

# América Latina y la crisis internacional

Por **Germán Saller**

**La crisis financiera internacional está haciendo estragos no sólo financieros sino reales en las economías centrales. A partir de un análisis de la balanza de pagos, el tipo de cambio y el PBI de las economías de Chile, Brasil, México y Argentina, en la presente nota se analiza el impacto diferencial de los efectos de la crisis entre estas economías. En América Latina los resultados son neutros a nivel financiero y negativos para las economías muy conectadas con el centro (México y Chile). Argentina y Brasil (todavía) la excepción.**

## Introducción

La presente nota intenta analizar, a más de ocho meses de la quiebra del Lehman Brothers como desencadenante de una crisis internacional que se propagaba en los países centrales desde julio de 2007, qué efectos ha tenido sobre las principales economías de América Latina, tomando como referencia a Brasil, México, Chile y Argentina. También nos servirá para saber si entre los países analizados, existe algún impacto diferencial entre las distintas economías locales en función de las características distintivas de ellas.

## Los flujos financieros y el tipo de cambio

En varias de nuestras notas y editoriales,<sup>1</sup> hemos señalado que una de las virtudes del proceso de crecimiento de 2002 en adelante, era la desconexión frente a los flujos internacionales de capitales que generó una coraza frente a la crisis financiera internacional.

En Entrelíneas de la Política Económica N° 18<sup>2</sup>, se analizó el impacto sobre la balanza de pagos de los efectos de la crisis durante el año 2008, llegando a la conclusión que hasta el momento el impacto sobre el mercado de divisas fue neutro gracias a la obtención de divisas por el lado real (comercio) en lugar de obtenerlas por el lado financiero.

Pasando revista por las economías de Brasil, Chile, México y Argentina, podemos apreciar que la crisis internacional encuentra a todas menos Argentina, con déficit en las transacciones corrientes de la balanza de pagos, muy marcado en los casos de Brasil y México y menos en Chile. El efecto de la crisis en el cuarto trimestre de 2008, fue para el caso de Argentina, de una leve reducción del superávit corriente, una disminución del déficit corriente en Chile y Brasil y una profundización del déficit en México.

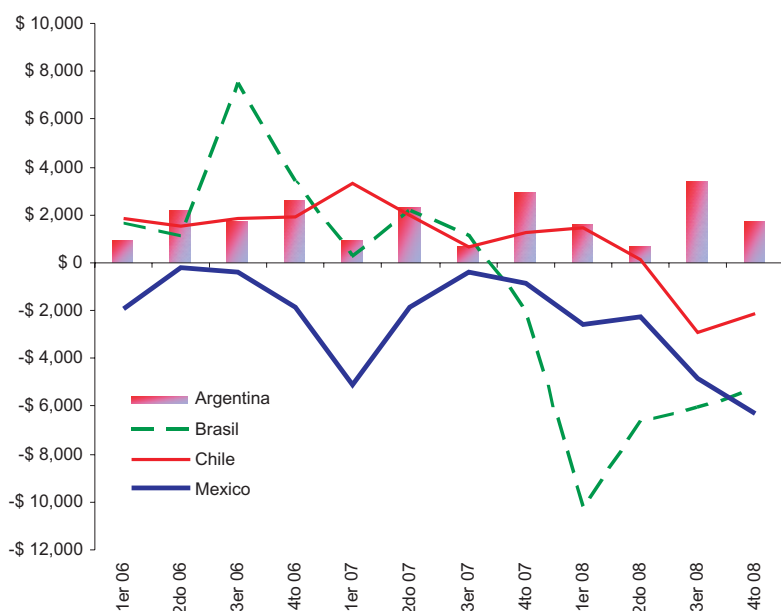
Observando la cuenta capital y financiera de la balanza de pagos, podemos apreciar en el caso de Brasil dos cuestiones importantes. En primer lugar, la magnitud de los flujos de capitales es muy superior a la de las tres economías sumadas. En segundo lugar, que tienen una fuerte volatilidad, ya que en el cuarto trimestre de 2008 se fugaron más de U\$ 25.000 millones. Teniendo en cuenta el fuerte déficit corriente de esta economía y la

1) Ver por ejemplo, Entrelíneas de la Política Económica N° 18  
2) “Oferta y demanda de dólares, ¿están en equilibrio?”. Entrelíneas de la Política Económica N° 18

fuerte volatilidad de los flujos financieros de divisas, la acumulación de reservas internacionales es muy dependiente de estos y frente a situaciones de adversidad como la del cuarto trimestre de 2008, la alternativa más viable para amortiguar la sangría, es la corrección automática de los precios relativos vía depreciación nominal de la moneda local, como veremos más adelante.

