

**La capacidad de ajuste de América latina ante la crisis financiera actual  
¿BRETTON WOODS II en dificultades?  
BANCO DE ESPAÑA**

**José Darío Uribe** (Gerente General, Banco de la República, Colombia)  
18 de Abril de 2008

**Contexto**

En los últimos cinco años las economías latinoamericanas han prosperado en un ambiente económico internacional muy favorable. El resto del mundo tiene gran apetito por nuestras exportaciones de bienes primarios, al tiempo que nos ha hecho préstamos con bajas tasas de interés y nos ha brindado inversión extranjera directa en grandes cantidades. Adicionalmente, la inflación estuvo bajo control hasta 2006, en parte porque podíamos importar manufacturas a menores precios.

Mi presentación de hoy se refiere a lo que podría sucedernos si todo esto cambia. En el futuro cercano se vislumbra un descenso en el crecimiento mundial, en particular en los Estados Unidos; también podemos esperar mayores ajustes y más turbulencia en los mercados financieros internacionales, que muy probablemente implicarán mayores tasas de interés para nuestros préstamos; además en este preciso momento enfrentamos una fuerte alza en la inflación de los precios al consumidor.

¿Podemos resistir una combinación de eventos de este tipo?

**Reducción del crecimiento económico mundial**

Empecemos con la caída en la tasa de crecimiento mundial y su posible efecto en Colombia. En nuestro último Informe sobre inflación estimamos que por efecto de un crecimiento mundial más lento, así como por las medidas monetarias contractivas de los últimos meses, la expansión del PIB en Colombia puede bajar a niveles entre 3,7% y 5,7% en 2008, con una alta probabilidad para una cifra por encima de 5%. Como parte de este escenario hemos contemplado restricciones a las importaciones en Venezuela y

se ha previsto que el crecimiento de los Estados Unidos caiga hasta tasas del orden de 0,5% - 1% en el presente año.

Aunque 5% está ciertamente por debajo del ritmo de 7,5% registrado en 2007, sigue siendo una tasa de crecimiento muy buena en términos históricos: se ubica alrededor del percentil 60 de los crecimientos per capita en Colombia desde 1970. Además, es un crecimiento sostenible para el país y un buen punto de partida para años adicionales de sólido desempeño económico.

La mayoría de los países de América Latina está en una situación similar. Podemos esperar que algunos factores comunes, que hoy se registran, sustenten el crecimiento de la región.

En primer lugar, es razonable anticipar que los precios de varios bienes primarios permanecerán altos durante el año próximo. Estos bienes siguen representando una porción considerable de las exportaciones latinoamericanas. En el pasado, las desaceleraciones del crecimiento mundial halaron hacia abajo los precios de los productos básicos, creando debilidades en las finanzas de los gobiernos o en las balanzas de pagos<sup>1</sup>. En esta ocasión, sin embargo, podemos esperar que persista la robusta demanda internacional de bienes primarios por parte de los productores internacionales. Por lo tanto, el escenario más probable es que como resultado de un menor crecimiento tales precios caigan un poco con respecto a los muy altos niveles que han alcanzado, pero no tanto como para debilitar el crecimiento de Latinoamérica. Por ejemplo México, Ecuador, Venezuela y Colombia serán favorecidos por los precios del petróleo, que seguirán siendo muy altos.

Un segundo elemento que esperamos apoye nuestro crecimiento es la continuidad de fuertes flujos de entrada de inversión extranjera directa a la región. Ambos factores están interrelacionados: gran parte de los flujos de inversión externa se dirigen a aumentar o a hacer más eficiente nuestra producción de bienes primarios exportables. Los buenos precios de nuestros productos primarios y flujos considerables de ingreso

---

<sup>1</sup> Véase “The Financial Market Crisis and Risks for Latin America”, Anoop Singh, Director Departamento del Hemisferio Occidental, FMI, Sao Paulo, 17 de Marzo de 2008, o FMI World Economic Outlook, Abril 2008.

de capitales han sido siempre impulsores importantes del crecimiento, y no dependen necesariamente del crecimiento en los Estados Unidos.

