



Biblioteca Central "Vicerrector Ricardo A. Podestá"
Repositorio Institucional

Bajo crecimiento mundial

reflexiones a ocho años de la pasada crisis financiera
internacional

Año
2016

Autor
Buchieri, Flavio E.

Este documento está disponible para su consulta y descarga en el portal on line de la Biblioteca Central "Vicerrector Ricardo Alberto Podestá", en el Repositorio Institucional de la **Universidad Nacional de Villa María**.

CITA SUGERIDA

Buchieri, F. E., Mancha Navarro, T. y Pereyra, A. D. (2016). *Bajo crecimiento mundial*. Villa María: Universidad Nacional de Villa María



Esta obra está bajo una Licencia Creative Commons Atribución 4.0 Internacional

V CONGRESO DE ADMINISTRACIÓN DEL CENTRO DE LA REPÚBLICA

**II ENCUENTRO INTERNACIONAL DE ADMINISTRACIÓN DEL CENTRO DE LA
REPÚBLICA**

I CONGRESO DE CIENCIAS ECONÓMICAS DEL CENTRO DE LA REPÚBLICA

**“DESAFÍOS PARA LA GESTIÓN DE ORGANIZACIONES FRENTE A LAS NUEVAS
REALIDADES DE LA SOCIEDAD”**

VILLA MARÍA - ARGENTINA - 06 y 07 DE OCTUBRE DE 2016

**“BAJO CRECIMIENTO MUNDIAL: REFLEXIONES A OCHO AÑOS DE LA
PASADA CRISIS FINANCIERA INTERNACIONAL”.**

**BUCHIERI, FLAVIO E.. AUTOR EXPOSITOR
MANCHA NAVARRO, TOMÁS. AUTOR
PEREYRA, ALEJANDRO D.. AUTOR**

Auspician



Adhieren



“BAJO CRECIMIENTO MUNDIAL: REFLEXIONES A OCHO AÑOS DE LA PASADA CRISIS FINANCIERA INTERNACIONAL”.

RESUMEN:

La economía mundial aún no se recupera totalmente luego de la ocurrencia de la pasada Crisis Financiera en el 2008, que comenzó en Estados Unidos, se acentuó en la Euro Zona y se extendió por todo el planeta. Si a estos aspectos se le suman las tensiones económicas y geopolíticas que surgen de un mundo multipolar, las perspectivas a corto plazo no son las esperables a partir del análisis histórico de las series contempladas.

ABSTRACT:

The world economy is not yet fully recovered yet after the occurrence of the last financial crisis in 2008, wich began in United States, was accentuated in Euro Zone and spread across the globe. If we add geopolitical and economic tensions arising from a multipolar world, short term perspectives are not expected from historical analysis of statistics series.

PALABRAS CLAVE:

Crisis Financiera - Crecimiento Económico - Mundo Multipolar-

KEY WORDS:

Financial Crisis – Economic Growth – Multipolar World

1. Introducción.

La economía mundial aún no se recupera totalmente luego de la ocurrencia de la pasada Crisis Financiera en el 2008, que comenzó en Estados Unidos, se acentuó en la Euro Zona y se extendió por todo el planeta. Si a estos aspectos se le suman las tensiones económicas y geopolíticas que surgen de un mundo multipolar, las perspectivas a corto plazo no son las esperables a partir del análisis histórico de las series contempladas.

En ese marco, en el presente documento pretendemos analizar la coyuntura mundial desde el punto de vista de la evolución de las tasas de crecimiento del planeta aunque discriminadas por zonas o regiones de interés para luego efectuar un análisis sobre la dinámica del sistema económico mundial que venimos observando en los últimos años, que implica la generación de un nuevo consenso en torno a su rediseño institucional, de modo de acotar la ocurrencia de los fenómenos que empíricamente han afectado a su estabilidad inter-temporal como de fortalecer los canales de difusión o canalización a los fines de reducir

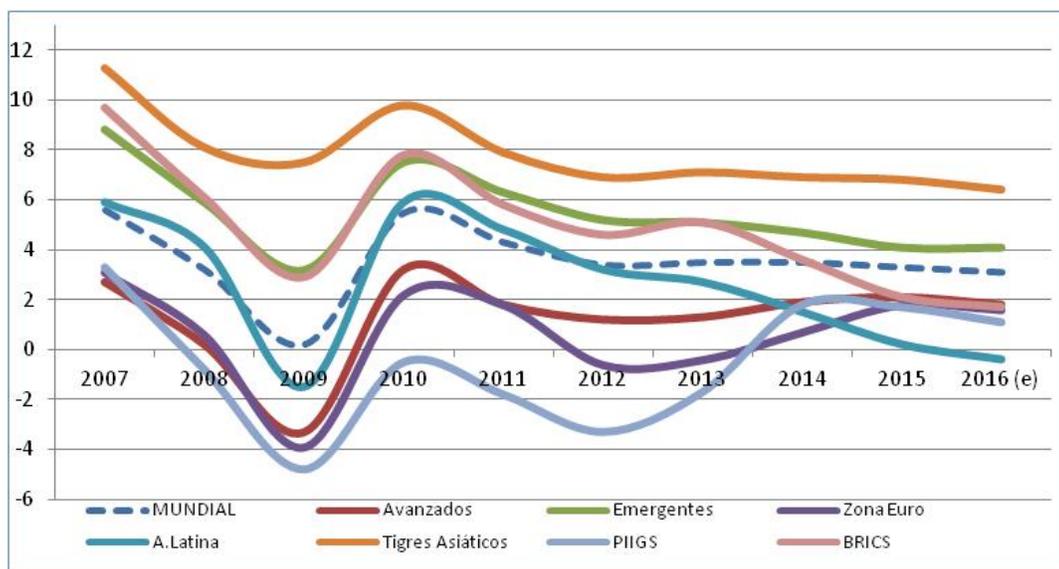
los incentivos para un manejo que, desde el punto de vista de las respectivas autoridades públicas y/o de regulación, generan siempre incentivos de riesgo moral en sus regulados y/o demás agentes del sistema.

2. la Economía Mundial en la Actualidad y sus Perspectivas.

A través de algunos Gráficos mostraremos cómo nos encontramos hoy. El mundo se ha recuperado pero con la salvedad de que la crisis no ha sido enteramente superada. Esto acontece porque los desequilibrios que se acumularon en el pasado son de difícil corrección. Y si a ello se le agrega que, a nivel mundial, se observa crisis de liderazgo a nivel de las grandes superpotencias, es menester destacar que la corrección macroeconómica del crecimiento mundial haya sido muy leve y atenuada por la propia dinámica de estos desequilibrios macroeconómicos.

Como se puede observar en el Gráfico que se presente a continuación, la economía mundial cae fuertemente en el 2009, asistiéndose luego a una pequeña recuperación con una estabilidad que hemos observado en los últimos años. Sin embargo, la recuperación actual está lejos del punto de partida previo al inicio de la crisis, observando diferentes situaciones para cada uno de los grupos de países que hemos tomado para poder efectuar esta consideración.