Tanto Chile como Argentina no tienen desde 2006 una entrada de divisas con motivo financiero que determine o influya sobre la acumulación de reservas, sino más bien que estas están determinadas por el comportamiento de la cuenta corriente, aunque en el caso chileno los últimos 6 meses de 2008 la cuenta corriente pasó a ser deficitaria y compensada por la cuenta capital y financiera.

**Gráfico N°1**  
**Cuenta corriente de la Balanza de Pagos. En millones de u\$s**



Fuente: CIEPYC sobre la base de datos de Ministerio de Economía, Banco Central de Chile, Banco Central de México, IPEADATA-Brasil

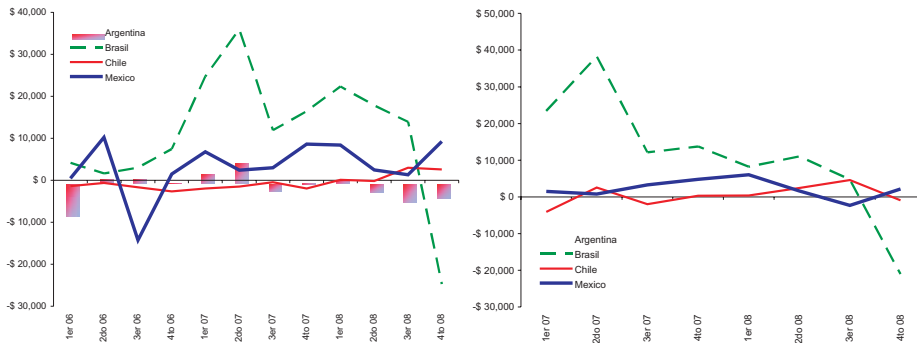
Lo que se concluye a partir de los datos de las balanzas de pagos de las economías de América Latina, es que el impacto de la crisis no fue alto para la región. Siguiendo el curso de las reservas internacionales hasta el mes de abril (ver gráfico 3), si bien se interrumpe la tendencia al crecimiento que presentaban las economías, a partir de agosto de 2008 las reservas internacionales se mantienen relativamente constantes. En el caso argentino, la tendencia al estancamiento se produce dos trimestres antes debido principalmente a la incertidumbre interna provocada por la crisis entre el gobierno y el sector agropecuario.

La otra cuestión es que Argentina al tener entrada de divisas por cuenta corriente, tiene una menor dependencia de los flujos de capitales externos. En cambio se destaca el caso de Brasil que por magnitud y volatilidad, los flujos de capitales son fuertes determinantes para su economía.

**Gráfico N°2**  
**Balanza de Pagos**

**Cuenta capital y financiera**

**Variación de reservas internacionales**



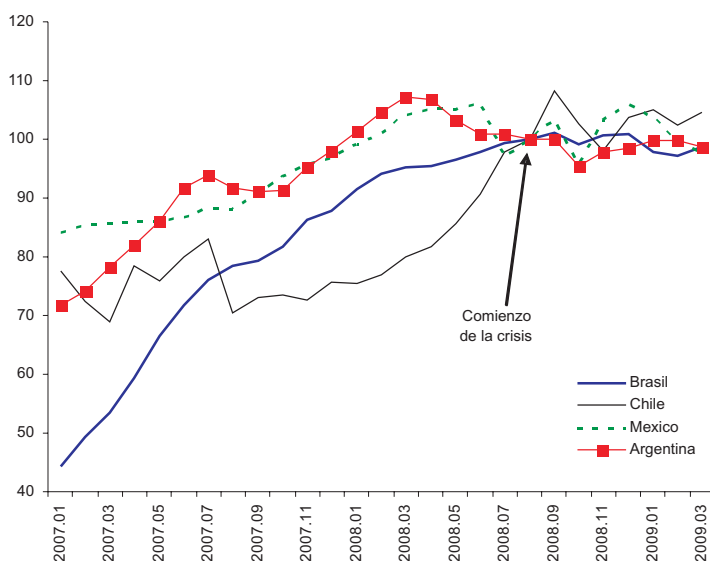
Fuente: CIEPYC sobre la base de datos de Ministerio de Economía, Banco Central de Chile, Banco Central de México, IPEADATA-Brasil

