

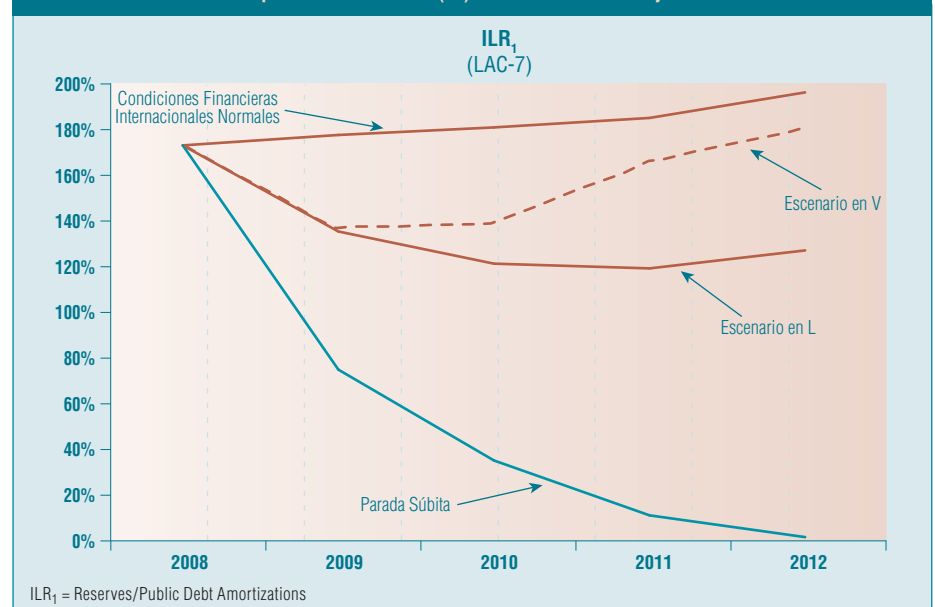
Se construyeron dos casos que sirven como marco de comparación, uno de ellos sin FP y el otro en una situación de parada súbita. En el primer caso se emite deuda

nueva con la misma estructura de vencimiento que lo de los stocks de deuda del período anterior. El índice de liquidez promedio del LAC-7 ( $ILR_1$ ) se ubicaría cerca de los niveles iniciales de 171% hacia finales de 2008 (Gráfico 4). Este camino claramente indica que una política fiscal pasiva en el contexto de una crisis relativamente benigna en EE.UU., combinada con condiciones de acceso a los mercados que no hacen variar el perfil de vencimiento de la deuda pública, no representa una amenaza para la región en su conjunto. Por el contrario, en el segundo caso, el de la parada súbita, cuando los mercados crediticios cierran del todo, el ILR cae con rapidez, lo que hace que se agoten las reservas internacionales (Gráfico 4, panel a).

Una vez que se introduce la FP, la dinámica de los índices de liquidez cae entre estos dos marcos de comparación. En la hipótesis sobre la economía mundial del escenario en forma de V, el ILR cae a aproximadamente 135% en 2009. Sin embargo, se recupera rápidamente para alcanzar los niveles de 2008 en

► Continúa en la página 8

Gráfico 4. Indicadores de liquidez internacional (ilr) en américa latina bajo dos escenarios alternativos



# La liquidez sí importa

► viene de la página 7

2012. La diferencia entre este escenario y el escenario de no precarización pone de manifiesto el papel que cumplen las condiciones de acceso a los mercados. Si se pudiera renovar la deuda a los plazos previos a la crisis, entonces no se produciría un deterioro de los índices de liquidez.

Un cambio al escenario de recuperación mundial en forma de L hace disminuir aún más el índice de liquidez. El ILR alcanza un mínimo de 118% en 2011. Pero en este escenario, el índice de liquidez no comienza a recuperarse sino hasta 2012 y se mantiene a niveles más bajos y riesgosos.

Si se incluyen en la ecuación las necesidades de financiamiento del sector privado, entonces la panorámica se complica más. No es descabellado pensar que el sector público acabe usando liquidez internacional para cubrir las obligaciones del sector privado que van venciendo. De hecho, algunos países ya aplican este tipo de política. En aras de la simplicidad, se supone que en el escenario en forma de V sólo se cubren las obligaciones que vencen en 2009. Sin embargo, en el escenario en forma de L se financian tanto las obligaciones que vencen en 2009 como las que vencen en 2010 con reservas internacionales. Los indicadores de liquidez cambian considerablemente en esta estrategia de financiamiento. En el escenario en forma de V, el índice de liquidez baja a niveles más riesgosos en 2009, pero se recupera rápidamente en 2010 y de allí en adelante (véase el panel b). En el escenario en forma de L, el índice cae por debajo del umbral de 100% y no se recupera por encima del mismo, entrando y manteniéndose en una zona de peligro en la que las reservas no bastan para cubrir totalmente las obligaciones que van venciendo (véase el panel c).

Estos escenarios implican que a falta de políticas, en algunos casos los índices de liquidez podrían acercarse peligrosamente a umbrales que podrían llevar a una crisis. Éste sería especialmente el caso si a la economía estadounidense le llevara mucho más tiempo recuperarse y provocara un escenario en forma de L.