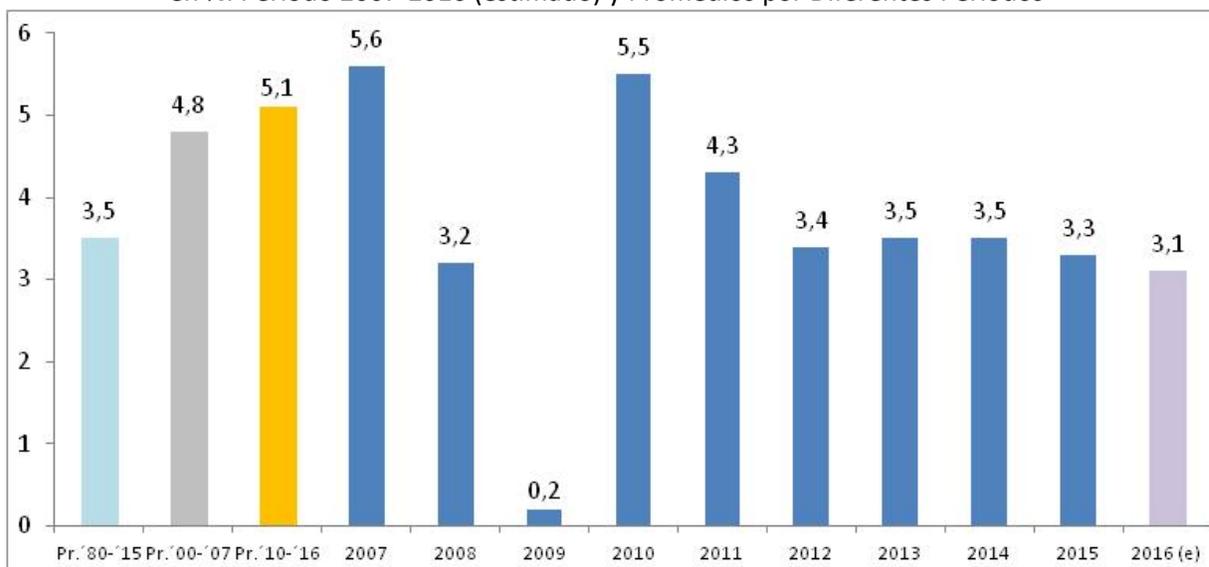
GRÁFICO 1: Evolución de las Tasas de Crecimiento Globales y por Regiones
-en %. Período 2007-2016 (estimado)-



Fuente: Elaboración propia en base a <http://ec.europa.eu/eurostat> y <http://www.imf.org/en/data>

A partir de analizar un período más amplio como es el comprendido por los años 1980-2015, se puede observar, como se expone en el siguiente Gráfico, el promedio mundial para el mismo era del 3,5%, subió fuertemente en el período 2000-2007 -un período de gran estabilidad, “gracias” al atentado de las torres gemelas que llevó a que la Reserva Federal de los Estados Unidos aumentara fuertemente la liquidez para estimular el crecimiento mundial- y, tras la crisis, vuelve al 3,5%. Es decir que, en la actualidad, hemos recuperado el promedio histórico pero no estamos cerca de lo que fueron los años previos a la crisis.

GRÁFICO 2: Evolución de las Tasas de Crecimiento Globales y por Regiones
-en %. Período 2007-2016 (estimado) y Promedios por Diferentes Períodos-

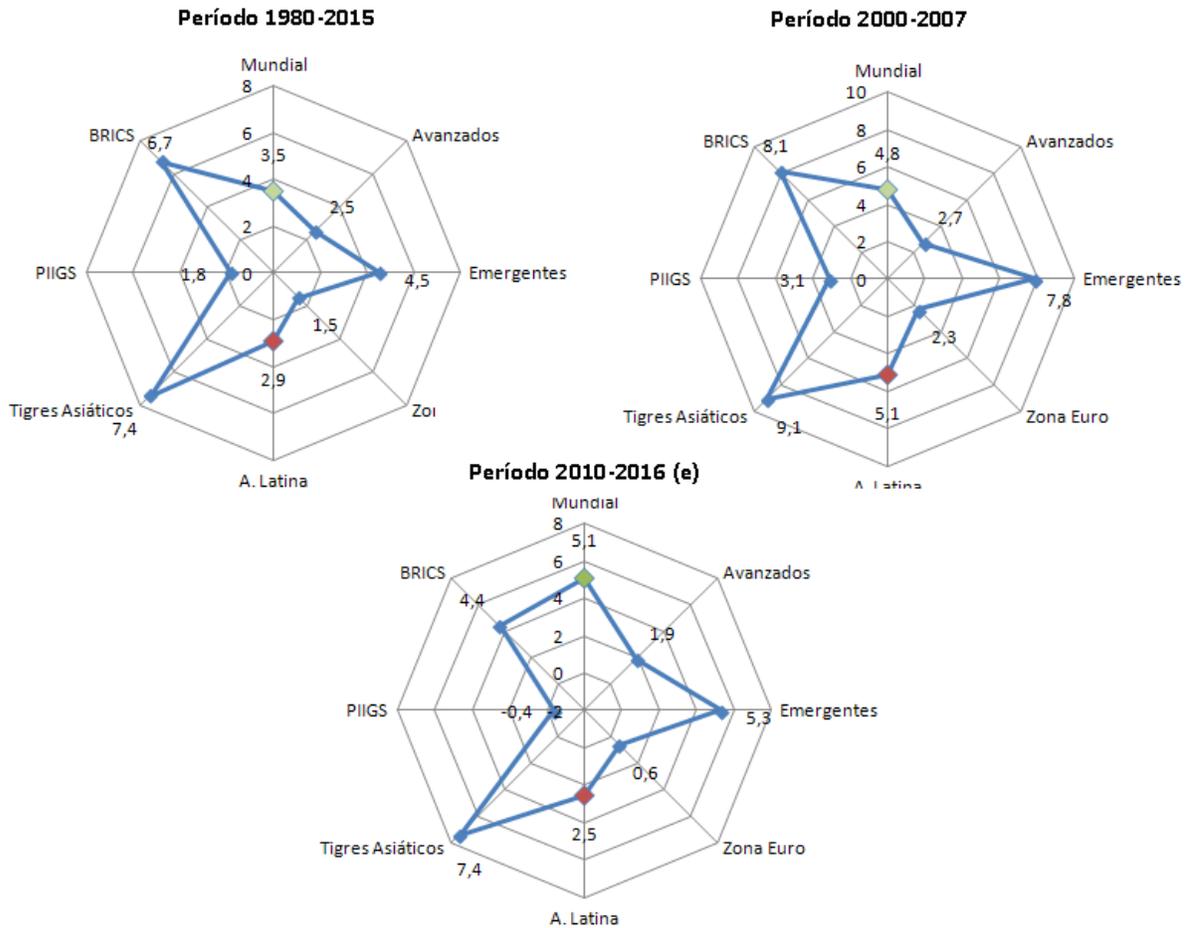


Fuente: Elaboración propia en base a <http://ec.europa.eu/eurostat> y <http://www.imf.org/en/data>

Cuando se analiza al interior de los grupos de países, América Latina registraba un 2,9% como tasa de crecimiento del período amplia, subiendo fuertemente al 5,1% para el sub-período 2000-2007, ubicándose, hoy, en las tasas históricas. Sí, por supuesto, el panorama es ampliamente diverso para otras regiones, con claros ganadores y perdedores antes, durante y después de la crisis, como se observa en el siguiente gráfico y que explayaremos con más detalle a continuación.

GRÁFICO 3: Evolución de las Tasas de Crecimiento Globales y por Regiones

-en %-



Fuente: Elaboración propia en base a <http://ec.europa.eu/eurostat> y <http://www.imf.org/en/data>

3. Análisis por Regiones o Grupos de Países.

Las diferencias se observan cuando, hacia el interior del análisis global, se discrimina por grupos o regiones de países. Los datos convalidan los análisis, tendencias y/o credos dominantes, esto es, en términos de tasas y/o niveles de crecimiento, son los **países desarrollados** o avanzados, quienes han sufrido la crisis con intensidad, como se expone en el siguiente Gráfico.