La política cambiaria fue muy homogénea entre los países de la región ya que en mayor o menor medida las monedas se depreciaron. Brasil desde agosto de 2008 hasta el mes de diciembre, depreció su moneda un 33%, México un 25%, y Chile un 20%. Argentina solo corrigió el valor de su moneda en esos meses un 11%.<sup>3</sup>

Sin embargo, en los meses siguientes todos menos Argentina (que continuó lentamente con la tendencia a la depreciación nominal llegando al 17,8%), corrigieron y apreciaron lentamente sus monedas.

Como resultado final todas las economías mantienen hoy una depreciación nominal como respuesta natural a la crisis frente a la fuga de divisas de las economías.

**Gráfico N°3**  
**Reservas internacionales 2007-2009. Base agosto 2008=100**



Fuente: CIEPYC sobre la base de datos de Ministerio de Economía, Banco Central de Chile, Banco Central de México, IPEADATA-Brasil

3) La depreciación se toma aquí como la pérdida de valor de la moneda local en relación al dólar. Frecuentemente, se usa como sinónimo de depreciación a la variación porcentual de la cotización en pesos del dólar. Ejemplo. Si el dólar vale \$2 y pasa a valer \$4 usualmente se dice que hubo una depreciación del 100%. Sin embargo, si uno afirma que eso significa una depreciación del peso o pérdida de valor de la moneda local, estaría asumiendo que la moneda perdió un....100% de su valor! No valdría nada!. Lo correcto es decir que nuestra moneda vale, en el caso del ejemplo, 50 centavos de dólar y que pasa a valer 25 centavos. En tal caso, la pérdida de valor o depreciación de la moneda es en realidad del 50%.

Desde el plano de los efectos reales de dicha depreciación, debemos analizar el tipo de cambio real multilateral (TCRM) de las economías, que resulta de corregir el tipo de cambio nominal por los precios locales e internacionales, ponderando por la estructura de comercio de los países.<sup>4</sup>

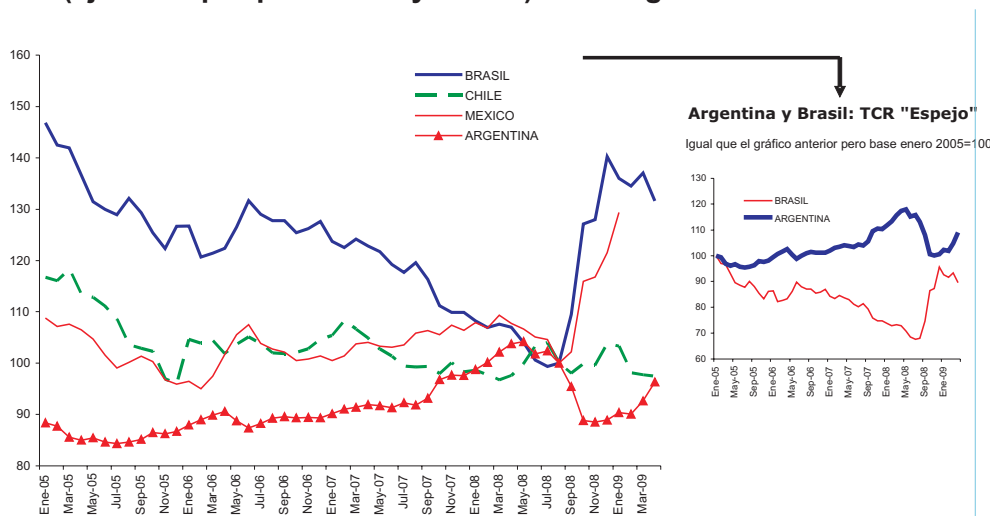
Los resultados nos arrojan desde agosto de 2008 (mes anterior al desencadenamiento de la crisis financiera) una depreciación real de las monedas de Brasil y México, una apreciación real del peso argentino y una relativa estabilidad en el valor real de la moneda chilena. Este resultado nos muestra que la corrección nominal que realizaron los países dejó en una situación de menor competitividad a la Argentina respecto de los países de la región.

