

La crisis internacional y América Latina: repercusiones financieras y políticas de respuesta¹

Las repercusiones financieras de la crisis internacional para América Latina han sido en ciertos aspectos menos graves que en crisis anteriores, gracias en parte al desarrollo de los mercados de deuda nacionales y a la mejora de la situación financiera de las economías de la región, que durante un tiempo han permitido compensar parcialmente la retracción de las entradas brutas de capital reduciendo las salidas brutas. Además, las políticas de respuesta han propiciado una relajación de las condiciones financieras, tanto externas como internas. Sin embargo, la desaceleración económica en curso hace que persistan considerables riesgos.

Clasificación JEL: E44, E50, E66, F21, F34, F40, G15, O16.

Los efectos financieros sobre América Latina de la crisis mundial iniciada en el verano de 2007 fueron al principio limitados, aunque se intensificaron tras la quiebra de Lehman Brothers a mediados de septiembre de 2008. El generalizado proceso de desapalancamiento en el sistema bancario internacional y el menor apetito de los inversionistas por el riesgo indujeron una caída de la demanda de los activos de mercados emergentes y una brusca depreciación de las monedas de las economías de mercado emergentes (EME). Las entradas brutas de capital invirtieron su tendencia y las condiciones de financiación se endurecieron, reduciendo la liquidez de los mercados cambiarios y monetarios internos y elevando los rendimientos de la deuda, tanto en divisas como en moneda local.

Los episodios de tensiones financieras no son desconocidos en América Latina². Sin embargo, ciertos rasgos diferencian el episodio actual de las crisis de finales de los 90 (como la crisis asiática) o de los episodios argentino y brasileño de comienzos de la presente década. En primer lugar, la perturbación se originó en el sector financiero de las economías avanzadas y

¹ Las opiniones expresadas en este artículo corresponden a sus autores y no reflejan necesariamente las del BPI. Agradecemos los valiosos comentarios recibidos de Claudio Borio, Már Gudmundsson, Frank Packer, Patrick McGuire y Agustín Villar, así como la excelente colaboración de Sergio Vargas.

² El análisis que sigue se centra básicamente en Brasil, Chile, Colombia, México y Perú. También se comentan los casos de Argentina y Venezuela, pero determinadas características de los sistemas financieros de estos dos países los hacen menos comparables con los otros cinco.

no en América Latina u otra región con economías de mercado emergentes. En segundo lugar, la notoria reducción de la deuda externa *pública* latinoamericana ofreció a los Gobiernos un mayor margen de maniobra para desempeñar una función estabilizadora de los mercados *privados* en países que mantenían un volumen de deuda externa aún elevado. Por último, han aparecido nuevos tipos de vulnerabilidades, básicamente asociadas a la innovación e integración financieras y no a desequilibrios macroeconómicos o a debilidades del sector bancario.

Las políticas de respuesta también han sido diferentes esta vez, al haberse orientado a lograr una mayor fluidez de los procesos de financiación, tanto domésticos como externos. Los bancos centrales adoptaron medidas para ofrecer liquidez en los mercados cambiarios y de dinero locales y para facilitar la concesión de crédito. Con el fin de complementar los niveles de reservas internacionales, Brasil y México acordaron la apertura de líneas *swaps* de divisas con la Reserva Federal estadounidense. En fechas más recientes, Colombia y México han solicitado el acceso a la nueva Línea de Crédito Flexible (FCL) del FMI. Por último, los bancos centrales han sido capaces de imprimir una orientación anticíclica a sus políticas monetarias, gracias a los regímenes de tipo de cambio flexible, al traspaso limitado que han tenido las variaciones del tipo de cambio sobre la inflación y a la mayor credibilidad acumulada por las autoridades económicas.