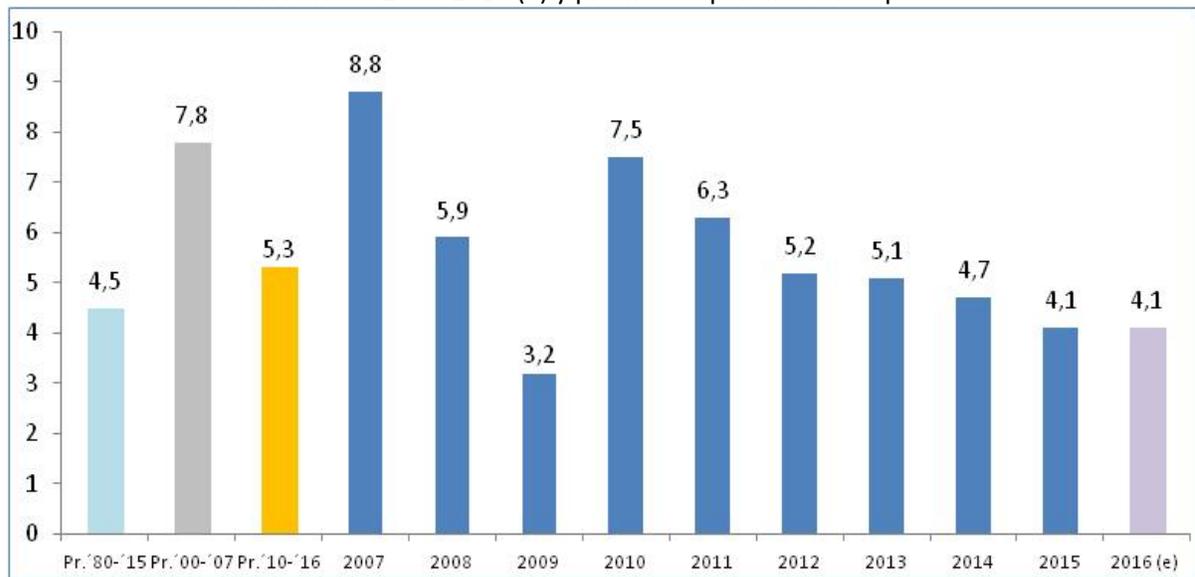
GRÁFICO 4: Evolución de las Tasas de Crecimiento para el PROMEDIO MUNDIAL
-en %. Período 2007-2016 (e) y promedios por diferentes periodos-



Fuente: Elaboración propia en base a <http://ec.europa.eu/eurostat> y <http://www.imf.org/en/data>

Estos países venían creciendo a un 2,5% para el período histórico, cayendo a -3,3% en el peor año de la crisis para luego arribar a tasas estables pero más bajas que el promedio mundial, siendo que su promedio para el sub-período 2007-2015 es más bajo que el registrado para todo el período amplio 1980-2015 y, a su vez, muy por detrás del promedio mundial: 1.2%.

GRÁFICO 5: Evolución de las Tasas de Crecimiento para los PAÍSES EMERGENTES
-en %. Período 2007-2016 (e) y promedios por diferentes periodos-

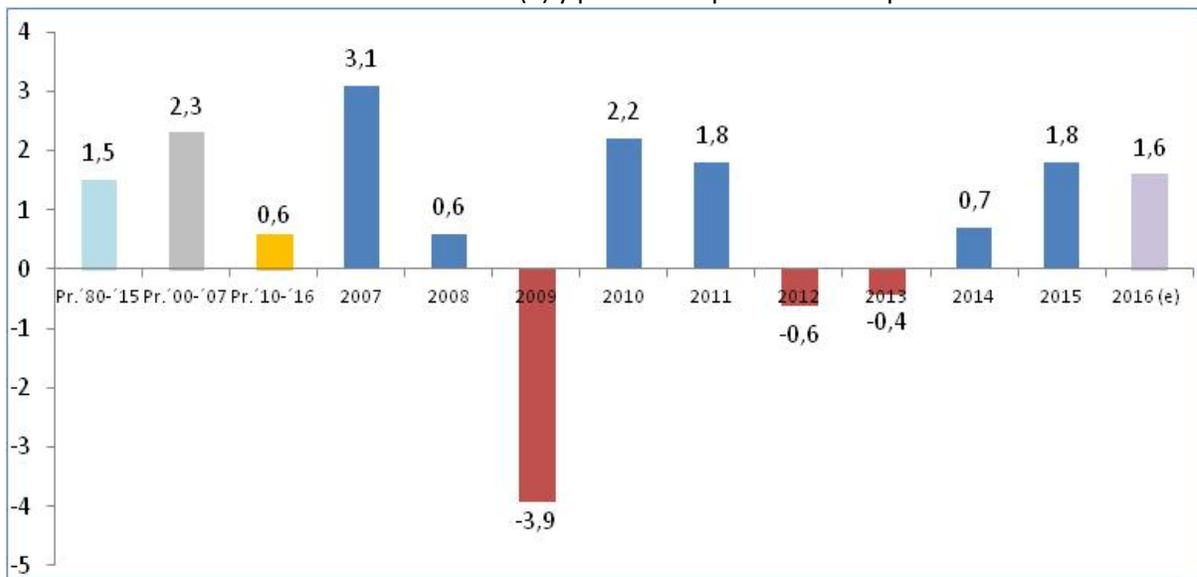


Fuente: Elaboración propia en base a <http://ec.europa.eu/eurostat> y <http://www.imf.org/en/data>

Para los **países emergentes** la situación es bien distinta. En el peor momento de la crisis pasaban de crecer al 8,8% en el año 2007 a registrar una caída importante pero aún manteniendo una tasa de crecimiento positivo del 3,2%, para luego recuperarse y mostrar tasas más altas que el promedio mundial y en torno al 5.7% promedio para el período 2007-2015.

En los **países de la Zona del Euro**, su situación es aún más grave que la registrada para los países desarrollados. Sus promedios de crecimiento –para el período 1980-2015 como sub-períodos- están bien por debajo del promedio mundial como de los países desarrollados. Pero, a su vez, en el peor año de la crisis registran una caída del 3.9% al mismo tiempo que vuelven a asistir a registros negativos en su tasa de crecimiento para los años 2012 y 2013. Todo esto permite considerar que el promedio para el sub-período 2007-2015 sea del orden del 0.6%, el peor registro en relación al promedio mundial como del resto de los grupos o regiones.

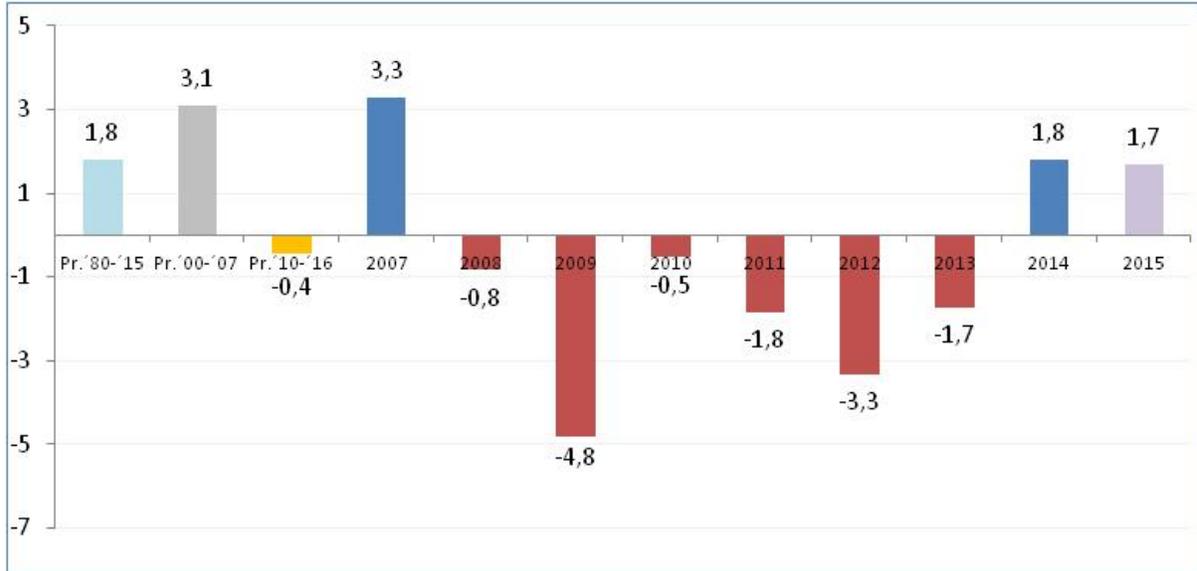
GRÁFICO 6: Evolución de las Tasas de Crecimiento para los PAÍSES DE LA ZONA DEL EURO
-en %. Período 2007-2016 (e) y promedios por diferentes períodos-



Fuente: Elaboración propia en base a <http://ec.europa.eu/eurostat> y <http://www.imf.org/en/data>

¿Cómo ha sido el desempeño de los **PIIGS**, esto es, Portugal, Italia, Grecia, Irlanda y España? Estos países no venían tenían un desempeño económico tan mal en el período y/o año previo a la crisis. Sin embargo, caen fuertemente en el año 2009 y continúan con performances negativas para los años 2011, 2012 y 2013, arribando a un promedio para el sub-período 2007-2015 de – 0.7%.