Gráfico 5. ILRs bajo el Escenario en V

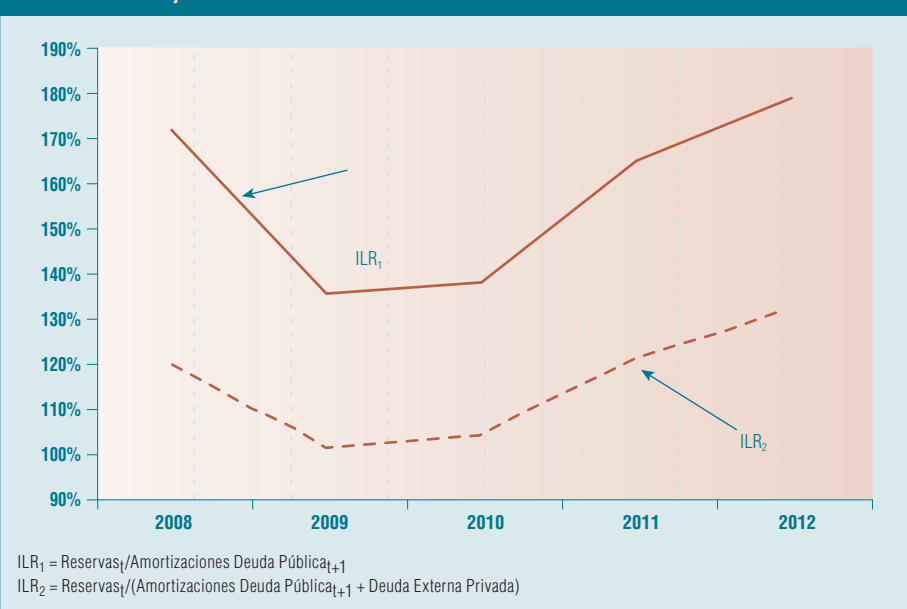
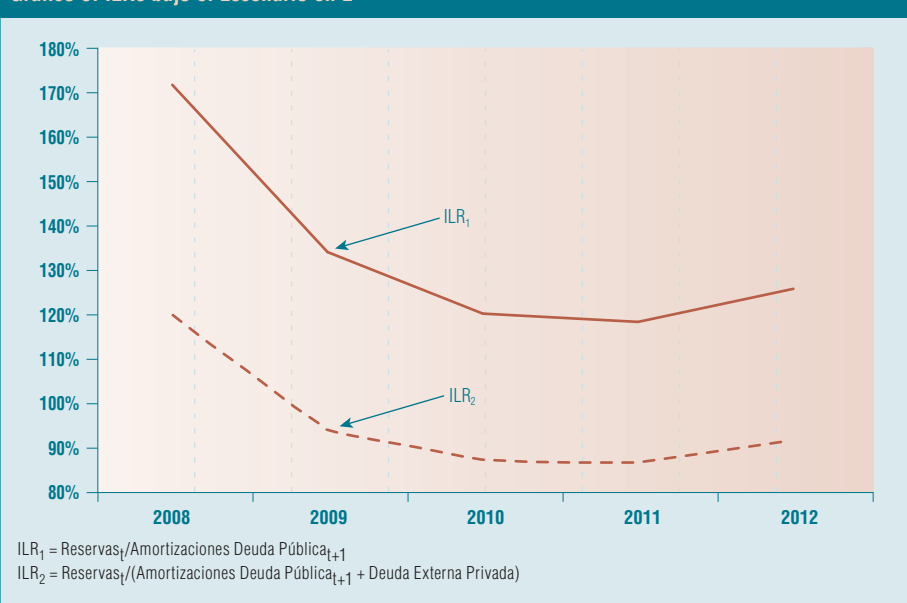


Gráfico 6. ILRs bajo el Escenario en L



De más está decir que las iniciativas de políticas —ya sean internas o multilaterales— deberían sopesar cuidadosamente sus efectos sobre los índices de liquidez para evitar poner a los países en una posición financieramente frágil y exponerlos

a crisis de liquidez y a un colapso económico.

Aunque recientemente la situación de liquidez internacional ha mejorado, igualmente deben tenerse en cuenta estos factores antes de tomar decisiones.



# Analizar los pros y los contras: Opciones de políticas en tiempos sin precedentes

Con el mundo en recesión, la tentación que impera en la región es compensar la coyuntura aumentando el gasto. Pero, ¿de qué manera podría esto incidir en la posición de liquidez de un país? Los países inevitablemente tendrán que optar entre los beneficios potenciales de aplicar políticas macroeconómicas expansivas y los costos potenciales de esas políticas, en caso de que desaten una crisis de liquidez o potenciales crisis de solvencia.

De modo que no se deben analizar los beneficios de políticas alternativas en relación con los costos que surgen solamente de consideraciones intertemporales, sino también en relación con sus efectos inmediatos sobre la posición de liquidez de un país y sus efectos sobre la vulnerabilidad a una crisis de liquidez. A fin de cuentas, una mayor probabilidad de que se produzca una situación de riesgo para la liquidez eclipsa los efectos expansivos de las políticas. A medida que las percepciones de riesgo de liquidez y la probabilidad de que se pro-

duzca una crisis de liquidez aumentan, la inversión y el consumo privados se pueden contraer y llegar a anular con creces los efectos expansivos de las políticas.

Considérense los posibles efectos de dos políticas fiscales distintas: una de ellas no introduce cambio alguno ni en el gasto gubernamental ni en los niveles de impuestos en respuesta a las presiones recesivas, y la otra es anticíclica, lo que implica un repunte del gasto gubernamental o una reducción de las tasas tributarias, o ambas cosas. Dado que en principio la política fiscal activa hará aumentar el déficit fiscal, a falta de financiamiento multilateral explícito, este déficit deberá ser financiado en condiciones precarias del mercado crediticio, es decir, a corto plazo y altas tasas. Por lo tanto, una política fiscal anticíclica tendrá un efecto mayor sobre la posición de liquidez del país que una política fiscal neutra. El truco está en asegurarse que una crisis de liquidez no elimine el acceso a los mercados crediticios y provoque una grave