La estructura del resto del artículo es la siguiente. La siguiente sección analiza el impacto de las perturbaciones financieras internacionales sobre los mercados financieros latinoamericanos, comparando la crisis actual con anteriores perturbaciones y prestando especial atención a los flujos de capital, la financiación a través de bancos internacionales y mercados de valores, el ajuste de los tipos de cambio y el coste de la financiación en moneda extranjera y local³. La sección que sigue se centra en las políticas de respuesta, examinando en particular la provisión de liquidez en moneda extranjera, así como las medidas adoptadas para estabilizar los mercados de dinero y de capitales internos. La última sección concluye resumiendo las principales lecciones de política económica a extraer.

El impacto financiero de la crisis en América Latina

Agotamiento de la financiación externa

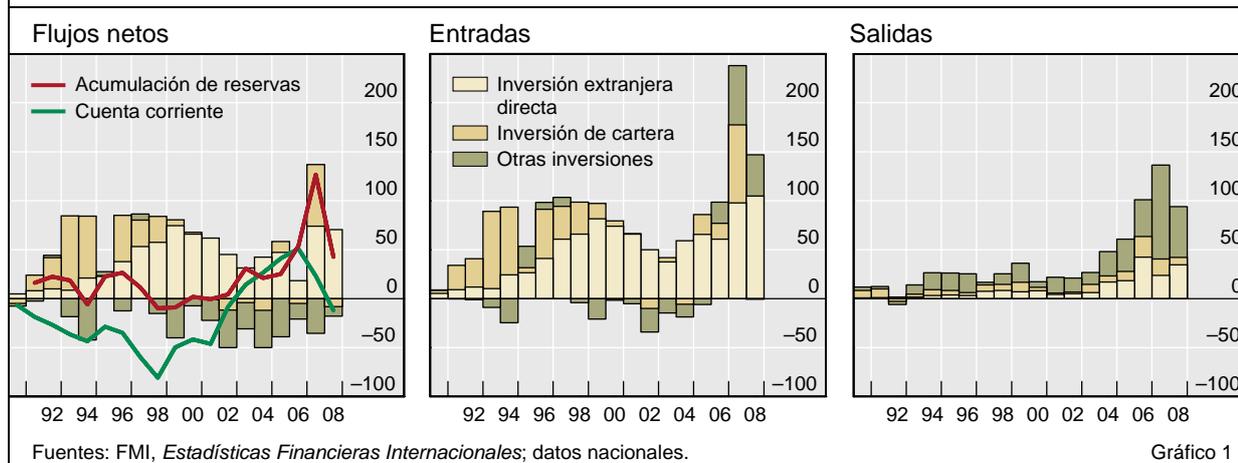
Hasta el inicio del periodo de inestabilidad financiera en agosto de 2007, América Latina se había beneficiado de un entorno exterior excepcionalmente benigno. Una combinación de entradas netas de capital y superávits por cuenta corriente había propiciado una acumulación sustancial de reservas internacionales (véase el panel izquierdo del Gráfico 1). Las entradas y salidas brutas de capital registraron máximos históricos, siendo la inversión extranjera

Benigno entorno exterior al inicio de la crisis...

³ Véase una discusión relacionada en Caruana (2009). Véase un análisis del impacto de la crisis en el sector real de América Latina en BID (2009) y FMI (2009b).

Flujos de capital en América Latina

En miles de millones de dólares de EEUU



directa (IED) la principal fuente de financiación externa (BPI (2009), Jara y Tovar (2008)).

Sin embargo, las entradas brutas de capital hacia América Latina comenzaron a reducirse significativamente durante el tercer trimestre de 2008. En el conjunto del año, los flujos de entrada de inversión de cartera disminuyeron en 76.000 millones de dólares (véase el panel central del Gráfico 1)⁴. La IED fue más estable, aunque se prevé su caída en 2009. Los superávits por cuenta corriente también se han contraído o convertido en déficits moderados. Varios factores han contribuido al brusco cambio de tendencia de las entradas brutas de capital, a saber, el aumento de la aversión al riesgo en todo el mundo, los esfuerzos de las instituciones financieras de los países desarrollados por mantener más liquidez o reforzar sus balances, la elevada volatilidad cambiaria, el colapso de los términos de intercambio y la exposición a instrumentos derivados de algunas grandes empresas de Brasil y México (véase el Recuadro 1).