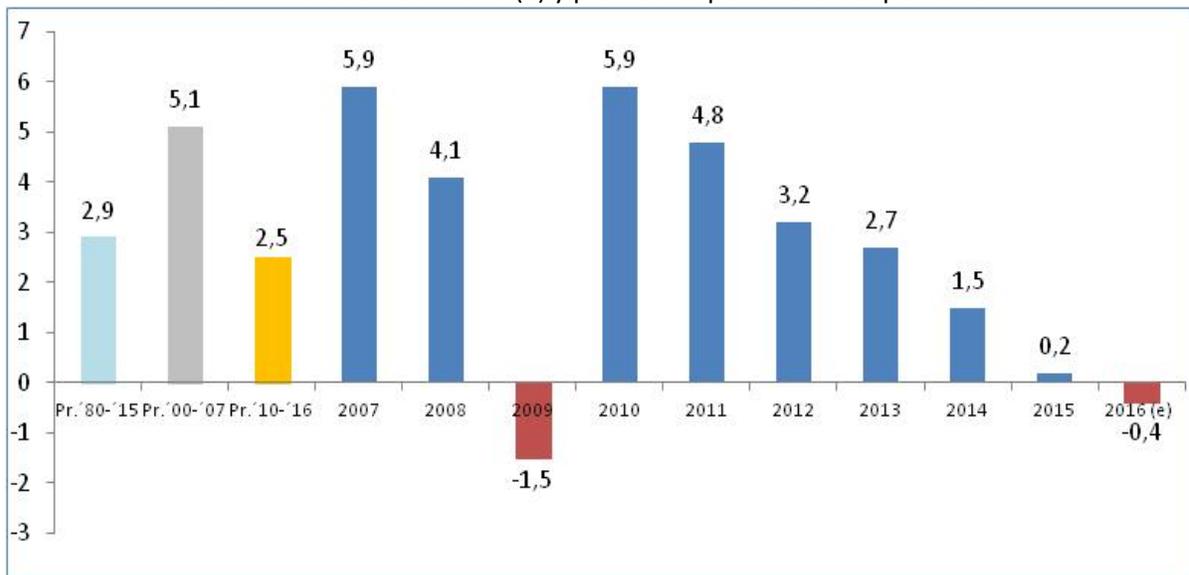
GRÁFICO 7: Evolución de las Tasas de Crecimiento para los PIIGS
-en %. Período 2007-2016 (e) y promedios por diferentes períodos-



Fuente: Elaboración propia en base a <http://ec.europa.eu/eurostat> y <http://www.imf.org/en/data>

El quinto grupo de países a analizar en **América Latina**. En el peor año de la crisis, la Región cae a un 1,5% de crecimiento cuando el mundo cayó 3%. La recuperación posterior no ha sido consistente ni duradera, arribando a un promedio para el sub-período 2007-2015 del orden del 2.9% que, por cierto, coincide con el promedio de todo el período 1980-2015.

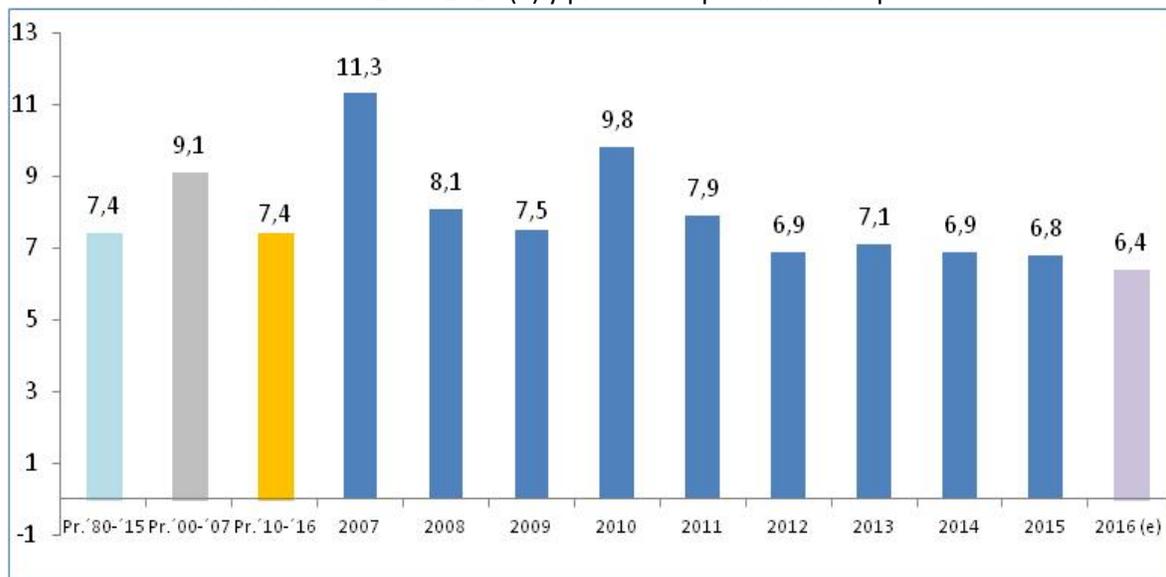
GRÁFICO 7: Evolución de las Tasas de Crecimiento para los Países de AMERICA LATINA
-en %. Período 2007-2016 (e) y promedios por diferentes períodos-



Fuente: Elaboración propia en base a <http://ec.europa.eu/eurostat> y <http://www.imf.org/en/data>

Sin lugar a dudas que los **Tigres Asiáticos** -incluido China- son los que mejor desempeño han mostrado antes, durante y después de la ocurrencia de la crisis, que tuvo acotado impacto en el peor año de la misma. La región se ha estabilizado en torno a una tasa de crecimiento promedio del 8% para el sub-período 2007-2015.

GRÁFICO 8: Evolución de las Tasas de Crecimiento para los TIGRES ASIÁTICOS
-en %. Período 2007-2016 (e) y promedios por diferentes períodos-

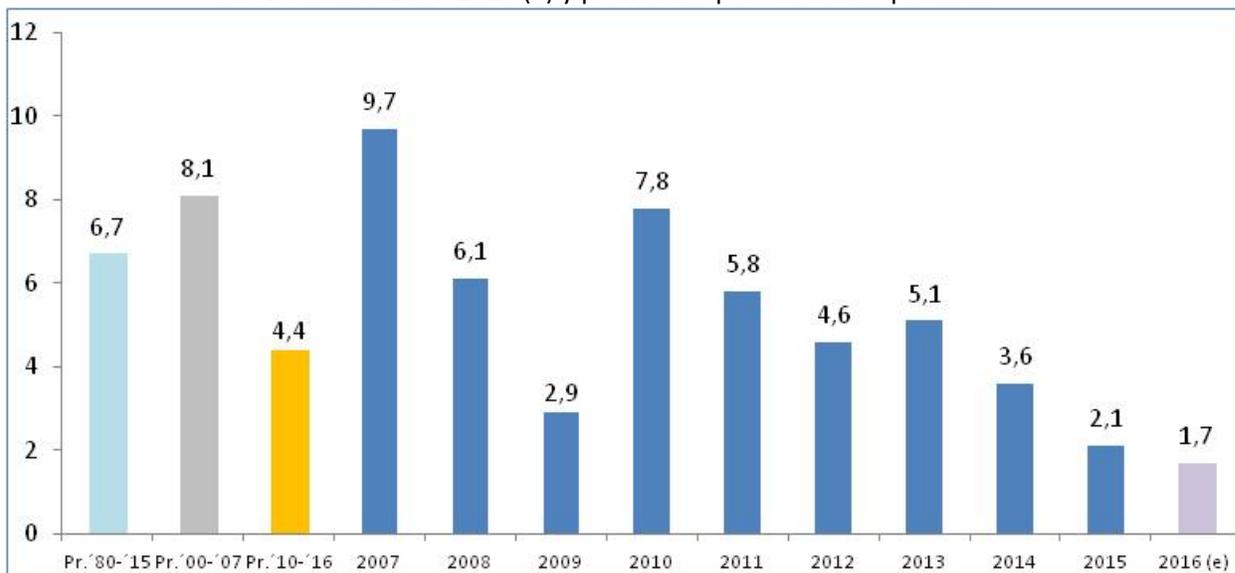


Fuente: Elaboración propia en base a <http://ec.europa.eu/eurostat> y <http://www.imf.org/en/data>