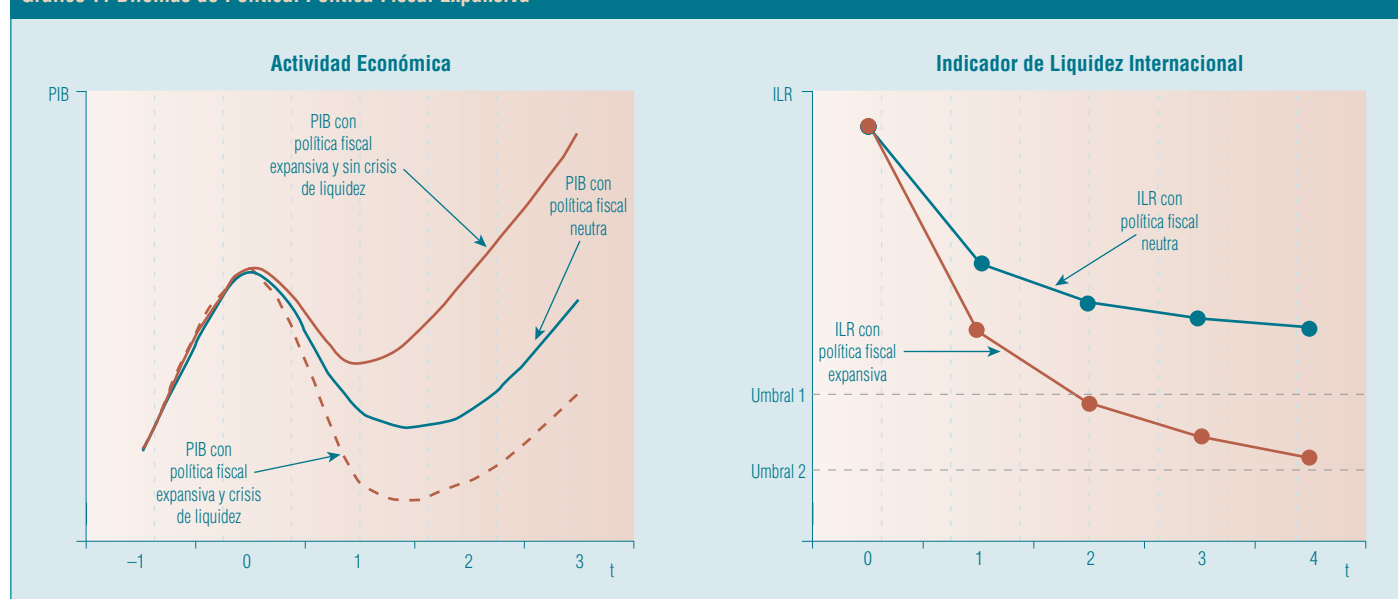
contracción de la producción que anule lo ganado con una política fiscal anticíclica (véase el Gráfico 5).

Puede que algunos países de la región no se puedan dar el lujo de considerar estos dilemas, o que lo hagan únicamente a costa de mayores riesgos de un deterioro de la coyuntura. De hecho, en vista de las políticas altamente procíclicas adoptadas por los países latinoamericanos durante los primeros años de bonanza de la década del 2000 (en promedio, entre 2003 y 2007 los países del LAC-7 aumentaron el gasto público en 80 centavos por cada dólar adicional de ingresos), aplicar una política anticíclica durante una recesión, lo que significa aumentar el gasto aún más, puede provocar una dinámica de aumento exponencial de la deuda y socavar gravemente la credibilidad.

Otra política observada que algunos gobiernos han adoptado en respuesta al desmejoramiento de las condiciones finan-

► Continúa en la página 11

Gráfico 7. Dilemas de Política: Política Fiscal Expansiva



# Por qué intervinieron los organismos multilaterales

**A**rgentina no es Estados Unidos, como tampoco lo son Ecuador, Perú ni Honduras. Aunque esto puede resultar evidente, es importante entender las implicaciones en el mundo actual. Aunque EE.UU. ha sido el epicentro de la crisis financiera y los mercados crediticios entre los agentes del sector privado básicamente habían dejado de funcionar, el gobierno estadounidense siguió disfrutando de acceso preferencial a los mercados crediticios internacionales y puede ser un “deudor de última instancia” a un costo muy bajo—aproximadamente 3%, en términos nominales. Esta capacidad permite que el gobierno de EE.UU. actúe de facto como intermediario entre los agentes privados poco dispuestos a extenderse préstamos entre sí y a aplicar políticas fiscales expansivas. Los gobiernos latinoamericanos —y, de hecho, la mayoría de los gobiernos de mercados emergentes (EM) de todo el mundo— no se pueden dar ese lujo. Su capacidad de actuar como prestatarios de última instancia sin recurrir a sus reservas internacionales es sumamente limitada y dicha intervención haría aumentar la probabilidad de una crisis de liquidez.

Claramente, el precario acceso a los mercados crediticios de muchos gobiernos de EM durante la crisis exigió que los organismos internacionales intervinieran y cumplieron con los EM el mismo papel que cumplen internamente los gobiernos que gozan de credibilidad, tales como el de EE.UU. La cuestión no es si los organismos internacionales deben o no cumplir un papel clave en la crisis actual, sino cuál es la manera más eficaz de canalizar su intervención y a qué costo financiero.

Orientándose hacia la meta de prevenir una crisis de liquidez y un colapso económico, los principios de políticas que surgen difieren en muchos aspectos de algunos puntos de vista actuales. Los principios son los siguientes:

1. El apoyo multilateral será vital en una situación de precariedad financiera (FP), tanto más cuanto más pronunciada sea la recesión mundial y más precario sea el acceso a los mercados crediticios.
2. Los organismos multilaterales deberían evitar el financiamiento de emergencia a corto plazo y proporcionar financiamiento de largo plazo para “completar” parcialmente los mercados en términos de vencimientos, asegurando que la FP no ponga a los países en camino hacia una crisis de liquidez.
3. Los organismos multilaterales no sólo deberían facilitar el financiamiento a mediano y largo plazo de los déficit fiscal—cuando la sustentabilidad fiscal no esté en juego—para apoyar las políticas expansivas que contribuyen a sostener la demanda mundial, sino que, más importante aún, deberían facilitar el refinanciamiento a largo plazo de las obligaciones que vencen.
4. La ayuda multilateral se debería complementar con una condicionalidad compatible con incentivos, para asegurar una convergencia gradual hacia posiciones fiscales estructurales sustentables.

Desde que la crisis alcanzó su cenit, los organismos multilaterales han actuado con rapidez en esa dirección. En particular, el cambio de la facilidad de liquidez de corto plazo del FMI por una línea de crédito flexible en marzo de 2009 (con un plazo de pago de hasta cinco años) ha sido crucial para asegurar el acceso a la liquidez, lo que ha mejorado considerablemente las posiciones de liquidez reales o percibidas de numerosos países de la región. El BID también ha contribuido a este respecto con su programa de liquidez para la sustentabilidad del crecimiento que se inició en octubre de 2008.