Un elemento distinto de la situación actual es que, durante la presente década, la región ha acumulado cuantiosos activos brutos (distintos de reservas) invertidos en el exterior (180.000 millones de dólares a finales de 2007), los cuales habían sido casi inexistentes en anteriores crisis (véase el panel derecho del Gráfico 1)⁵. La repatriación parcial de esos activos durante 2008 ha contribuido a estabilizar la posición financiera externa de la región durante la crisis en curso. En ese año, las salidas brutas se redujeron en casi 42.000 millones de dólares, mientras los flujos netos ascendían a 53.000 millones de dólares (véanse los paneles izquierdo y derecho del Gráfico 1)⁶.

⁴ Otras entradas brutas (principalmente flujos bancarios) también registraron pronunciados descensos, especialmente en Brasil, donde superaron los 18.000 millones de dólares. Sin embargo, como se discute más adelante, buena parte de la caída observada en Brasil obedeció a factores singulares.

⁵ Véase una discusión detallada en Jara y Tovar (2008).

⁶ Estas cifras básicamente reflejaron la repatriación de flujos bancarios hacia la región. Las decisiones de cartera de los inversionistas internacionales también podrían haber sido un

... seguido de un cambio de dirección de las entradas brutas de capital

Recuadro 1: Exposición del sector empresarial a instrumentos derivados: los casos de México y Brasil

Los desajustes cambiarios en los balances de situación han disminuido sustancialmente en América Latina desde la adopción de regímenes de tipo de cambio flexible durante la década de los 90 (véase FMI (2008)). Sin embargo, la reducida volatilidad de las paridades y la tendencia a la apreciación nominal de las monedas de algunos países observada antes de agosto de 2008 provocaron que ciertas empresas aumentaran sus exposiciones cambiarias a través de la toma de posiciones en derivados. Como consecuencia, una serie de empresas brasileñas y mexicanas comenzaron a apostar contra la depreciación de sus monedas mediante la venta de opciones sobre divisas en el mercado extraterritorial. Estos contratos permiten a las empresas vender dólares estadounidenses a una paridad favorable cuando el tipo de cambio supera un precio de “expiración” de la opción (“*knock-out*”) (es decir, cuando la moneda nacional se aprecia), pero les obligan a vender dólares a una paridad desfavorable si el tipo de cambio cae por debajo de un precio de “activación” de la opción (“*knock-in*”) (cuando la moneda nacional se deprecia). Así pues, estos contratos ofrecen a las empresas financiación y transacciones en divisas a paridades favorables, pero con el inconveniente de tener que entregar dólares a pérdida si la moneda nacional se deprecia más allá de un cierto umbral.

La brusca depreciación cambiaria observada en América Latina a partir de mediados de septiembre de 2008 ocasionó fuertes pérdidas a algunas de las principales empresas de Brasil y México, al activar la cláusula de “activación” de la opción, obligándoles a vender un volumen doble de la moneda estadounidense al precio más elevado^①. Las pérdidas en instrumentos derivados ascendieron en México a 4.000 millones de dólares durante el cuarto trimestre de 2008, mientras que en Brasil se prevé que lleguen a alcanzar los 25.000 millones de dólares (si bien las cifras oficiales aún no se han publicado). Una importante cadena de tiendas de alimentación (Comercial Mexicana), que el 9 de octubre de 2008 solicitó acogerse a la protección de la legislación sobre quiebras, llegó a perder hasta 1.100 millones de dólares en contratos de divisas a plazo con liquidación por diferencias (NDF) que había firmado con bancos internacionales^②.