El último grupo a analizar es el de los **BRICS** –integrado por Brasil, Rusia, India, China y Sudáfrica-, hoy en día en fuerte cuestionamiento a su cohesión interna por el deficiente crecimiento y/o situación institucional en Brasil, la mala performance de Rusia, afectada por la caída de los precios del petróleo, e India con tendencias hegemónicas en relación a China. El grupo evidenció una buena evolución económica en los últimos años –por debajo de los resultados arrojados por los Tigres Asiáticos- aunque pasaron de crecer al 9,7% en el 2007 a un nivel de un poco más del 2% en el pasado 2015, arrojando un promedio para el sub-período 2007-2015 del orden del 5.3%.

GRÁFICO 9: Evolución de las Tasas de Crecimiento para los TIGRES ASIÁTICOS

-en %. Período 2007-2016 (e) y promedios por diferentes períodos-



Fuente: Elaboración propia en base a <http://ec.europa.eu/eurostat> y <http://www.imf.org/en/data>

4. Evaluación y Perspectivas a Mediano Plazo.

A ocho años del inicio formal de la crisis, es obvio que el crecimiento mundial todavía se encuentra amesetado en un nivel bajo en relación al promedio de los últimos veinticinco años. Si a en ese contexto le sumamos la crisis de liderazgo de los Estados Unidos como superpotencia mundial, la proliferación de conflictos regionales –particularmente, en el cercano Oriente- más la incertidumbre –hoy acotada- del impacto y los costos de la salida de Gran Bretaña de la Eurozona, es claro que, en el corto plazo, las expectativas por recuperar tasas de crecimiento más altas están congeladas.

Los países que están más afectados por la crisis -los PIIGS- están sobreviviendo en un marco donde la corrección de desequilibrios macroeconómicos no es gratis. Los ciudadanos alemanes están financiando la ayuda pero también lo están financiando los ciudadanos de otros países con reducción de subsidios, salarios, presupuestos públicos, presupuestos educativos, jubilaciones y pensiones, entre otros, afectando las tendencias de crecimiento de estos últimos países. Por otro lado, los commodities primarios van a continuar con tendencia decreciente en los próximos años si es que la correlación inversa con el dólar se sigue manteniendo a futuro. La soja probablemente se recupere en el corto plazo aunque se construyen malas perspectivas para los precios de los hidrocarburos. Y, si a ellos se le suma que los flujos financieros se han reducido en nuestra región, es también claro que el efecto combinado de todo lo antes expuesto implica un fuerte proceso de desaceleración económica para casi todos los países de América Latina.

Por otro lado, los hechos históricos de los últimos años permiten observar que, en el proceso de corrección macroeconómica a nivel mundial –uno de los principales impactos colaterales de la crisis- las economías emergentes -y, especialmente, los tigres asiáticos- han demostrado que aún con tasas de crecimiento alto estos países no pueden compensar,

particularmente, la reducción de la tasa de crecimiento de los Estados Unidos. En ese marco, las agresivas políticas de estímulos monetarios que llevó a cabo tanto la Reserva Federal como el Banco Central Europeo no han fortalecido las expectativas de recuperación económica (la famosa “trampa de la liquidez” que postulaba Keynes está en plena vigencia), con lo cual, y particularmente, el proyecto de Reforma Fiscal de los países de la zona euro genera más presiones recesivas. Todo esto obliga a que haya un fortalecimiento de la coordinación y cooperación de las políticas económicas a nivel mundial.

En el caso particular de la Eurozona, Alemania está imponiendo un nuevo sistema de incentivos a la racionalidad inter-temporal en términos fiscales; por ende Alemania no es solamente la que establece cual es la relación entre el euro vs. el precio de las divisas sino que también Alemania va a comenzar a definir y establecer cómo se establece la política fiscal a nivel de la Eurozona. Es esta situación la que genera mayor presión en las correcciones de la actividad económica hacia la baja en los países afectados con lo cual, si a ello se le suman los problemas sociales recientes –como la inmigración de Cercano Oriente– no sería descabellado pensar que haya “nuevos Brexits” a la vuelta de la esquina.

5. Las Crisis Financieras y su Impacto en la América Latina: Hacia un Nuevo Paradigma.

Cuando en 1982 se produjo un colapso en los importantes flujos de capital que habían llegado a los países de la región impulsados por el reciclaje de los petrodólares e intermediados por los bancos internacionales, América Latina entró en crisis abriendo paso a lo que posteriormente se conoció como la “década perdida”. La sequía en las afluencias de capital a la región se extendió hasta 1989 y el diagnóstico predominante de la época fue que la crisis tuvo su génesis en que el modelo de sustitución de importaciones y de fuerte intervención del Estado en la economía se había agotado.

La “crisis del modelo” abrió paso al así llamado “Consenso de Washington” cuyos pilares fundamentales eran la disciplina macroeconómica, la apertura comercial y financiera de la economía, la desregulación de los mercados y la privatización de las empresas del Estado. En los años posteriores a la crisis, el modelo proteccionista y estatista predominante en la región sería gradualmente sustituido en la gran mayoría de los países por uno de orientación más liberal.

La premisa fundamental de los promotores del Consenso de Washington era que la disciplina macroeconómica, la apertura económica y las medidas pro-mercado habrían de atraer capitales y promover el crecimiento. Más aún, también se creía entonces que los mercados financieros internacionales, a los cuales los países de la región fueron ganando gradualmente acceso a principios de los años 1990, actuarían como los auditores de que las buenas políticas se sostuvieran en el tiempo. Cualquier desvío sería castigado con severidad, perdiendo los países el acceso al crédito y al capital internacional. Por contraposición, países con políticas económicas sanas y fundamentos sólidos tendrían asegurado un acceso fluido a los mercados internacionales de capital.

Las reformas del Consenso de Washington empezaron a ser adoptadas por la gran mayoría de los países en la segunda mitad de los años ´80 y se consolidaron a principios de los años

´90 cuando las hiperinflaciones de Argentina, Brasil y Perú fueron definitivamente derrotadas. Tal como lo habían pronosticado sus promotores, las afluencias de capital a la región crecieron exponencialmente de un nivel cercano a cero a finales de los ´80 hasta alcanzar un 5,5% del PBI regional y un 24% de la inversión total de la región a mediados de 1998. Entre 1991 y 1997, la región creció a una tasa del 5% anual que resultaba tremendamente significativa después de una década perdida en la que la región prácticamente no creció.