Adicionalmente, muchos países recibiremos grandes flujos de remesas enviados por nuestros emigrados. Aunque tales remesas pueden, naturalmente, reducirse con un menor crecimiento mundial, es muy probable que sigan siendo relativamente grandes con respecto a nuestros productos nacionales.<sup>2</sup>

Por último, y no menos importante, esperamos que la demanda doméstica en Latinoamérica siga creciendo con fuerza. Es muy probable que ello también ocurra en otras partes del mundo en desarrollo, como China e India. El crecimiento en Japón y en Europa se desacelerará, pero posiblemente no tanto como para conducirnos a una recesión importante. Nuestras exportaciones están mucho más diversificadas por países y no se concentran sólo en Estados Unidos y Europa, de manera que se necesitaría una recesión mundial generalizada para que nuestro crecimiento se viera afectado por menores exportaciones.

En resumen, el escenario más probable consiste en que las economías latinoamericanas seguirán creciendo a tasas muy respetables en lo que queda del año, incluso si Estados Unidos crece alrededor de 0,5 % en 2008 y el crecimiento mundial se reduce a menos de 4%.

Por supuesto existe el riesgo de que las cosas empeoren. Lo que suceda más allá de 2008 depende de cómo utilicen la política económica doméstica los países más grandes del mundo para manejar la crisis financiera sin exacerbar la inflación. Pasemos ahora a considerar la turbulencia financiera.

### **Ajustes en los mercados financieros internacionales**

Es difícil prever exactamente cómo afectará a Latinoamérica la actual turbulencia de los mercados financieros. No obstante, un supuesto razonable es que nuestros préstamos

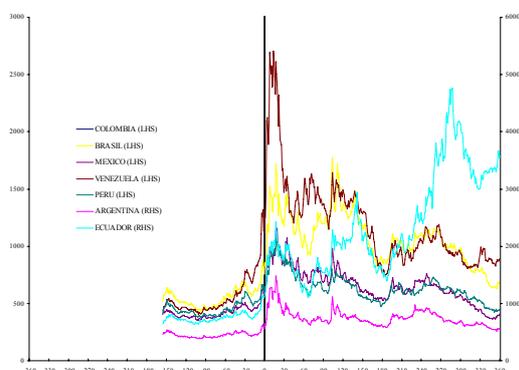
---

<sup>2</sup> Véase “Remittances to Latin America and the Caribbean slower”, IADB , Marzo 11, 2008.

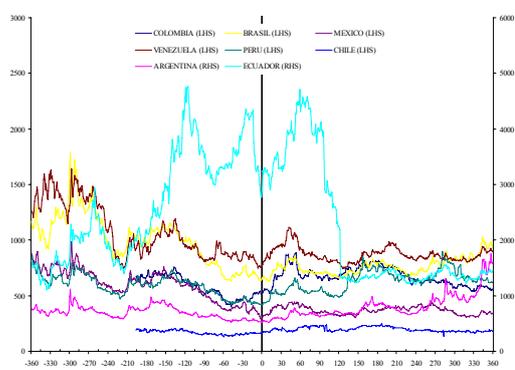
se encarecerán. La crisis actual se inició en el mercado de créditos *subprime* en Estados Unidos y se desbordó hacia el mercado interbancario. Mientras los mercados financieros internacionales intenten recuperar la liquidez y reducir las exposiciones es muy probable que las condiciones generales para suministrar crédito se hagan más exigentes.