La complejidad de estas operaciones y el hecho de que fueran de naturaleza privada evidencian la falta de transparencia de estos mercados, ya que muchas de esas empresas no facilitaban información alguna sobre sus posiciones en derivados^③. Como resultado de este hecho, las autoridades han examinado las exposiciones a instrumentos derivados en toda la región, conforme constataban el riesgo sistémico que esas exposiciones podían plantear. De cara al futuro, las autoridades deberán buscar un equilibrio entre la estabilidad financiera y el desarrollo de los mercados a la hora de una posible regulación de los riesgos que las empresas pueden asumir en sus operaciones con derivados^{④,⑤}.

^① Un mes después de la quiebra de Lehman Brothers, las divisas de México y Brasil se depreciaron más de un 30%.

^② Gruma SA, el mayor productor mundial de harina de maíz, y Alfa SAB, el mayor productor mundial de cabezas y monobloques de aluminio para motores, también registraron considerables pérdidas, a precios de mercado, en sus instrumentos derivados durante el periodo. El 10 de octubre, el fabricante de vidrio Vitro SAB anunció que una gran parte de sus pérdidas de 227 millones de dólares en instrumentos derivados procedían de contratos a plazo sobre gas natural. ^③ Comercial Mexicana contaba con una calificación crediticia local AAA cuando solicitó acogerse por vez primera a la legislación sobre quiebras. ^④ En Colombia, por ejemplo, el banco central estableció en mayo de 2007 un límite máximo al apalancamiento que las posiciones a plazo de las entidades financieras podían representar sobre su patrimonio neto, una medida entonces muy criticada pero que posteriormente se reveló útil para atenuar el impacto de la crisis. ^⑤ En algunos casos, la utilización de derivados por parte de las empresas ha contribuido a reducir vulnerabilidades financieras, como ejemplifican las coberturas del precio del petróleo y los *swaps* de divisas utilizados por la compañía pública mexicana del sector petrolero (Pemex), que contribuyeron a estabilizar su presupuesto para 2009.

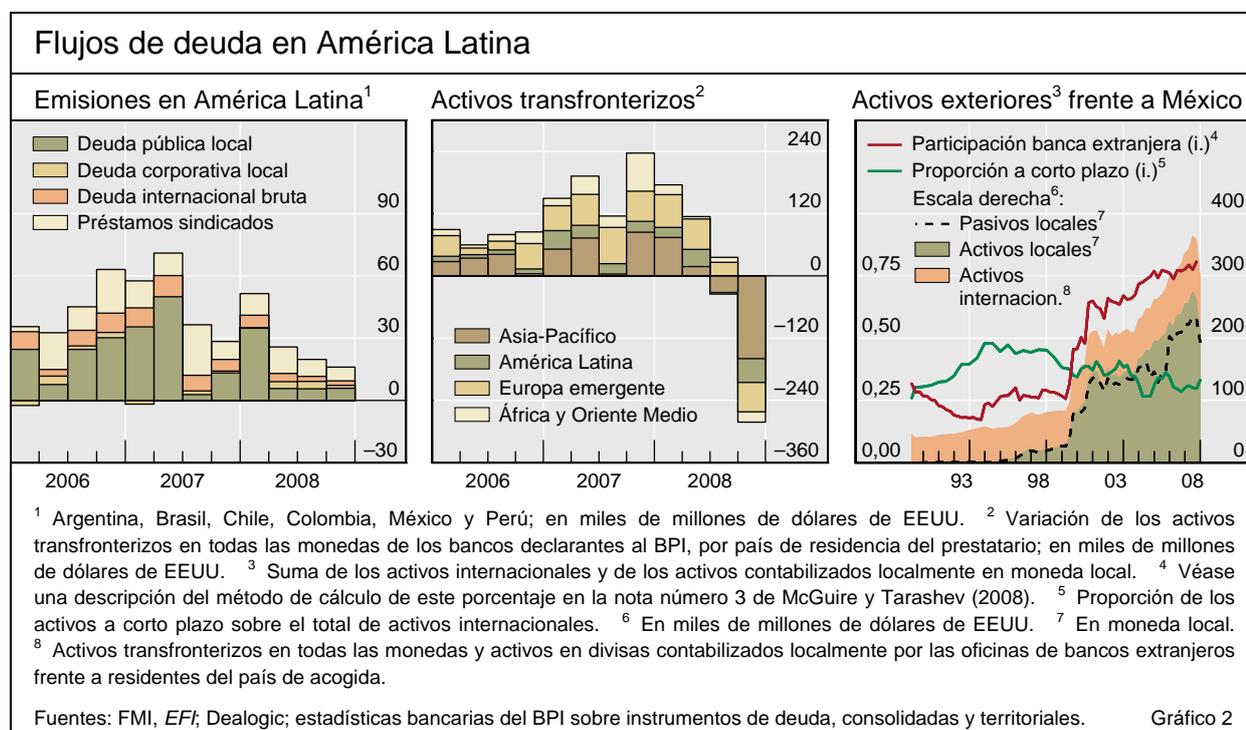
factor explicativo. Sin embargo, algunos datos sugieren que el proceso de repatriación podría haberse interrumpido en ciertos países durante 2009.