Todo parecía rodar de acuerdo a lo previsto –no sin algún contratiempo cuando la crisis del Tequila llevó a una reversión momentánea en los flujos de capital a la región que afectó fundamentalmente a México y Argentina– hasta que en Agosto de 1998, con las tensiones financieras en el Sudeste Asiático, el esquema cambió. Una vez más se produjo un colapso abrupto, generalizado y persistente en los flujos internacionales de capital hacia la región. Este colapso, que llevó los flujos de capital nuevamente a niveles cercanos a cero hacia el año 2002, golpeó en mayor o menor medida a todos los países de la región. En algunos países el golpe fue virulento: Argentina terminó con una crisis cambiaria y financiera, un default de la deuda pública y un colapso económico para fines del año 2001. Pero también Chile, un país con sólidos fundamentos económicos, políticas macroeconómicas sanas, un proceso sostenido de transformaciones estructurales que modernizaron su economía y llevaron a un elevado crecimiento, fue golpeado con dureza y aunque no tuvo una crisis financiera ni de deuda soberana, tuvo que procesar un ajuste macroeconómico severo.

Ante este nuevo e inesperado traspie de la región, el diagnóstico inicial apuntó nuevamente al fracaso del modelo. Para los críticos del Consenso de Washington esta crisis era la crónica de una muerte anunciada y producto de las medidas de liberalización, en particular, la liberalización financiera, que habrían facilitado la llegada de “dinero caliente” y creado las condiciones para movimientos desestabilizadores en los flujos de capital. Una vez más, este diagnóstico ponía el énfasis de las dificultades por las que atravesó la región entre 1998 y 2002 en las políticas domésticas.

A pesar de que tanto la reversión de los flujos de capital de 1982-1989 como la de 1998-2002 fueron eventos que afectaron de manera simultánea a varios países de la región con políticas económicas y fundamentos muy disímiles, pocos repararon en la naturaleza sistémica de estos eventos. Esta falta de atención en las dimensiones sistémicas de estos fenómenos financieros no deja de llamar la atención. Después de todo, el colapso en los flujos de capital que golpeó a la región desde 1982 no sólo afectó a una gran cantidad de países emergentes sino que se produjo después de un aumento dramático y sostenido de las tasas de interés de los Estados Unidos, que el entonces presidente de la Reserva Federal Paul Volcker orquestó para combatir una tasa de inflación que orillaba el 20% anual. También se debe tomar en cuenta el impacto que generó el default parcial de Rusia sobre su deuda interna en Agosto de 1998, que precipitó un aumento dramático de las primas de riesgo de las economías emergentes. En su pico, estas alcanzaron los 1500 puntos básicos por encima de los bonos del Tesoro americano.

A diferencia de las interpretaciones de las crisis regionales que ponían el énfasis en las deficiencias de las políticas domésticas, las interpretaciones sistémicas ponen a los mercados internacionales de capital en el epicentro del problema. En lugar de ser los auditores de las

buenas políticas, estos mercados son en sí mismos una fuente de inestabilidad como resultado de deficiencias en la arquitectura financiera internacional. A raíz de estas deficiencias, países con fundamentos sólidos y capacidad de repago a largo plazo podrían verse amenazados por la insolvencia si por algún motivo fuera del control de los gobiernos y no relacionado con las políticas domésticas de los países, una masa crítica de inversores o bancos no estuviera dispuesta a refinanciar las deudas que vencen. Puesto en otras palabras, una crisis de liquidez podría tornar en insolventes y provocar una crisis en economías perfectamente sanas.

El cambio de énfasis hacia los elementos financieros sistémicos comunes a las crisis regionales fue un cambio de paradigma clave que emergió con mucha fuerza muy especialmente después de la crisis que siguió al default de Rusia en 1998, como antes mencionamos. Lo extraordinariamente llamativo de la crisis rusa es que un default parcial de la deuda interna, en un país que representaba apenas 1% del PBI mundial y que no tenía vínculos financieros ni comerciales significativos con América Latina, pudiera producir una onda expansiva de tales proporciones.

Calvo (1999) argumenta que el colapso sincronizado y generalizado de los flujos de capital hacia los países emergentes en general y a América Latina en particular, puede explicarse por el impacto de la crisis Rusa en las hojas de balance de los intermediarios financieros que invierten en los países emergentes. Estos intermediarios tenían un elevado grado de apalancamiento y las pérdidas ocasionadas por el default ruso les llevó a una situación de iliquidez y a la venta forzada a precios de liquidación de bonos de todos los países emergentes de la cartera, para hacer frente a la pérdida de valor del colateral. En ausencia de un prestamista internacional de última instancia que pudiera tomar los bonos de los países emergentes como colateral de la provisión de liquidez de emergencia, se produjo un colapso generalizado en el precio de los bonos que afectó el costo y el acceso al financiamiento de países emergentes con fundamentos perfectamente sólidos y con capacidad de repago. Según el mismo autor, el contagio financiero que siguió a la crisis rusa tuvo como propagador fundamental a los intermediarios financieros internacionales.

Esta crisis y lo aprendido como resultado, reveló la ausencia de un engranaje clave en la arquitectura financiera internacional: la existencia de un prestamista internacional de última instancia para el enorme mercado de bonos internacionales de los países emergentes. Aunque hubo varias iniciativas para reformar la arquitectura financiera internacional, más bien orientadas a contribuir a una resolución ordenada de las reestructuraciones de deuda soberana -como por ejemplo la introducción de *Cláusulas de Acción Colectiva* en las nuevas emisiones de bonos de países emergentes o el *Mecanismo de Resolución de Deuda Soberana*, propuesto desde el Fondo Monetario Internacional- no fue hasta el año 2009, después de la quiebra de Lehman Brothers y la crisis financiera global que se desató como consecuencia, que hubo progresos significativos hacia la creación de mecanismos análogos a los de un prestamista internacional de última instancia para los países emergentes.

Después de la quiebra de Lehman Brothers en Septiembre de 2008, la comunidad internacional mostró una disposición –hasta entonces inédita– para apoyar decididamente a las economías emergentes, que en este caso no eran el epicentro de la crisis sino víctimas de una crisis financiera que se originó en el mundo desarrollado. La Reserva Federal de los

Estados Unidos puso a disposición líneas de liquidez de emergencia para Brasil, Corea, México y Singapur, países emergentes considerados sistémicamente relevantes. El Banco de Japón hizo oportunamente lo propio con Indonesia e India. Las decisiones más importantes y decisivas se producen en Abril de 2009 cuando el G-20 decide triplicar los recursos del FMI, lanzando éste su *Línea de Crédito Flexible*, que permitía a los países emergentes con fundamentos económicos sólidos acceder a desembolsos rápidos, preventivos, sin condicionalidad, y de un tamaño lo suficientemente grande y a plazos lo suficientemente largos como para tener un impacto significativo. Esta acción decidida y audaz de la comunidad internacional jugó un rol clave y evitó que los costos financieros de estos países se dispararan y que el financiamiento internacional se interrumpiera de manera abrupta. Lo sucedido ocurrió en contraste con lo que había sucedido después de la crisis rusa, cuando el apoyo de la comunidad internacional en general y del FMI en particular, fue lento, sujeto a condicionalidad, curativo más que preventivo y de un tamaño insuficiente.

Pasado el momento crítico de la crisis, los mecanismos de provisión de liquidez preventiva fueron institucionalizados, perfeccionados y ampliados. El FMI cuenta hoy con una amplia gama de facilidades que permiten a los países con sólidos fundamentos y políticas económicas sanas acceder a líneas de liquidez contingentes, que se contratan *ex-ante* y se desembolsan a discreción del país, sin condicionalidades y por montos potencialmente significativos que no están sujetos a los límites habituales de acceso y que se deciden caso a caso. Acompañando esta tendencia, el Banco Mundial y los bancos de desarrollo regionales - el Banco Interamericano de Desarrollo (BID) y el Banco de Desarrollo de América Latina (CAF)- desarrollaron mecanismos propios de asistencia de liquidez, a la vez que se fortalecieron mecanismos regionales de provisión de liquidez como el Fondo Latinoamericano de Reserva (FLAR).