**Las organizaciones multilaterales tienen que asumir funciones de prestatarios de última instancia similares a las que cumplen los gobiernos de las economías desarrolladas.**

Aún así, una inquietud crítica de la región es que la crisis podría llegar a cobrar un alto precio en términos de empleo y varios otros indicadores sociales, incluida la pobreza. En vista de este escenario fiscal cada vez más complejo, puede que los gobiernos se vean en la necesidad de aplicar políticas de cambio de gasto para proteger, y en algunos casos mejorar, los programas sociales.

Dicho de otro modo, el reto que tiene América Latina por delante en esta crisis mundial tiene dos aspectos pertinentes e interrelacionados: la protección de la estabilidad macroeconómica y la protección de los indicadores sociales claves, y no uno a costa del otro, sino los dos a la vez. Y debido a que dos objetivos requieren dos instrumentos, se requiere un enfoque complementario de dos frentes entre el FMI y los bancos multilaterales de desarrollo (MDB), en lo que concierne al apoyo financiero y condicionalidades compatibles con incentivos. Si bien la fijación de objetivos para lograr un marco macroeconómico coherente debería ser principalmente el papel del FMI, los MDB deberían actuar en el diseño de políticas

► Continúa en la página 11

## Por qué intervinieron los organismos multilaterales

► viene de la página 10

de composición óptima del gasto, o políticas de aumento del gasto cuando ello sea viable, que maximicen los efectos a largo plazo sobre el desarrollo y la paliación de la pobreza.

Seguir estos principios generales de políticas puede resultar extremadamente beneficioso para la región, permitiéndole al mismo tiempo adoptar políticas anticíclicas prudentes que puedan contribuir a minimizar los efectos de la crisis mundial sobre el crecimiento sin arriesgarse a experimentar una crisis de liquidez traumática (y evitando así los grandes costos sociales concomitantes y un colapso económico), y a la vez aislar a los hogares, especialmente los de bajos ingresos, de los efectos negativos de lo que puede acabar siendo una recesión prolongada. Una

estrategia por parte del FMI y los organismos multilaterales que sólo le preste atención al financiamiento de políticas fiscales anticíclicas sería insuficiente, e ignorar los efectos de cualquier expansión fiscal sobre los índices de liquidez puede resultar un error costoso.

Concluyendo entonces, para que América Latina —y podría decirse que también otros EM— puedan adoptar políticas de estímulo fiscal para minimizar los efectos de la crisis mundial sobre el crecimiento interno, es necesario que las organizaciones multilaterales puedan reproducir funciones de prestatarios de última instancia similares a las que cumplen los gobiernos de las economías desarrolladas, a fin de mantener a raya los problemas de liquidez. Esta estrategia

permitirá asegurar que los paquetes de medidas de estímulo bien concebidos no comprometan la estabilidad financiera. Esta estrategia tiene tres requisitos básicos: (i) el fortalecimiento de los recursos de los organismos multilaterales para permitirles que actúen en una escala conmensurable con las tareas que hay que atender, (ii) una división adecuada de la labor entre el FMI y los MDBs, y (iii) un cuidadoso análisis país por país que determine en cada caso las combinaciones fiscalmente sostenibles de políticas de incremento del gasto y de cambio de gasto. Se espera que la acción conjunta de los países y las instituciones financieras internacionales pueda ayudar a América Latina y el Caribe a transitar con éxito estos tiempos de incertidumbre sin precedentes.

## Analizar los pros y los contras: Opciones de políticas en tiempos sin precedentes

► viene de la página 9

cieras internacionales es la recompra de la deuda pública en circulación, especialmente la de largo plazo. El razonamiento es que los rendimientos de ese tipo de instrumentos son actualmente demasiado altos y que se puede obtener algún beneficio comprándolos “baratos”. Aunque este tipo de operación busca enviar una señal positiva a los inversionistas y podría en principio reducir los costos financieros y mejorar las posiciones fiscales, la otra cara de la moneda es que actuando de esa manera se ocasiona un deterioro directo de los índices de liquidez, lo que a su vez puede socavar —e incluso anular totalmente— la intención original de la operación de recompra de deuda.

En cuanto a la política monetaria, la región ha asimilado muy eficazmente la sacudida financiera al permitir considerables devaluaciones de la moneda

acompañadas de tasas de interés bajas— al menos en relación con las tasas que habrían imperado de haber intervenido. Esto es una verdadera hazaña, sencillamente impensable para muchos países durante la crisis de Rusia en 1998. Sin embargo, conviene analizar con mucho cuidado la conveniencia de adoptar más políticas expansivas. De entrada, aunque el sistema bancario pueda estar acumulando ingentes cantidades de efectivo para reducir su vulnerabilidad a una crisis de liquidez, no es del todo evidente que las políticas monetarias expansivas, mediante tasas de interés o requisitos de reservas más bajos, puedan actuar con la misma eficacia a través del canal crediticio. Además, tasas de interés o requisitos de reservas bajos pueden ocasionar la pérdida de reservas internacionales, lo que tendría un efecto adverso sobre la posición de

liquidez y socavar el efecto expansivo de una política monetaria más laxa.

Muchos bancos centrales de la región también han usado su posición de reservas internacionales para ayudar a las empresas que no pueden refinanciar su deuda externa con facilidad en las actuales condiciones del mercado. Aunque la intención de esas políticas es clara (es decir, evitar reestructuraciones costosas que podrían deprimir la producción), la otra cara de la moneda es que esas políticas debilitan directamente el ILR y hacen aumentar la probabilidad de que se produzca una crisis de liquidez. Una vez más, una posición de liquidez más vulnerable puede debilitar cualquier efecto expansivo generado originalmente por la política y sólo los países que dispongan de reservas de liquidez suficientemente grandes podrán permitirse aplicar esas políticas.

## Publicaciones nuevas

Disponibles en inglés únicamente a menos que se indique lo contrario

### LIBROS



**Growing Pains. Binding Constraints to Productive Investment in Latin America**  
(Crecimiento estrangulado. Restricciones a la inversión

productiva en América Latina)  
Editado por Manuel R. Agosin ,  
Eduardo Fernández-Arias y  
Fidel Jaramillo

¿Por qué las tasas de crecimiento en América Latina son tan decepcionantes? Este libro pasa revista a los resultados de un ambicioso proceso de investigación para determinar cuáles son las limitaciones del crecimiento, es decir, la barrera cuya eliminación produciría el mayor rendimiento en términos de crecimiento, en siete países de la región.