Sin embargo, esta alza en los intereses de los préstamos debe mirarse dentro de un contexto. La gráfica 1 muestra los márgenes de algunos bonos de deuda latinoamericana en los años inmediatamente anteriores y posteriores a las tres últimas crisis financieras internacionales, y los compara con la situación actual. Puede observarse que la crisis rusa elevó abruptamente los costos para todos nuestros países; el estallido de la burbuja de las firmas *puntocom* en 2000 tuvo un efecto menor y más retrasado; el 11 de septiembre parece haber afectado principalmente a Argentina, aunque también puede tratarse de una coincidencia o de un factor desencadenante, pues la crisis en ese país se manifestó en diciembre de 2001. La crisis actual se inició trascurridos más de seis años; durante este período de ausencia de crisis, los márgenes de los bonos latinoamericanos cayeron a niveles muy bajos. Por el momento, apenas seis meses después de los primeros incumplimientos en los pagos del mercado *subprime*, lo que se ha registrado es un lento pero persistente incremento en los márgenes de la deuda latinoamericana desde esos niveles tan bajos, incremento que es más pronunciado en los casos de Argentina y Venezuela.

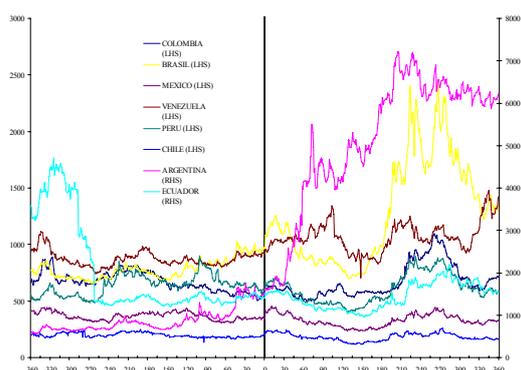
**Gráfica 1a. LTCM Crisis rusa (1998)**



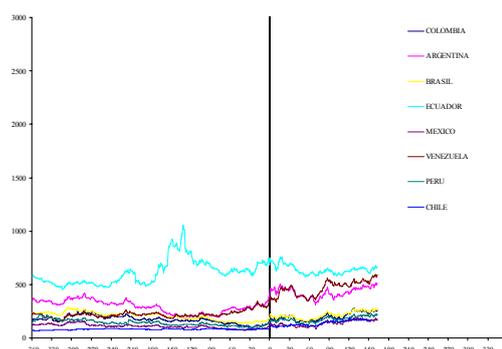
**Gráfica 1b. Crisis firmas *puntocom* (2000)**



**Gráfica 1c. Crisis de septiembre 11 de 2001**



**Gráfica 1d. Crisis mercado *subprime* (2007)**



Fuentes: JP Morgan EMBI+ márgenes. Las fechas de las crisis vienen del WEO del FMI de Octubre 2007: 17.08.98, 13.03.02, 11.09.01 y 27.07.07. No hay datos disponibles para Chile en la primera crisis.

Supongamos que la presencia de condiciones más duras para el endeudamiento de Latinoamérica compensa cualquier reducción de las tasas de los bancos centrales. Un escenario posible es que nuestros préstamos suban alrededor de 300 puntos básicos, retornando aproximadamente a sus niveles promedio de 2003. ¿Cómo podríamos recuperarnos ante este cambio?

Unas tasas más altas no deberían tomarnos del todo por sorpresa. Para muchos de nosotros ha sido desconcertante observar lo bajos que han permanecido los intereses en los últimos cinco años y no hemos dejado de tener en la cabeza la posibilidad de una corrección. Si bien a ningún prestatario le agradan unos intereses más altos, mayores tasas pueden ser una señal de que los riesgos se aprecian mejor y, por lo tanto, deberían estimular a los bancos a hacer operaciones menos riesgosas y a mejorar la calidad del capital productivo. Además, incluso un alza de 300 puntos básicos mantendría los costos de nuestra deuda en niveles históricamente bajos. En resumen, el resultado sería positivo en el largo plazo; lo que debe preocuparnos es si nuestra estructura financiera puede resistir la transición hacia unas tasas un poco más altas.