El cambio de paradigma de lo idiosincrático a lo sistémico y la toma gradual de conciencia de la dimensión global de los eventos financieros traumáticos que padeció la región a principio de los años '80 y finales de los '90, tuvieron también su corolario en la concepción y el diseño de políticas domésticas. El foco se amplió para incluir no solamente las vulnerabilidades macroeconómicas: las *monetario-cambiarías* (el riesgo de un ataque especulativo contra la moneda que pudiera resultar en una macro-devaluación), las *vulnerabilidades fiscales* (el riesgo de que una dinámica de deuda no convergente pudiera terminar en una crisis de solvencia) y *vulnerabilidades externas* (el riesgo de que un déficit de cuenta corriente insostenible pudiera forzar un severo ajuste macroeconómico). El cambio de paradigma obligó a focalizar crecientemente la atención en las *vulnerabilidades de tipo financiero*: la liquidez internacional, la deuda de corto plazo, la "dolarización" de los pasivos, la velocidad del crecimiento del crédito y en el precio de los activos, los riesgos financieros ocultos que no se reflejan en los balances de los bancos, para poner sólo algunos ejemplos.

Las vulnerabilidades financieras domésticas tienden a amplificar el impacto adverso de los episodios de turbulencia severa en los mercados financieros internacionales. Un recorte abrupto de los flujos de capital tendrá un impacto mucho más severo en los países vulnerables desde un punto de vista financiero. Por ejemplo, la reducción abrupta en los flujos de capital que siguió a la crisis rusa afectó de manera diferente a los países de la región. Algunos como Chile en 1998, tuvieron ajustes macroeconómicos severos pero sin crisis financiera, en tanto que otros, como Argentina en 2001, experimentaron crisis

financiera, reestructuración de la deuda pública y colapso económico. Este impacto diferencial se puede rastrear al hecho de que la interrupción abrupta en los flujos de capital obligaba a un severo ajuste del tipo de cambio real en ambos países. La Argentina a diferencia de Chile, tenía fuertes descalces de monedas en los balances de las familias, las empresas y el Estado debido a la alta dolarización de los pasivos y una devaluación estaba llamada a crear efectos devastadores sobre la capacidad de repago de estos agentes y, por lo tanto, sobre la salud del sistema financiero.

Aunque la región había hecho progresos significativos en el frente inflacionario y fiscal en la década de los '90, fue recién después de la crisis rusa y la nueva ronda de dificultades en unos casos y de calamidades en otros, que se hicieron también progresos notables en reducir las vulnerabilidades financieras. Aunque el endeudamiento total -público y privado, doméstico y externo- exhibe en la actualidad niveles similares a los que tenían en promedio estos mismos países previo a la crisis rusa -alrededor de 100% del PBI- el grado de dolarización se ha reducido en más de 20 puntos del PBI y la deuda dolarizada representa en promedio el 30% de la deuda total. Esta desdolarización de los pasivos ha reducido el "*miedo a flotar*" posibilitando crecientemente que los movimientos en el tipo de cambio contribuyan a absorber los shocks externos, sin temer por el daño colateral que estos movimientos puedan ocasionar en las hojas de balance de familias, empresas y gobiernos. En el frente bancario, la regulación y la supervisión han mejorado notoriamente en los países de la región que hoy cuentan con un sector más capitalizado, en tanto que la introducción de políticas macro-prudenciales contribuirá a mitigar los riesgos financieros sistémicos que tienden a gestarse durante los períodos de bonanza.

La realidad actual permite extraer algunas conclusiones a esta altura de la presente sección, para América Latina. En primer lugar, la arquitectura financiera internacional ha evolucionado en la dirección correcta y las instituciones financieras multilaterales y regionales cuentan hoy con los instrumentos para ofrecerle a los países emergentes en general y a los de la región en particular, servicios de prestamista internacional de última instancia para proveer liquidez inmediata y sin condicionalidades a los países con sólidos fundamentos y buenas políticas, en momentos de turbulencias en los mercados financieros internacionales, cuando el acceso al financiamiento se hace difícil y oneroso. De haber existido una red de seguridad similar, el daño económico y humano ocasionado por las turbulencias financieras internacionales a principios de los '80 y a finales de los '90, en las que los países de la región no tuvieron arte ni parte, pudieron haberse evitado.

En segundo lugar, la región ha hecho progresos muy significativos para reducir las vulnerabilidades financieras domésticas que han sido un mecanismo de propagación y amplificación de las turbulencias financieras externas, muchas veces con resultados dramáticos. Aunque todavía queda mucho camino por recorrer, no cabe duda que, como resultado de los cambios favorables en la arquitectura financiera internacional y el fortalecimiento de las variables financieras domésticas, la región está hoy mucho mejor equipada para enfrentar turbulencias financieras globales de lo que lo estaba apenas unos años atrás. Confiamos en que este progreso sea suficiente para dejar atrás los cataclismos financieros y económicos que acosaron a la región en los pasados cuatro décadas tal que la región pueda concentrar sus energías, intelectuales y políticas, en promover el desarrollo económico y la mejora en la calidad de vida de sus ciudadanos.

11. Breves Conclusiones.

Resulta un tanto apresurado realizar un diagnóstico definitivo de lo que significó la crisis de las hipotecas sub-prime en América Latina debido fundamentalmente a que en la actualidad se siguen sintiendo los efectos y consecuencias de la misma. De todos modos, se ha realizado en éste documento un análisis bastante abarcador de la situación. Así, se puede concluir que la región se encuentra, en principio y a priori, más preparada para subsistir a los impactos de la problemática crediticia mundial.

Posiblemente, si el fenómeno hubiese ocurrido en otros momento del tiempo donde la Región no contaba con los recursos financieros necesarios, estaba pre-determinada por los inconvenientes fiscales (en cuanto a sus márgenes de intervención para contra-restar el ciclo a nivel mundial), con elevados niveles y perfiles temporal de deuda externa, con un sistema financiero desregulado y alta volatilidad en el mercado, con relaciones comerciales endebladas, etc., se podría argumentar que los países de la Región mirarían con mayores signos de preocupación la problemática acontecida y, de esta manera, las repercusiones sobre cada uno de los estratos sociales sería aún peor. De todos modos y aunque acotados, la crisis internacional ha tenido los efectos previstos en América Latina. De ellos, la posible disminución de las remesas es el menos importante y en varios países se compensa mediante la devaluación real de las monedas, que afecta positivamente la capacidad de consumo interno de los hogares receptores de dichos recursos ya que ingresan a los respectivos países en moneda dura.

Las repercusiones más importantes y generalizadas de la crisis se aprecian en el ámbito comercial. Cada región siente los efectos de la crisis en el sector que más desarrollado tiene o del que depende y se especializa. Todos los países, pero especialmente México, Centroamérica y el Caribe, están siendo afectados por la contracción del volumen real de comercio, más aún las economías sudamericanas, sobre todo las exportadoras de productos mineros y energéticos, que han experimentado un fuerte deterioro de los términos de intercambio. Sin embargo y por otro lado, resulta preciso aclarar que la caída de los precios de los productos energéticos podría compensar, en parte, los efectos adversos de la reducción del comercio internacional en aquellas economías de menor tamaño.

Salvo casos específicos, entre los que se destaca Chile, las políticas fiscales siguieron siendo pro-cíclicas. Sumado a esto, en la mayoría de los países hubo una tendencia al deterioro de la cuenta corriente, alimentada por la revaluación de las monedas. La disminución del endeudamiento externo del sector público y la decisión de absorber el fuerte ingreso de financiamiento externo mediante la acumulación de reservas son los dos elementos que, en la actualidad, han generado la fortaleza necesaria para amortiguar los impactos de la crisis, así como de ruptura con la forma de manejar las bonanzas económicas en el pasado.

Las crisis acontecidas en el pasado reflejan cómo la depreciación real de las monedas representa una oportunidad para matizar la estructura productiva. Es posible que la misma sea la de mayor relevancia que ofrece la coyuntura actual y, por lo tanto, debe apoyarse en la aplicación de políticas de desarrollo productivo. En base a esto último, cabe aclarar que en las últimas décadas el comercio intrarregional ha sido fuertemente pro-cíclico y los procesos

de integración se encuentran en un momento de debilidad o incluso de crisis; y a diferencia del pasado, existen márgenes más amplios para la aplicación de políticas anti-cíclicas fiscales y monetarias.