**Políticas sociales y laborales para tiempos tumultuosos: Como enfrentar la crisis global en América Latina y el Caribe**  
(Social and Labor Market Policies for Tumultuous Times:

Confronting the Global Crisis in Latin America and the Caribbean)  
Suzanne Duryea,  
Jacqueline Mazza y  
Ferdinando Regalia

(Disponible en inglés y español)

Este informe analiza los efectos sociales de la actual crisis y se concentra en sus efectos específicos sobre el empleo, la nutrición, educación y pobreza. Se determinan los mecanismos por los cuales la crisis puede incidir en estas dimensiones sociales y se tratan posibles políticas de respuesta según las circunstancias específicas, las posibilidades fiscales y la capacidad admi-

nistrativa de cada país. El reto social producido por la crisis no sólo a objeto de proteger a los sectores más vulnerables de la población, sino hacerlo de una manera fiscalmente sustentable y con programas que contribuyan a la reanudación del crecimiento, en vez de retardarlo.



**Who Decides the Budget? A Political Economy Analysis of the Budget Process in Latin America**  
(¿Quién decide el presupuesto? Análisis económico político del proceso

presupuestario en América Latina)  
Editado por Mark Hallberg,  
Carlos Scartascini y  
Ernesto H. Stein

Este libro explica en gran medida la manera en que las economías, instituciones y políticas interactúan para producir resultados presupuestarios en América Latina, una región en la que la informalidad impera en la gestión gubernamental.



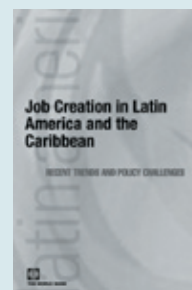
**Dilemas de política económica en tiempos sin precedentes: Como enfrentar la crisis mundial en América Latina y el Caribe**  
Policy Trade-offs for Unprecedented Times: Confronting

the Global Crisis in Latin America and the Caribbean  
Alejandro Izquierdo y  
Ernesto Talvi

(Disponible en inglés y español)

Este informe se concentra en el desempeño macroeconómico de la región en el contexto de un deterioro desusadamente pronunciado y rápido de las

condiciones externas. El informe, a fin de evaluar las opciones de políticas, desarrolla un marco de referencia para identificar las disyuntivas críticas que enfrentan los países de la región y evalúa esas disyuntivas a la luz de distintos escenarios económicos mundiales plausibles. Se determinan algunos de los retos y riesgos macroeconómicos que encaran los diseñadores de políticas en el camino que tienen por delante.



**Job Creation in Latin American and the Caribbean. Recent Trends and the Policy Challenges**  
(Creación de empleos en América Latina y el Caribe. Tendencias y

retos de políticas recientes)  
Editado por Carmen Pagés Serra,  
Gaelle Pierre y  
Stefano Scarpetta

El desempleo y la creación de empleo ocupan un lugar importante en los programas de políticas públicas en toda América Latina y el Caribe. Este libro analiza las tendencias del mercado laboral durante los últimos decenios y se evalúa de qué manera la oferta y la demanda laboral han moldeado estos resultados.

### DOCUMENTOS DE TRABAJO DEL DEPARTAMENTO DE INVESTIGACIÓN:

**La enseñanza de la Economía en México (WP-672)**

Ivico Ahumada Lobo y  
Fernando Butler Silva

(Disponible únicamente en español)

En este estudio se analizan los programas de estudio y los atributos y percepciones de los estudiantes a nivel de licenciatura de las seis principales

► Continúa en la página 13



## Publicaciones nuevas

► viene de la página 12

facultades de Economía de México, así como la incorporación de economistas al mercado laboral durante el período 2000–2005. Entre las tendencias observadas figura una pequeña reducción de la matriculación en Economía, un aumento del número de economistas empleados en el sector privado y un incremento lento pero innegable del uso de la Internet y otros recursos informáticos. También se recoge el grado al que comenzar una carrera universitaria en Economía modifica las opiniones de los estudiantes sobre asuntos económicos.

**Financial Development and TFP Growth: Cross-Country and Industry-Level Evidence (WP-682)**

*(Desarrollo financiero y crecimiento de la TFP: Elementos de juicio a nivel de país y de actividad económica)*

Francisco Arizala,  
Eduardo A. Cavallo y  
Arturo Galindo

En este trabajo se calcula el efecto del desarrollo financiero en el crecimiento de la productividad total de los factores (TFP) a nivel de sector de actividad usando un panel mayormente no aprovechado de 77 países con datos de 26 actividades manufactureras para los años de 1963 a 2003. Se descubre una relación significativa entre el desarrollo financiero y el crecimiento de la TFP a nivel de ramo de actividad. La relación es más fuerte en sectores con requisitos importantes de financiamiento externo.

**How Much Are We Willing to Pay to Send Poor Adolescents to School? Simulating Changes to Mexico's Oportunidades in Urban Areas (WP-680)**

*(¿Cuánto estamos dispuestos a pagar para educar a adolescentes de escasos recursos? Estimulo del cambio en el programa Oportunidades en las zonas urbanas de México)*

Viviane Azevedo,  
César Bouillon y  
Patricia Yañez Pagans

Aunque el programa de transferencias condicionales de efectivo de México, Oportunidades, ha hecho aumentar la inscripción escolar, muchos adolescen-

tes no están inscritos, especialmente en zonas urbanas. En este trabajo se simulan los efectos de las variaciones en el diseño de los programas y se descubre que eliminar o reducir los subsidios escolares en la educación primaria y aumentar las transferencias para estudiantes de más edad es una manera económica de mejorar la matriculación escolar en zonas urbanas. Sin embargo, para aumentar la asistencia escolar de alumnos de 16 años de edad a 80% se debería cuadruplicar el número de becas. Esto hace pensar que se necesitan intervenciones complementarias.