Financiación bancaria transfronteriza y emisión de deuda internacional

Menor
crédito bancario
transfronterizo...

La financiación bancaria transfronteriza cayó a partir de mediados de septiembre de 2008, a raíz de la decisión de los bancos internacionales de reducir la concesión de nuevos créditos y rehusar la renovación de préstamos vigentes. Esta situación se reflejó en el marcado descenso del volumen de préstamos sindicados y financiación transfronteriza en la región (véanse los paneles izquierdo y central del Gráfico 2). Los activos transfronterizos frente a América Latina disminuyeron en 46.000 millones de dólares durante el cuarto trimestre, comparados con reducciones de 56.000 millones en la Europa emergente y de 160.000 millones en Asia y el Pacífico. En términos porcentuales, los activos bancarios transfronterizos frente a América Latina cayeron a una tasa anualizada del 40% en el cuarto trimestre, un ritmo de contracción comparable a los observados durante crisis anteriores en la región.

Un rasgo destacable de los acontecimientos recientes es que una elevada proporción de las operaciones de los bancos extranjeros son de ámbito local, en lugar de internacional. En México, por ejemplo, la banca extranjera mantiene una importante presencia y la mayor parte del crédito que concede se materializa en activos locales (véase el panel derecho del Gráfico 2). En cambio, durante anteriores etapas de la presente década, la proporción de activos internacionales era relativamente elevada en América Latina. Los activos de los bancos radicados en la región suelen financiarse en el mercado interno (es decir, en el país prestatario), pudiendo por tanto ser más estables que la financiación transfronteriza (externa) (Moreno y von Kleist (2007), Jara y Tovar (2008), McGuire y Tarashev (2008))⁷. De hecho, la experiencia reciente



⁷ Peek y Rosengren (2000) documentan una gran volatilidad de los flujos transfronterizos en el caso latinoamericano antes de 2000.

sugiere que esta transformación en la manera en que los bancos extranjeros se fondean podría haber estabilizado la financiación en la región: como se describe en la sección “Aspectos más destacados” de este *Informe Trimestral*, el volumen de activos locales denominados en moneda local, ajustado por el tipo de cambio, ha permanecido relativamente estable en numerosas EME, incluidas Chile y México, pese a la pronunciada caída de los activos internacionales.

Las emisiones de deuda en los mercados internacionales, por su parte, sufrieron un desplome (véase el panel izquierdo del Gráfico 2), especialmente las de prestatarios pertenecientes al sector empresarial, los más necesitados de refinanciación externa⁸. Sin embargo, en algunos países, como Chile y Colombia, tuvo lugar una emisión continua de deuda interna. Este hecho está en consonancia con la opinión de que los mercados de capitales internos podrían haber actuado, en cierta medida, como “rueda de repuesto” durante la crisis, reduciendo la vulnerabilidad frente a la caída de las emisiones de deuda en los mercados internacionales (véase una discusión más detallada en el Recuadro 2).