Ciertamente nuestros mercados financieros deben estar mejor preparados que en el pasado. En primer lugar, nuestra estructura de regulación ha mejorado sustancialmente. En Colombia, por ejemplo, se observa que la participación de deuda de alto riesgo en los balances de nuestros bancos es baja, hablando en términos históricos. Además, nuestro sistema financiero es ahora menos dependiente de instrumentos financieros poco transparentes. Varios países tenemos actualmente normas que hacen más expeditos

los procesos para préstamos de última instancia o para declaraciones de insolvencia, que hubieran podido ser útiles, por ejemplo, en casos como el de Northern Rock, el banco inglés que sufrió una crisis de liquidez. Por otra parte, los bancos centrales de la región han acumulado montos considerables de reservas internacionales, que pueden utilizarse para suavizar devaluaciones abruptas.

También es alentador el hecho de que enfrentamos la crisis actual con menos vulnerabilidades macroeconómicas. En términos generales, nuestros gobiernos han reducido su déficit fiscal y han mantenido la deuda soberana, como porcentaje del PIB, en niveles más bajos que en el pasado; una porción menor de esa deuda está denominada en monedas extranjeras. También es significativo que una mayor proporción de nuestro endeudamiento llega en forma de inversión extranjera directa. Si bien el flujo de inversión extranjera directa no es necesariamente constante, tiene menores probabilidades de frenar abruptamente que los flujos de corto plazo. Por último, en términos generales le estamos atribuyendo menor importancia a mantener valores particulares en las tasas de cambio nominales. Esto otorga mucha mayor flexibilidad a la política monetaria para manejar cualquier crisis, en caso de que estas se presenten.

Por supuesto podría argumentarse que, precisamente por lo favorables que han sido los últimos años, hubiéramos podido hacer más. Por ejemplo, cálculos recientes de Izquierdo, Talvi y Romero indican que, una vez tomados en consideración los movimientos cíclicos en los términos de intercambio y los costos de la deuda, las mejoras en los balances fiscales y los déficit de cuenta corriente de Latinoamérica no parecen tan notables<sup>3</sup>. Mi interpretación es que esto resalta la importancia de construir instituciones de política contracíclica en Latinoamérica, cosa que considero debemos tomar como un trabajo en proceso. Algunos de nuestros países han empezado a introducir normas relativas a reglas fiscales; otra iniciativa interesante en este sentido, que podría importarse a América latina, son los acuerdos sobre préstamos contracíclicos, del tipo de los que están estipulados aquí en España.

---

<sup>3</sup> Izquierdo A., E. Talvi, y R. Romero (2008), Booms and Busts in Latin America: The Role of External Factors, BID working paper no. 631.

En sí mismo, el hecho de que las tasas de interés hayan estado tan bajas durante tanto tiempo implica que no podemos ser complacientes con los riesgos. El riesgo de crédito se materializará si los prestatarios locales deben cancelar sus deudas a tasas más altas. El riesgo de mercado correspondiente a variaciones en las tasas de cambio puede ser moderado – si tomamos en cuenta nuestras altas reservas internacionales – pero existe, por ejemplo, en lo que tiene que ver con fluctuaciones en los precios de los bonos de los gobiernos. El riesgo de liquidez puede magnificar los otros dos riesgos mencionados. Muchos de nosotros hemos estado trabajando para minimizar cualquier traumatismo que pudiera manifestarse, a través de dichos canales, ante alzas en los márgenes de mercado.

También conviene recordar que, si bien nuestros sistemas financieros están en mejores condiciones que en el pasado, en general son sistemas todavía inmaduros. Un síntoma de ello es que, si bien se han reducido los márgenes entre las tasas de préstamos al detal y las tasas de corto plazo del mercado, dichos márgenes son todavía relativamente altos.