**La enseñanza de la economía en Argentina (WP-671)**

Gabriel Bezchinsky,  
Marisol Rodríguez Chatruc y  
Guillermo Rozenwurcel

*(Disponible únicamente en español)*

En este trabajo se describen las principales características del sistema universitario de Argentina y se analiza la enseñanza de la Economía en ese país desde sus inicios hasta hoy día. Luego se analiza la enseñanza de la Economía en tres casas de estudios superiores: la Universidad de Buenos Aires, Universidad Nacional de Córdoba y Universidad Torcuato Di Tella. Se concluye que, aunque el estado de la docencia de la Economía en Argentina es en general de buena calidad, en ciertas áreas no obstante hay espacio de mejora.

**Education and Democratic Preferences (WP-684)**

*(Educación y preferencias democráticas)*

Alberto Chong y  
Mark Gradstein

En este trabajo se analiza la relación causal entre educación y democracia. El análisis empírico, motivado por un modelo en el que las personas con formación académica están en mejores condiciones para evaluar los efectos de las políticas públicas y por lo tanto favorecer la democracia, donde sus opiniones cuentan, usa una encuesta de valores mundiales para analizar la relación entre educación y las actitudes democráticas. Se descubre que niveles más altos de formación académica tienden a generar puntos de vista prodemocráticos.

cos. Estos resultados valen para países con distintos niveles de democracia, rechazándose así la hipótesis de que el adoctrinamiento mediante la formación académica es un instrumento eficaz en países no democráticos.

**Taxonomy of Causes, Impacts and Policy Responses to the Food Price Crisis in the Andean Region (WP-674)**

*(Taxonomía de las causas, efectos y respuestas de políticas a la crisis de los precios de los alimentos en la región andina)*

José Cuesta y  
Fidel Jaramillo

En este trabajo se analizan las causas, los efectos y las alternativas de políticas relacionados con la reciente crisis internacional de los precios de los alimentos en la región andina. Además, el trabajo apunta a opciones de políticas utilizadas para hacer frente a la crisis y discute la combinación de políticas y su eficacia potencial. En la última sección se subrayan varios mensajes comunes a los países de la región. Específicamente, el informe concluye que esta crisis brinda una gran oportunidad para transformar sus incertidumbres y costos en un estímulo para el desarrollo de una infraestructura de prevención y reducción de vulnerabilidades en las economías andinas.

**Crisis Response in Latin America: Is the "Rainy Day" at Hand? (WP-686)**

*(Respuesta a la crisis en América Latina: ¿Está la contingencia a la vuelta de la esquina?)*

Eduardo Fernández-Arias y  
Peter Montiel

En este trabajo se analizan las opciones de políticas anticíclicas de los países latinoamericanos en el marco de la actual crisis económica mundial y se concluye que la mayoría de los principales países de la región disponen de las posibilidades fiscales para generar déficit fiscales anticíclicos prudentes. A esos países les conviene emprender un crecimiento fiscal limitado concentrado en el gasto público productivo y financiado por

► Continúa en la página 14

## Publicaciones nuevas

► viene de la página 13

fondos para contingencias —grandes reservas en divisas acumuladas a través de los últimos años— en vez de recurrir al endeudamiento. El repunte reciente del financiamiento multilateral fortalece el argumento a favor de esta prescripción de política: con apoyo multilateral, la política se puede hacer más expansionista y su financiamiento menos dependiente en el endeudamiento en el mercado.

### **The Multilateral Response to the Global Crisis: Rationale, Modalities, and Feasibility (WP-683)**

*(Respuesta multilateral a la crisis mundial: Lógica, modalidades y viabilidad)*

Eduardo Fernández Arias,  
Andrew Powell y  
Alessandro Rebutti

En este trabajo se analiza el argumento a favor de una respuesta multilateral decidida a la crisis mundial en los mercados emergentes (ME). Se tratan las modalidades y la viabilidad de la intervención, así como los riesgos que conlleva, en función de las circunstancias fiscales y las necesidades de liquidez del país. También se trata el papel específico de los bancos multilaterales de desarrollo (BMD) en asegurar la eficacia del desarrollo de la respuesta fiscal. Se concluye resaltando los problemas del sistema financiero internacional que han quedado de manifiesto a causa de la crisis mundial y que será necesario abordar una vez que se haya resuelto la crisis actual.

### **Ethnic and Gender Wage Gaps in Ecuador (WP-679)**

*(Brechas salariales atribuibles al origen étnico y el sexo en Ecuador)*

Lourdes Gallardo y  
Hugo Ñopo

Los retornos al trabajo en el caso de trabajadores con dotaciones equiparables de características productivas en Ecuador acusan los efectos de dos características que, se puede afirmar, no deberían cumplir papel alguno en la determinación de los salarios: el sexo y el origen étnico. En este trabajo se analizan las brechas salariales atribuibles a ambas características en Ecuador durante el período de 2003 a 2007,

aplicándose una técnica de comparaciones simétricas que se concibió en Ñopo (2008). Los resultados indican brechas salariales atribuibles al origen étnico considerablemente mayores que las atribuibles al sexo y mayores entre hombres que entre mujeres. Las diferencias en las características del capital humano explican casi la mitad de las brechas salariales atribuibles al origen étnico, pero sólo una pequeña fracción de las atribuibles al sexo. Tanto las brechas salariales atribuibles al sexo como las atribuibles al origen étnico son más pronunciadas en los extremos más bajos de la distribución de ingresos.

### **Gender and Racial Wage Gaps in Brazil 1996–2006: Evidence Using a Matching Comparisons Approach (WP-681)**

*(Brechas salariales atribuibles al sexo y a la raza en Brasil en 1996–2006: Elementos de juicio usando un enfoque de comparaciones simétricas)*

Luana Márquez García,  
Hugo Ñopo y  
Paola Salardi

En este trabajo se analiza la evolución de las brechas salariales en Brasil atribuibles al sexo y al color de la piel a lo largo de un decenio (de 1996 a 2006). En Brasil, las brechas salariales atribuibles a motivos raciales son más pronunciadas que las diferencias atribuibles al sexo, aunque se ha producido una disminución notable en ambos casos a lo largo de los últimos diez años. Las diferencias en las características observables cumplen un papel crucial a la hora de explicar las brechas salariales. Mientras que en el caso de las brechas salariales atribuibles a motivos raciales las características observables de capital humano explican la mayoría de las brechas salariales observadas, las brechas salariales atribuibles al sexo observadas tienen el signo opuesto al que pronosticarían las diferencias de características de capital humano. En ambos casos, el papel de la formación académica es sumamente importante.