Esta pérdida de competitividad se relativiza (o desaparece directamente) desde una mirada de más largo plazo. En efecto, si en realidad miramos desde 2005, el TCRM de Argentina aumentó respecto del resto de los países de la región incluso a pesar de la apreciación de la moneda argentina durante la crisis. Esto significa que somos más competitivos con este TCRM respecto de Brasil, Chile y México. Desde esta perspectiva, no deberíamos tocar el valor nominal de la divisa.

Incluso, hay que evaluar también si la volatilidad extrema de tocar el tipo de cambio nominal porque los vecinos lo hacen, es una política conveniente teniendo en cuenta que los países de la región a partir de diciembre corrigieron nuevamente hacia abajo el TRCM mediante una reducción del valor nominal. Hay que sopesar los beneficios de un tipo de cambio ajustado en función de los vecinos, respecto del detrimento de tener una política tan volátil, en lugar de un "aterrizaje lento".

Un dato interesante que surge de la comparación regional de los TCRM, es la fuerte interdependencia entre las economías de Brasil y de la Argentina. Dado que el TCRM lleva ponderaciones de comercio, apreciaciones de la moneda brasileña acompaña depreciaciones de la moneda argentina y viceversa. Este comportamiento de "espejo" puede apreciarse en el gráfico 4.

**Gráfico N°4**  
**Tipo de cambio real multilateral (TCRM)**  
**(ajustado por precios mayoristas). Base agosto de 2008=100**



Fuente: CIEPYC sobre la base de datos de Ministerio de Economía, CEI-MRECIC, Banco Central de Chile, Banco Central de México, IPEADATA-Brasil

4) Para más detalle ver metodología de construcción del TCRM en "El campo y los precios relativos", Entrelíneas de la Política Económica N° 3

## Impacto sobre la economía real

Aquí es donde se dividen con mayor claridad las aguas en cuanto al impacto de la crisis internacional sobre los países centrales y sobre los latinoamericanos.

Crisis financiera es sinónimo de crisis en el plano real, concomitante y contemporánea, en los países centrales. Sin embargo, el impacto en los países bajo análisis de la crisis en el plano real se está evidenciando con una desaceleración de las tasas de crecimiento real o con un tardío escenario de caída del producto.

En Europa la desaceleración de la economía ya aparecía en el cuarto trimestre de 2007 con un crecimiento del PBI del 2,1% y la desaceleración continúa hasta el tercer trimestre de 2008 y en plena crisis financiera, el PBI empieza a caer en el último trimestre de 2008 y con virulencia en el primer trimestre de 2009 (-4,6%).

En Estados Unidos la desaceleración empieza en el segundo trimestre de 2008 y cae en el cuarto trimestre y en el primero de 2009.

En Japón la virulencia de la crisis se produce en plena crisis internacional (-4,3% en el cuarto trimestre de 2008) aunque en el trimestre anterior la economía ya había caído.

El escenario hacia adelante no es muy alentador para los países centrales de acuerdo a los indicadores coyunturales de abril y mayo.

En América Latina, el impacto real llegó primero a México porque el PBI cayó en el último trimestre del 2008 al igual que en los países centrales. Esto no es casualidad. La economía de México está unidireccionada a la economía norteamericana: el 25% de lo que produce va a Estados Unidos, su principal comprador.<sup>5</sup> Esta dependencia resultó ruinosa: de acuerdo a los datos que surgen del Indicador Global de la Actividad Económica (IGAE), el primer bimestre de 2009 marca una reducción del PBI del orden del 10% contra igual período del año pasado.

En el caso chileno también tenemos los frutos de la integración prácticamente unilateral con los Estados Unidos. El mejor alumno de América Latina desaceleró bruscamente su ritmo de actividad en el último trimestre de 2008 (crece sólo 0,2% viniendo de tasas de casi el 5%) y se desmorona en el primer trimestre de 2009 más de un 2%).