En síntesis, América Latina está más capacitada que en otras oportunidades, pero esto sólo sirve para mitigar en parte los efectos de la peor coyuntura que ha padecido la economía mundial desde la gran depresión de 1930.

12. Bibliografía Consultada.

- Aguilar Benítez, O. (2011): El proceso de globalización y la actual crisis financiera Capitalista. Centro de Estudios Internacionales para el Desarrollo. Documentos de trabajo N° 67.
- Alvarez Falcon, C. (2011): Burbujas económicas: Las lecciones no aprendidas. UPC, Escuela de Postgrado.
- ASIP (2010): La crisis financiera y económica de 2008-2009: Efectos fiscales y monetarios. Mimeo.
- Bárcena, A. (2012): Panorama económico y social de América Latina y el Caribe. La perspectiva de la Comisión Económica para América Latina y el Caribe. Mimeo.
- Barcena, A.; Prado, A.; Cimoli, M. y Pérez, R. (2013): La inversión extranjera directa en América Latina y el Caribe. Revista de la Comisión Económica para América Latina y el Caribe.
- Barcena, A.; Prado, A.; Sunkel, O.; Hofman, A. y Torres, M. (2010): Revista de la Comisión Económica para América Latina y el Caribe.
- Berg, A., Papageorgiou, C., Pattillo, C. y Spatafora, N. (2010): "The End of an Era? The Medium- and Long-term Effects of the Global Crisis on Growth in Low-Income Countries". IMF Working Paper 10/205.
- Buchieri, F. (2009): Crisis Bancarias Recientes en Argentina: Un Modelo Teórico y Evidencia Empírica Asociada. Revista Ciencias Económicas. Facultad de Ciencias Económicas, UNL, Año 7 Vol. 2.
- Buchieri, F. (2009): Prestamista de Última Instancia y Cajas de Conversión bajo Crisis Bancarias: "Inestabilidad Endógena" en un Modelo de Equilibrio Múltiples. Revista Ciencias Económicas. Facultad de Ciencias Económicas, UNL, Año 6 Vol. 2.
- Buchieri, F. (2010): Desarrollo del Sistema Financiero y Crecimiento Económico: Teoría y Evidencia Empírica hasta la reciente Crisis Financiera Internacional. Revista Ciencias Económicas. Facultad de Ciencias Económicas, UNL, Año 8 Vol. 2 (en edición y prensa).
- Calvo, G., Izquierdo, A. y Talvi, E. (2003): Sudden Stops, the Real Exchange Rate and Fiscal Sustainability: Argentina's Lessons. NBER Working Paper N° 9828.
- CEPAL (2009): La actual crisis financiera internacional y sus efectos en América Latina y el Caribe. Mimeo.

- Cerón Cruz, J. (2008): Crisis financieras internacionales, teorías explicativas y propuestas de reforma del Sistema Monetario: el caso de las sub-prime. X Reunión de Economía Mundial. Universidad Carlos III, España.
- Cuadrado, J. Mancha, T. y Garrido, R. (2002): Regional Dynamics in the European Union: Winners and Losers, en Regional Convergence in the European Union. Springer-Verlag. Berlín.
- Cuadrado, J. y Mancha, T. (2008): Política regional y de cohesión, en Economía de la Unión Europea. Thomson-Civitas.
- Cuadrado, J., Mancha, T. y otros (2005): Política Económica. Elaboración, objetivos e instrumentos. Mc Graw-Hill. Madrid.
- De Gregorio, J. (2010): El rol de los bancos centrales tras la crisis financiera. Documentos de Política Económica. Banco Central de Chile.
- Fernandez-Arias, E., Powell, A., y Rebucci, A. (2009): The Multilateral Response to the Global Crisis: Rationale, Modalities, and Feasibility. BID Working Paper No 4629.
- FMI (2014): Perspectivas de la economía mundial. Crecimiento mundial decepcionante, ritmo de recuperación desigual y diferente en cada país. Revista del Fondo Monetario Internacional.
- García Montalvo, J. (2009): Financiación inmobiliaria, burbuja crediticia y crisis financiera: lecciones a partir de la recesión de 2008-2009. Papeles de Economía Española N° 122.
- García, P. (2009): Financial turmoil, illiquidity and the policy responses. The case of Chile. Economic Policy Papers, nº 29, Banco Central de Chile.
- González, A. (2009): Crisis económicas mundiales: el efecto dominó. Revista El buzón de Pacioli N° 66. Departamento de contaduría y finanzas. Instituto Tecnológico de Sonora.
- Guerra, C. (2010): La crisis sub-prime de Estados Unidos a la luz de la Escuela Austriaca de Economía. Ideas de Libertad N° 125. Instituto Ecuatoriano de Economía Política.
- Hernández, M.; Moraleta, G. y Sánchez, A. (2011): Crisis económicas a lo largo de la historia. Agencia Estatal de Administración Tributaria.
- Heróles Cardoso, R. (2014): La crisis financiera: orígenes y efectos. Gaceta de Economía N° 16.
- Izquierdo, A. y Talvi, E. (2009): Policy Trade-offs for Unprecedented Times. Confronting the Global Crisis in Latin America and the Caribbean. Mimeo, BID.
- Laffaye, S. (2008): La crisis financiera origen y perspectivas. Revista del Comercio Exterior e Integración. N° 13.
- Laffaye, S. (2009): Evolución reciente de la economía internacional. Revista del Comercio Exterior e Integración. N° 14.
- Lane, P. y Milesi-Ferretti, G. (2010): The Cross-Country Incidence of the Global Crisis. IMF Working Paper 10/171.

- Lemos, M. (2011): Crisis financiera internacional. Universidad de Morón. Facultad de ciencias económicas. Seminario de integración profesional.
- Lopez, G.; Rodríguez, V. y Agudelo, G. (2010): Crisis de deuda soberana en la Eurozona. Perfil de coyuntura económica N° 15.
- Mancha, T. y Garrido, R. (2008): Regional Policy in the European Union: the cohesion-competitiveness dilemma. Regional Science Policy and Practic. Vol.1, nº 1
- Martin, A.; Moraleda García, V. y Sánchez Arilla, M. (2010): Crisis Económicas a lo Largo de la Historia. Cuadernos de Formación. Colaboración 5/11. Volumen 12/2011.
- Medina, L. (2010): The Dynamic Effects of Commodity Prices on Fiscal Performance in Latin America. IMF Working Paper 10/192.
- Menezes Ferreira, V. y Rodil Marzábal, O. (2010): Una aproximación al impacto de la actual crisis financiera sobre la economía real: el caso de los países europeos. XII Reunión de Economía Mundial.
- Naciones Unidas (2012): Situación y perspectivas de la economías mundial 2012. Sumario ejecutivo.
- Ocampo A. (2011): Macroeconomía para el desarrollo: políticas anti-cíclicas y transformación productiva. Revista de la Comisión Económica para América Latina y el Caribe.
- Ocampo, A. (2009): Impactos de la crisis financiera mundial sobre América Latina. Revista de la Comisión Económica para América Latina y el Caribe. Mimeo.
- ONU (2009): World Economic Situation and Prospects 2009. Mimeo.
- SELA (2012): El actual panorama económico mundial y sus implicancias para América Latina y el Caribe. Notas estratégicas. Edición N°1.
- Tanzi, V. (2010): La crisis financiera y económica de 2008-2009: Efectos fiscales y monetarios. Revista Internacional de Presupuesto Público - ASIP. Año XXXVIII, N° 74.
- Tovar, C. y Quispe-Agnoli, M. (2008): New financing trends in Latin America: an overview of selected issues and policy challenges. Economic Review, nº 3.
- UNDP (2009): La crisis financiera global: Implicaciones sociales para América Latina y el Caribe. Cluster for Poverty, Human Developments and MDGs.