### **The Gender Wage Gap in Peru 1986–2000: Evidence from a Matching Comparisons Approach (WP-675)**

*(Brecha salarial atribuible al sexo en Perú en 1986–2000: Elementos de juicio de un enfoque de comparaciones simétricas)*

Hugo Ñopo

En este trabajo se analiza la evolución de la brecha salarial atribuible al sexo en Perú desde 1986 hasta 2000. Durante el período del estudio, los hombres ganaron en promedio 45% más que las mujeres. Esta diferencia salarial está compuesta por tres elementos acumulables: diferencias de apoyos, 11%; diferencias de distribución de características individuales, 6%, y diferencias sin explicación, 28%. Aproximadamente la mitad de estas diferencias sin explicación se producen en el quintil más alto de la distribución salarial.

### **Political Institutions, Intertemporal Cooperation, and the Quality of Policies (WP-676)**

*(Instituciones políticas, cooperación intertemporal y calidad de las políticas)*

Carlos Scartascini,  
Ernesto H. Stein y  
Mariano Tommasi

Aunque los economistas han tendido a concentrarse en políticas públicas específicas al momento de concebir recomendaciones, el logro de los objetivos de bienestar social pudiera depender más de la calidad de las políticas que de su contenido. En este trabajo se desarrollan varias medidas de la calidad de las políticas de un país a otro, se sostiene que la calidad de las políticas públicas depende de la capacidad de cada cuerpo político de establecer las transacciones intertemporales necesarias para desarrollar y sostener políticas eficaces. Esta capacidad depende de varias características de las instituciones políticas, incluidas la capacidad legislativa, la independencia del Poder Judicial y la independencia y profesionalismo de la administración pública. Las medidas de la calidad de las políticas aquí desarrolladas se podrían usar para otros fines, incluida la determinación de las condiciones en las que es probable que un mayor gasto público en un sector dado genere los resultados buscados.

► Continúa en la página 15

## Publicaciones nuevas

► viene de la página 14

**DOCUMENTOS DE TRABAJO DE LA RED DE INVESTIGACIÓN****The Emergence of New Successful Export Activities in Latin America: The Case of Chile (R-552)***(Surgimiento de nuevas actividades de exportación exitosas en América Latina: El caso de Chile)*

Manuel Agosin y

Claudio Bravo Ortega

Este trabajo pasa revista al crecimiento del sector exportador general de Chile y se concentra en el estudio de tres casos específicos de actividades exitosas de exportación: vino, carne de cerdo y arándanos. Cada uno de estos casos individuales analiza la manera en que empresas, asociaciones y varios niveles de gobierno han resuelto fallas del mercado y han facilitado la provisión de los bienes públicos necesarios para cada actividad. Los casos individuales analizados presentan además una descripción de los pioneros en cada actividad y describen las externalidades positivas que brindan a los imitadores, especialmente en la difusión de conocimientos de exportación. También se incluyen los casos opuestos de una empresa o actividad menos exitosa (un exportador de vinos menos exitoso, el comercio de otros tipos de bayas y producción de carne de cerdo como producto básico y no en forma de cortes especiales, respectivamente) y el tratamiento de las implicaciones de las políticas.

**PUBLICACIONES EXTERNAS****Persistent gaps and default traps***(Brechas persistentes y trampas de incumplimiento)*Luis Catão, Ana Foster y  
Sandeep Kapur.*Journal of Development**Economics* (2008), doi:10.1016/j.jdevco.2008.06.013

Este trabajo muestra cómo se producen círculos viciosos en el devenir crediticio de los países cuando la persistencia de la producción se combina con información asimétrica sobre sacudidas productivas. En tales circunstancias, el incumplimiento en los pagos indica la vulnerabilidad

del deudor a coyunturas adversas y crea perspectivas pesimistas en cuanto al crecimiento. Esto se traduce en mayores diferenciales de las tasas de interés y los costos del servicio de la deuda en relación con el ingreso, lo que hace aumentar el costo de los pagos futuros, con lo que se producen “trampas de incumplimiento”. Un conjunto de datos de una amplia serie de países a lo largo de un período prolongado revela la existencia de una “prima por incumplimiento” que depende del historial de pagos, así como efectos considerables de persistencia productiva sobre la solvencia de los deudores soberanos.

**Corporate Governance in Mexico: Empirical Evidence***(Conducción empresarial en México: Elementos de juicio empíricos)*Alberto Chong, Jorge Guillén y  
Florencio López de Silanes.*Journal of Economic Policy Reform*,  
Tomo 12, Edición 2 (Artículo principal)

Este trabajo tiene dos objetivos. El primero es analizar la evolución reciente de los mercados de capitales y sus efectos en la disponibilidad de financiamiento externo en México durante las últimas dos décadas. El segundo es evaluar, a partir de un conjunto de datos a nivel de empresas reunido recientemente, la relación entre la conducción y el desempeño empresarial. Se halla que los mejores métodos y procedimientos de conducción empresarial a nivel de empresa se vinculan con valuaciones más altas, un mejor desempeño y la distribución de mayores dividendos entre los inversionistas. En general, los elementos de juicio demuestran que el entorno jurídico mexicano presenta problemas graves de acceso al capital.

**Is the World Flat? Country- and Firm-Level Determinants of Law Compliance***(¿Es plano el mundo? Factores determinantes de cumplimiento de la ley a nivel de país y de empresa)*

Alberto Chong y Mark Gradstein.

*Journal of Law, Economics and Organization*,  
Tomo 25.