... y desplome de la financiación en los mercados de deuda internacionales

Depreciación de los tipos de cambio

El notable cambio de dirección de los flujos de capital, el colapso de los precios de los productos básicos y el deterioro de la confianza tras la quiebra de Lehman Brothers indujeron bruscas depreciaciones cambiarias y elevaron los costes de la financiación externa en toda la región (véase el panel izquierdo del Gráfico 3). La dinámica cambiaria resultó particularmente volátil en Brasil y México, alentada por una mayor demanda de dólares conforme algunas grandes empresas trataban de cancelar posiciones no cubiertas en divisas, lo que a menudo les llevó a cosechar fuertes pérdidas (véase el Recuadro 1). La depreciación del tipo de cambio no fue tan pronunciada en países como Chile, donde las empresas no estaban expuestas a esas pérdidas, o Colombia, donde la legislación limitaba los riesgos que las empresas podían contraer en los mercados de derivados sobre divisas.

Bruscas depreciaciones cambiarias...

El ajuste del tipo de cambio resultó muy pronunciado. Existen, sin embargo, cuatro factores que podrían haber atenuado sus efectos nocivos: (i) la utilización generalizada de regímenes de tipo de cambio flexible; (ii) el traspaso limitado que han tenido las fluctuaciones del tipo de cambio sobre la inflación (iii) los menores desajustes cambiarios, así como el menor grado de dolarización de la región; y (iv) la mayor credibilidad de los bancos centrales, que también podría haber contribuido a frenar la especulación desestabilizadora y a amortiguar el traspaso desde los tipos de cambio a la inflación. Estos factores facilitaron las políticas de respuesta discutidas más adelante.

⁸ Las necesidades de refinanciación externa del sector empresarial latinoamericano se estiman en un 8% del PIB, una cifra relativamente favorable comparada con las de Asia (9%) y Europa emergente (23%). Véase FMI (2009a).

Recuadro 2: Evolución de los mercados de deuda locales en la actual crisis

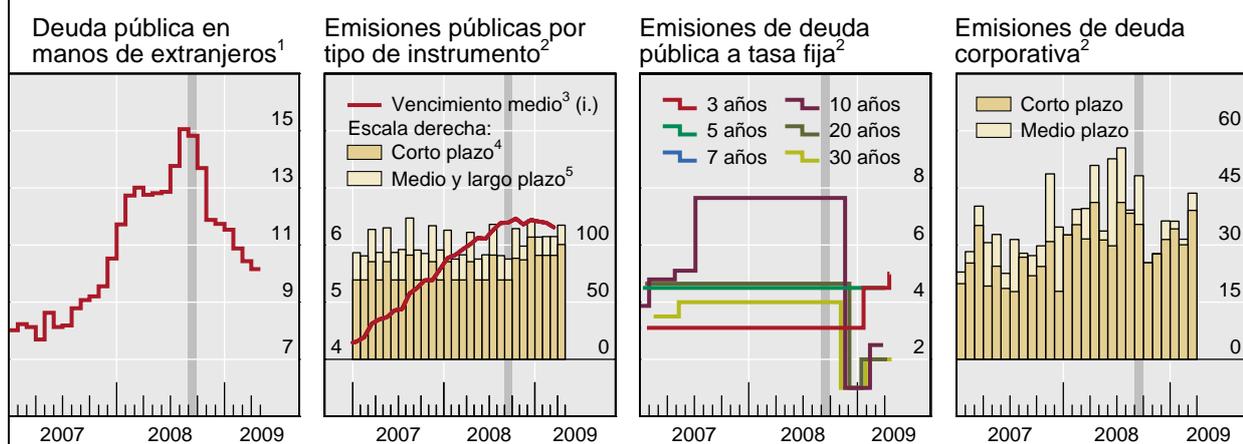
Se ha planteado que los mercados de deuda internos podrían desempeñar una función de “rueda de repuesto” para compensar el repliegue de la financiación externa durante periodos de tensión financiera. Durante la crisis actual, sin embargo, la evolución de esos mercados ha sido dispar. Por una parte, los mercados de deuda pública locales han ofrecido una alternativa de financiación y han mostrado tanta flexibilidad como los mercados de deuda internacionales. Por otra parte, los inversionistas extranjeros han tendido a reducir sus carteras de deuda, desplazándose además hacia instrumentos con vencimientos más cortos^①.