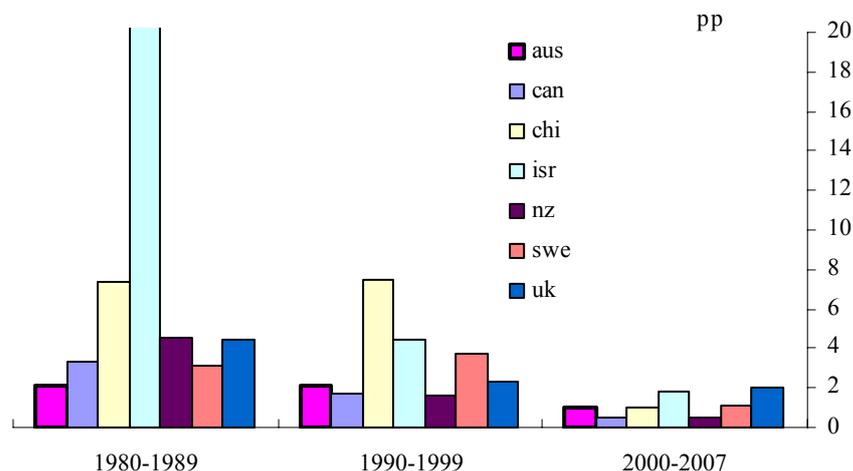
Parece plausible que la persistencia de márgenes tan altos refleje la falta de oportunidades de inversión estables dentro de nuestras fronteras y no se deba solamente a limitaciones en la competencia o a pura ineficiencia. Una razón para que la inversión en nuestros países siga siendo riesgosa es la persistente volatilidad macroeconómica que proviene de nuestra inflación, relativamente alta y fluctuante. El riesgo macroeconómico tiene su importancia, porque los individuos de una determinada economía no pueden distribuirlo entre ellos. Si ello es cierto, entonces, con el fin de mejorar la capacidad de nuestro sector financiero para absorber las subidas y bajadas de los mercados financieros internacionales, necesitamos hacer algo más para estabilizar las tasas nominales de largo plazo y, por lo tanto, la inflación.

### **Nuestra estabilización nominal no ha terminado**

Para hacer un intento de comparación del progreso que hemos registrado en esta materia, la gráfica 2 muestra el desempeño en términos de estabilización nominal de varios países que adoptaron una estrategia de meta de inflación en la década de los años 90. Estas naciones son Australia, Canadá, Chile, Israel, Nueva Zelanda, Suecia y el Reino Unido. La idea más importante que se desprende de este ejercicio es que a dichos

países les tomó más de 15 años reducir la volatilidad de la inflación, pero llegaron a conseguirlo.

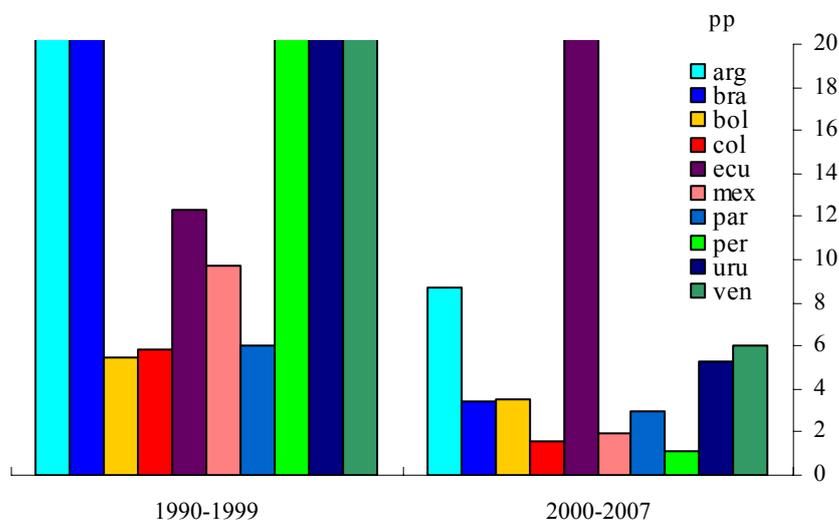
**Gráfica 2. Volatilidad de la inflación en países que adoptaron la estrategia de meta de inflación.**



Fuente: IFS y entidades nacionales de estadística. La volatilidad se mide por la desviación estándar no condicionada. \*\*Israel 120%