Este trabajo analiza los efectos del marco institucional de un país en el comportamiento de empresas individuales, concentrándose especialmente en la

propensión de las empresas a cumplir con la normativa legal. El modelo teórico presentado indica que estos efectos pueden tener un significado sumamente importante, contrariamente al paradigma popularizado recientemente que sostiene que las diferencias de un país a otro han dejado de tener la misma importancia. La estrategia empírica del trabajo consiste en explicar la variación en las medidas de incumplimiento de la normativa legal y se emplea un nutrido conjunto de datos de miles de empresas de docenas de países. Se halla que la mayor parte de la variación surge de diferencias de calidad institucional de un país a otro, aunque hay algunas características empresariales que también cumplen un papel importante. Los autores concluyen que los países todavía son importantes porque proporcionan una infraestructura institucional, lo cual determina en gran medida el contexto en el que opera cada empresa.

**The Mystery of Discrimination in Latin America***(El misterio de la discriminación en América Latina)*

Alberto Chong y Hugo Ñopo.

*Economía*, Tomo 8, Número 2, páginas  
79–107.

Este trabajo pasa revista a los elementos de juicio existentes sobre la discriminación en América Latina y muestra que existe la percepción generalizada de discriminación, especialmente contra los pobres, los individuos de escasa preparación académica y los que carecen de contactos. Los canales por los que se produce la discriminación pueden guardar relación con factores económicos. Sin embargo, aunque las encuestas de percepción pueden resultar informativas, son menos que ideales para ayudar a indicar específicamente la medida y los mecanismos de la discriminación. Resultados experimentales recientes indican que en la región hay poco espacio para prácticas discriminatorias. Este misterio, donde los individuos perciben la discriminación en el aire pero donde pocas personas actúan de manera discriminatoria, se corresponde con una explicación según la cual los estereotipos de desvanecen cuando los movimientos de información funcionan bien.





## Noticias de nuestras redes

### Seis talleres de la Red Financiera Latinoamericana (LFN)

**30 de septiembre de 2009.  
Buenos Aires, Argentina**

El taller de la LFN de este año se centra en la crisis financiera mundial y el futuro de la regulación del sector financiero, haciéndose hincapié especialmente en las economías emergentes y América Latina.

El taller está organizado en torno a un número reducido de trabajos agrupados a su vez en sesiones temáticas. A continuación, la lista de trabajos:

- Giovanni Dell'Ariccia. "Lender Behavior During Credit Cycles"
- Anton Korinek. "Systemic Risk-Taking: Amplification Effects, Externalities, and Regulatory Responses"
- Mark Wright. "The Costs of Emerging Market Financial Crises: Output, Productivity and Welfare"

- Gustavo Suarez. "The Anatomy of a Financial Crisis: The Evolution of Runs in the Asset-Backed Commercial Paper Market"
- Enrique Mendoza. "Financial Globalization, Financial Crises and Contagion"
- Marcus Miller. "Leverage and Asset Bubbles: Averting Armageddon with Chapter 11?"
- Gabriela Mundaca-Elias. "Monitoring, Liquidity Provisions, and Financial Crises"

Solicite mayor información a la dirección electrónica: [lfn@iadb.org](mailto:lfn@iadb.org)

### 14ta Asamblea Annual de LACEA – LAMES 2009

**Del 1 al 3 de octubre de 2009**

De 9:00 a.m. a 6:00 p.m.  
Universidad Torcuato de Tella  
Buenos Aires, Argentina

[www.iadb.org/res/researchnetwork](http://www.iadb.org/res/researchnetwork)

### Bienvenidos al RES

**Paulo Rodrigues Bastos**, oriundo de Portugal, se unió al RES en calidad de Economista Investigador en agosto de 2009. Tiene un PhD en Economía de la Universidad de Nottingham. Anteriormente trabajó en la Oficina de Evaluación y Supervisión del BID, la Comisión Europea y en la misma Universidad de Nottingham. Su obra de investigación cubre una amplia gama de temas en el campo de microeconomía aplicada y fue publicada recientemente en el *Journal of International Economics*, *Canadian Journal of Economics*, *International Journal of Industrial Organization* y *Labour Economics*.

**Fabiana Velasques de Paula Machado**, quien viene de Brasil, se une al Departamento de Investigación en calidad de Economista Investigadora. Obtuvo su PhD en Politología en la Universidad de Rochester, Nueva York. Antes de unirse al BID, trabajó como especialista en evaluación con Safe Horizon, una organización sin fines de lucro que brinda ayuda a víctimas de la violencia intrafamiliar en Nueva York. Su labor de investigación en el RES se concentra en cuestiones de pobreza y desigualdad, y en la manera en que esos factores inciden en las perspectivas políticas de las políticas redistributivas."

La presente edición de *IDEA* fue preparada por Alejandro Izquierdo y Rita Funaro. Se basa en la labor de investigación coordinada por Alejandro Izquierdo y Ernesto Talvi, con aportes de Luis Catão, Eduardo Cavallo, Eduardo Fernández-Arias, Arturo Galindo, Pablo Ottonello, Diego Pérez y Alessandro Rebucci. Este trabajo de investigación se presentó originalmente en el libro *Opciones de políticas en tiempos sin precedentes: Hacer frente a la crisis mundial en América Latina y el Caribe*, presentado en la asamblea anual del BID en marzo de 2009.

Eduardo Lora  
Coordinador General

Rita Funaro  
Editora Gerente

*IDEA* (Ideas para el Desarrollo de las Américas) es un boletín sobre política económica y social que publica tres veces al año el Departamento de Investigación del Banco Interamericano de Desarrollo. Se agradecen los comentarios, los cuales se deben dirigir a la Editora de *IDEA*, Rita Funaro, a la dirección electrónica [Ritaf@iadb.org](mailto:Ritaf@iadb.org).

Los puntos de vista aquí expresados corresponden a sus autores y no necesariamente representan los puntos de vista ni la política del BID. Se permite reproducir los artículos aquí contenidos siempre y cuando se indique que *IDEA* y el BID son la fuente original. Para recibir el boletín electrónicamente, envíe su dirección electrónica a: [RES-pubs@iadb.org](mailto:RES-pubs@iadb.org). Se puede consultar ediciones anteriores de este boletín a través de Internet, en: <http://www.iadb.org/res/news>.



Banco Interamericano de Desarrollo  
1300 New York Ave., NW  
Washington, DC 20577