Alternativa de financiación para los Gobiernos. Pese a que la emisión de deuda interna disminuyó durante el otoño de 2008 en la mayor parte de la región, se ha observado una posterior recuperación, aunque alcanzando niveles menores. La mayoría de los Gobiernos han podido renovar su deuda a corto plazo, canjear deuda vencida por deuda a plazos más largos o colocar nueva deuda.

Flexibilidad de los mercados de deuda pública internos. Aunque los rendimientos de la deuda interna tuvieron un comportamiento más volátil durante el episodio de tensiones posterior a la quiebra de Lehman, su volatilidad fue menor que la de la deuda internacional, situándose ahora en niveles comparables a los existentes antes del citado episodio. De hecho, las recientes políticas encaminadas a ofrecer liquidez y a estabilizar los mercados de deuda internos podrían haber propiciado un descenso de la volatilidad. Esta evolución sugiere que, desde el punto de vista de un residente en América Latina con ingresos y gastos predominantemente en moneda local (como un Gobierno), la financiación en los mercados internos presenta ventajas^②.

Menores carteras de deuda de los inversionistas extranjeros. La experiencia de México, país que cuenta que uno de los mercados de deuda interna más desarrollado y abierto de América Latina, ilustra esta tendencia. La proporción de deuda pública mantenida en carteras extranjeras disminuyó drásticamente tras la quiebra de Lehman. El mercado quedó distorsionado, produciéndose una brusca subida de los rendimientos de la deuda, especialmente en los vencimientos más largos (véase el primer panel del Gráfico A). A fin de satisfacer la demanda de instrumentos a corto plazo y de contrarrestar el rápido descenso de la demanda de deuda a largo plazo, el Tesoro mexicano redujo la emisión de deuda a largo plazo durante el cuarto trimestre de 2008 (tanto de los instrumentos a tasa de interés fija como de los indexados a la inflación) e incrementó la emisión de instrumentos a plazos más cortos (véanse los paneles segundo y tercero del Gráfico A).

Características de la deuda pública y de la deuda corporativa locales en México



El área sombreada corresponde al mes de septiembre de 2008.

¹ En porcentaje del volumen total de deuda pública en circulación. ² En miles de millones de pesos. ³ De la deuda pública en circulación, en años. ⁴ Cetes. ⁵ Bondes-D (a tasa variable), bonos UDI (indexados a la inflación) y bonos a tasa fija.

Fuente: Banco de México.

Gráfico A

Desplazamiento hacia instrumentos con vencimientos más cortos. En México, la emisión de deuda privada interna (de sociedades financieras y no financieras) quedó distorsionada. Durante octubre y noviembre no hubo emisiones de deuda a medio plazo (véase el cuarto panel del Gráfico A). La emisión de valores a corto plazo también disminuyó, aunque manteniendo niveles comparables a los observados durante 2007. En la región se han observado algunas excepciones a esta tendencia emisora, como la colocación de deuda a plazos relativamente largos por parte de algunas empresas con elevada calificación crediticia. Éste ha sido el caso, por ejemplo, de los bancos privados en Colombia (como Bancolombia y Davivienda).