Cuando comparamos el desempeño de algunos países latinoamericanos que se observa en la gráfica 3 (Chile no se incluye puesto que es uno de los siete integrantes del grupo de referencia), podemos observar que la volatilidad de nuestra inflación – aunque es menor que la registrada en el período en que existieron hiperinflaciones – sigue siendo en general alta, si bien con algunas excepciones. Es posible que parte de esa volatilidad sea inevitable, bien sea porque una mayor proporción del consumo se concentra en alimentos o porque hay un sesgo a la sustitución en nuestros índices de precios al consumidor. No obstante, seguramente una mayoría estaría de acuerdo con que mucha de la volatilidad subsistente obedece a que no se ha completado la estabilización nominal. Lo que me interesa destacar es que nuestras autoridades monetarias siguen teniendo una tarea por delante, una vez haya pasado la crisis.

### Gráfica 3. Volatilidad de la inflación en América latina desde 1990



Fuente: IFS y entidades nacionales de estadística. Desviación estándar 1990-99: Argentina 56%, Brasil 850%, Perú 131%, Uruguay 31% y Venezuela 24%. La volatilidad de la inflación ecuatoriana ha caído a niveles muy bajos desde 2004.

Una vez explicado este contexto, quisiera referirme a los desarrollos recientes en la región con respecto a la inflación.

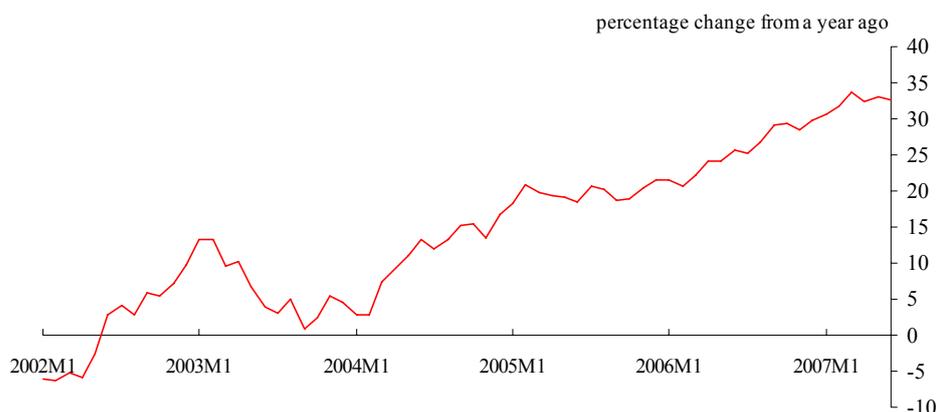
#### La aceleración reciente de la inflación

El año pasado la inflación se aceleró súbitamente en nuestra región. Chile, Colombia y Perú sobrepasaron sus metas de inflación en 2007. Si descomponemos mecánicamente en sus componentes esta aceleración no anticipada en la inflación, encontraremos que la mayor contribución vino del sector de alimentos. Ello podría sugerir que el fenómeno desaparecería por sí mismo con unas buenas cosechas. Sin embargo, la experiencia de comienzos de los años 70 muestra que la inflación de los alimentos puede ser persistente y que puede transferirse a otros precios cuando hay una acumulación significativa de presiones inflacionarias domésticas. Además, muchos países de la zona muestran síntomas de excesos de demanda.

La gráfica 4 muestra que unas condiciones relativamente más laxas en el crédito bancario han sido un factor importante para que se presentaran altas tasas de

crecimiento de las demandas domésticas. Como un todo, el crédito al sector privado ha crecido por encima del 20% en términos nominales desde 2006.