**Cuadro N°1**  
**Tasas de crecimiento del PBI respecto de igual período del año anterior**

	USA	EUROPA	JAPON	ARGENTINA	BRASIL	CHILE	MEXICO
I.07	1.3%	3.2%	3.4%	8.0%		5.9%	3.0%
II.07	1.8%	2.6%	2.3%	8.6%		5.5%	3.0%
III.07	2.8%	2.6%	1.9%	8.8%	5.4%	3.6%	3.5%
IV.07	2.3%	2.1%	2.0%	9.1%	6.1%	3.8%	3.7%
I.08	2.5%	2.1%	1.5%	8.5%	6.1%	3.4%	2.6%
II.08	2.1%	1.4%	0.7%	7.8%	6.2%	4.6%	2.9%
III.08	0.7%	0.6%	-0.2%	6.9%	6.8%	4.6%	1.7%
IV.08	-0.8%	-1.4%	-4.3%	4.9%	1.3%	0.2%	-1.8%
I.09*	-2.6%	-4.6%		2.5%		-2.1%	-10.0%

Fuente: CIEPYC sobre la base de datos de Ministerio de Economía, Banco Central de Chile, Banco Central de México, IPEADATA y EUROSTAT.com. \*En los casos de México, Chile y Argentina, corresponde a datos de los estimadores mensuales de actividad IGAE, IMACEC y EMAE respectivamente (México y Argentina 1er bimestre).

5) Ver "Estructura comercial de los Estados Unidos y posibles daños colaterales de la crisis", en Entrelíneas de la Política Económica N° 15.

En los casos de Brasil y Argentina, los efectos de la crisis en la economía real, son más reticentes. Se produce una desaceleración importante en el cuarto trimestre de 2008, mucho más pronunciado en Brasil que pasó de tasas trimestrales de crecimiento superiores al 6% y en el cuarto trimestre crece interanualmente un 1,3%. En el caso Argentino, el crecimiento se desacelera (mucho antes por la crisis con el sector agropecuario) de 7% en el tercer trimestre de 2008 al 4,9% en el cuarto trimestre.

Por último, una característica común de las economías de Brasil y Argentina, es que el sostenimiento del crecimiento está basado en el consumo. En Brasil, durante el último trimestre de 2008, el consumo de las familias y el consumo total (incluye al estado), se incrementó en términos reales un 1,2% y 3,6% en términos reales, mientras que en Argentina crecieron 4,3% y 4,8% respectivamente.

Hasta el momento, de acuerdo a lo que anticipa el EMAE (Estimador Mensual de la Actividad Económica), la economía argentina seguiría creciendo pero a tasa más bajas en el primer bimestre del año (2,5%), pero la tendencia, de proseguir la crisis y de no mediar una política que tienda a estimular más el consumo doméstico como motor de la demanda, podría afectar en los próximos meses la dinámica virtuosa de la economía.

### Conclusiones

América Latina no es la misma que la de los años 90, la del tequila, la del contagio fácil, la que absorbía los shocks externos perdiendo capitales en forma masiva y reduciendo los niveles de crecimiento que estaban sostenidos por el ahorro externo.

La crisis internacional que nace en el centro mismo del capitalismo mundial, roza a las economías de América Latina pero éste ya no es un transmisor neto de contagio.

Sin embargo, algunas lecciones son importantes de esta crisis. Las economías con todavía fuerte conexión financiera y real con las economías centrales, son las que padecieron los mayores cimbonazos. Tales son los casos de Brasil, cuyo resultado financiero se hizo sentir en el cuarto trimestre de 2008 con fuga de divisas y depreciación brusca de su moneda y México, cuyo PBI se redujo en plena crisis a fines de 2008 y tiene una proyección de caída de su producto de un 10% en el primer trimestre de 2009. Como habíamos señalado en otra oportunidad, el unidireccionamiento de sus ventas a Estados Unidos (el 25% del PBI mexicano lo compra Estados Unidos) es la principal causa del contagio.

Argentina en este contexto parece ser la más agraciada aunque el PBI se viene desacelerando. Apoyado en un consumo reactivo a caer, aún se prevén tasas de crecimiento positivas en el primer trimestre de 2009. Otro punto a destacar es que si bien los países de la región depreciaron en términos reales su moneda y respecto a agosto Argentina pierde competitividad, desde 2005 hasta la fecha, el TCRM de Argentina está aún en esta situación muy por encima del de Brasil y Chile, lo que pone en tela de juicio la necesidad de devaluar la moneda como mecanismo corrector frente a la crisis. Más bien, en lugar de experimentar la fuerte volatilidad de los tipos de cambio que realiza la región, un aterrizaje suave puede ser la señal correcta para no generar perjuicios a la economía.