#### **Gráfica 4. Crecimiento nominal del crédito al sector privado en Latinoamérica**



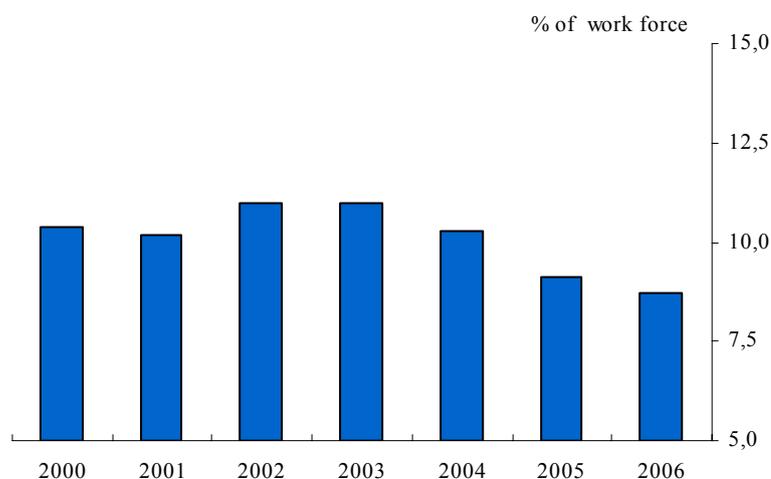
Fuente: IFS. Véase también el World Economic Outlook, FMI, octubre de 2007

Otro indicador conocido de la presencia de excesos de demanda, que hemos observado algunos de nosotros, es la ampliación de los déficit de las cuentas corrientes. Adicionalmente, si bien es cierto que mucha de la inflación actual se concentra todavía en los alimentos, parece haberse generalizado. Si juntamos todas estas señales, encontraremos que la actual aceleración de la inflación representa una seria amenaza.

Se trata de una amenaza tangible. Si permitimos que la inflación se desboque ahora, haremos vulnerables a nuestras economías. En particular, esto elevará la probabilidad de que en uno o dos años tengamos que lidiar con alta inflación y bajo crecimiento. Esta es una posibilidad que debería preocuparnos, aún si hoy parece poco probable, porque la combinación de alta inflación con bajo crecimiento es siempre el escenario más difícil para la política monetaria en Latinoamérica. No es fácil reducir las tasas de interés, por el temor a desencadenar una devaluación que eleve los costos de la deuda externa, pero tampoco es posible permitir que las tasas reales de interés se eleven abruptamente pues ello puede llevar a crisis financieras. No existen opciones sencillas, de manera que, como primera medida, lo mejor es evitar encontrarse en esa difícil posición.

Un segundo inconveniente de permitir que persista la presente inflación es su posible impacto sobre nuestros mercados laborales. Para ver esto en contexto, podemos empezar por anotar que la mayoría de los mercados laborales latinoamericanos ha registrado grandes avances desde mediados de la década del año 2000. El desempleo ha bajado en la mayor parte de nuestros países sin estimular una excesiva inflación salarial, al menos hasta ahora.

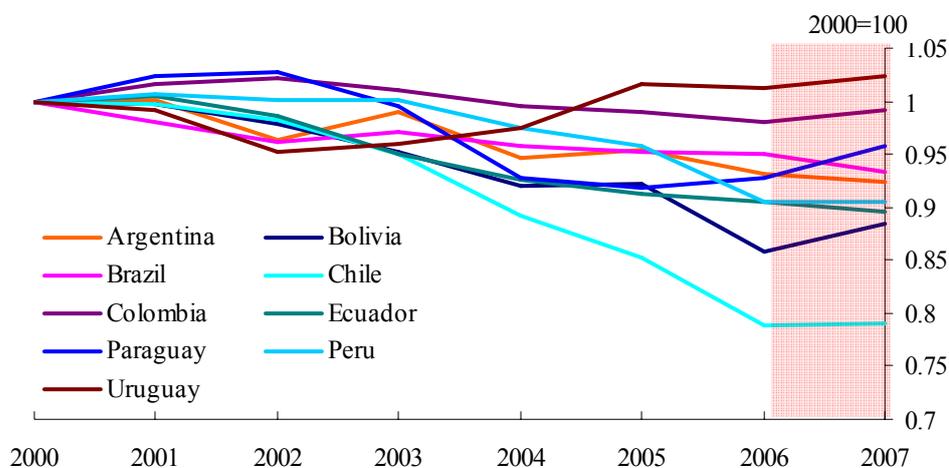
### Gráfica 5. Tasa de desempleo en Latinoamérica y el Caribe



Fuente: CEPAL. Ponderada por el tamaño de la población laboral.

En parte esta mejora puede deberse a los ventajosos términos de intercambio que hemos venido disfrutando. La gráfica 6 muestra que, en la mayoría de los países latinoamericanos, los precios al consumidor cayeron con relación a los deflatores del PIB, entre 2000 y 2006. Podemos describir esto como la “luna de miel” de la globalización. Adquirimos bienes manufacturados más baratos a cambio de bienes primarios – energéticos y de otro tipo – más costosos. En términos de los precios relativos para los consumidores el primer efecto compensó al segundo, de manera que, en el neto, los salarios reales de los consumidores asalariados crecieron con respecto a los salarios reales (en términos de producto) pagados por los empleadores. Esto significa que los trabajadores sienten menos necesidad de presionar a los empresarios por mayores compensaciones salariales.

**Gráfica 6. Precios relativos del consumo y del PIB en países de Latinoamérica (2000-2007)**



Fuente: FMI y autoridades nacionales.

Nota: Los precios al consumidor se miden por el IPC; deflatores del PIB a precios de mercado.

La gráfica 6 también muestra que, en términos generales, en 2007 esa tendencia se frenó o se devolvió. Los crecimientos de los precios al consumidor pueden haber empezado a sobrepasar aún los grandes incrementos en los precios del productor. Parecería que la globalización entra en una nueva fase. Un síntoma de ello es que incluso China tiene actualmente mayor inflación. Otro síntoma es que la presión sostenida en la demanda de bienes primarios se ha desfogado a través de los precios de los alimentos. Un desarrollo adicional puede ser que los precios al detal de la energía empiecen a aumentar, si nuestros gobiernos dejan de poder escudar a los consumidores en este frente.

Si sigue aumentando la inflación en los precios al consumidor, si los trabajadores tienen éxito en sus reclamos por mayores compensaciones ante estas alzas en el costo de vida, y si tales compensaciones se elevan por encima de la productividad, entonces los empleadores tendrán que responder con una reducción de la fuerza laboral. El impacto de la resistencia a la baja de los salarios reales en cuanto a desaceleración del crecimiento y aumento de la inflación puede ser significativo, como lo demuestra, de nuevo, la experiencia de los años 70. En Latinoamérica tenemos todavía muchos esquemas institucionales de compensación salarial que quizás han estado como adormecidos, hasta ahora. La clave para que estos mecanismos se activen o no, es la

credibilidad. Si perdemos el control del ancla nominal, ello podría invitar a una dañina agitación para buscar compensaciones inflacionarias, que elevarán el desempleo y perjudicarán a aquellos sectores con menores poderes de negociación.

## **Conclusiones**

En conclusión, yo espero que América latina tendrá capacidad de sobreponerse a la combinación de menor crecimiento mundial y mayores tasas de interés que seguramente veremos en 2008. Sin embargo, la inflación es una seria amenaza, que debemos enfrentar mientras el crecimiento es todavía robusto. La pérdida de credibilidad tiene costos reales para todos.

En esta presentación he esbozado el que considero es el escenario más probable. Por supuesto existe el riesgo de que el crecimiento mundial disminuya más de lo previsto o que la crisis financiera internacional empeore. Esto es algo de lo que todos somos conscientes y para lo que debemos estar preparados. No obstante, por el momento, es de esperarse que la combinación de medidas de los bancos centrales y los gobiernos, así como el acceso a montos importantes de recursos ahorrados en el pasado, tendrán un efecto global para amortiguar el impacto de las pérdidas de las entidades financieras y así conseguirán devolver el crecimiento mundial a los promedios de los años recientes. La clave para países como Colombia consiste en utilizar el tiempo adicional que hemos conseguido para mantener un crecimiento sostenible y unas sólidas variables fundamentales.