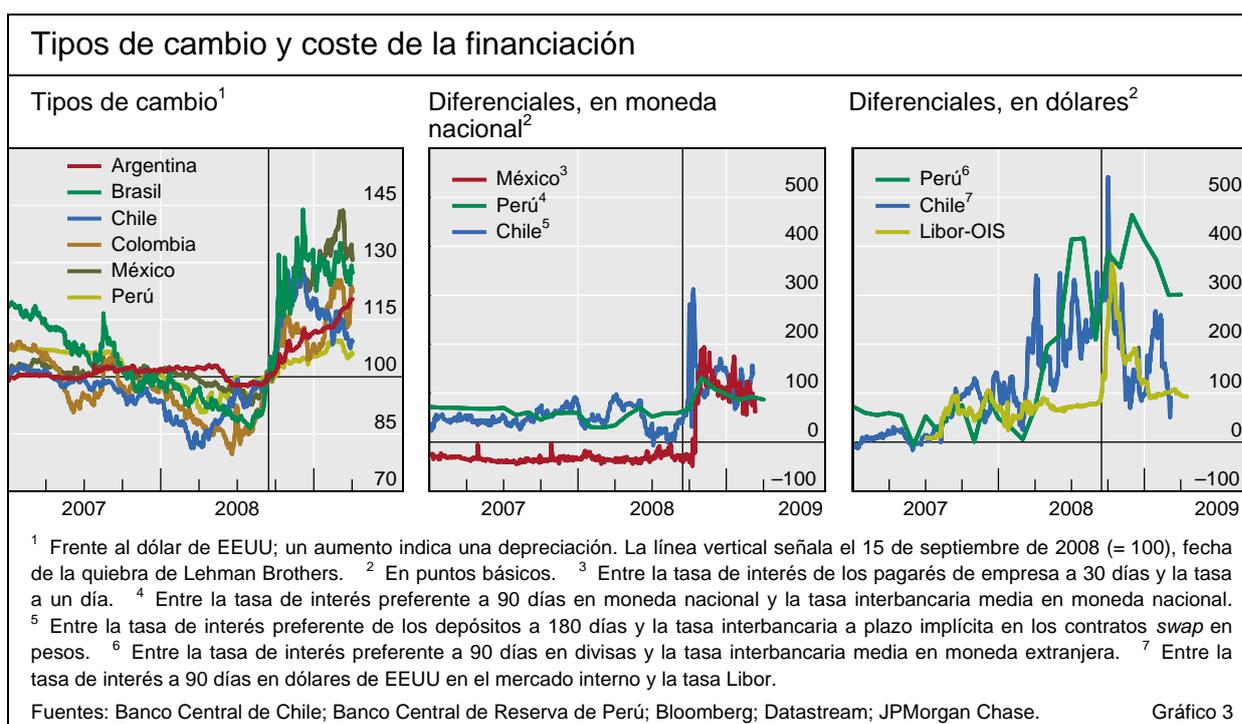
En conjunto, la evolución de los mercados de deuda internos como alternativa a la financiación en los mercados de deuda internacionales durante esta crisis ha sido dispar. Este hecho podría reflejar un grado de desarrollo menos avanzado y la severidad de la crisis internacional. Un aspecto importante a tener en cuenta para la política económica es que la financiación en moneda local a los Gobiernos parece haber sido más estable que la financiación a las empresas.

^① Durante la última década ha aumentado la profundidad de los mercados de deuda de la región, convirtiéndose en la principal fuente de financiación vía endeudamiento. En 2008, el volumen de títulos de deuda interna en circulación ascendió a un promedio del 37% del PIB, frente al 9,6% de los títulos de deuda internacional. Véanse diversos análisis generales de la evolución de esos mercados en Tovar y Quispe-Agnoli (2008), Jeanneau y Tovar (2006, 2008), BPI (2007) y Scatigna y Tovar (2007). ^② Cabe la posibilidad de que la comparación no sea completamente objetiva porque las iniciativas orientadas a ofrecer liquidez y a estabilizar los mercados de deuda internos podrían haber contribuido a reducir su volatilidad.

Mayores costes de la financiación en moneda extranjera

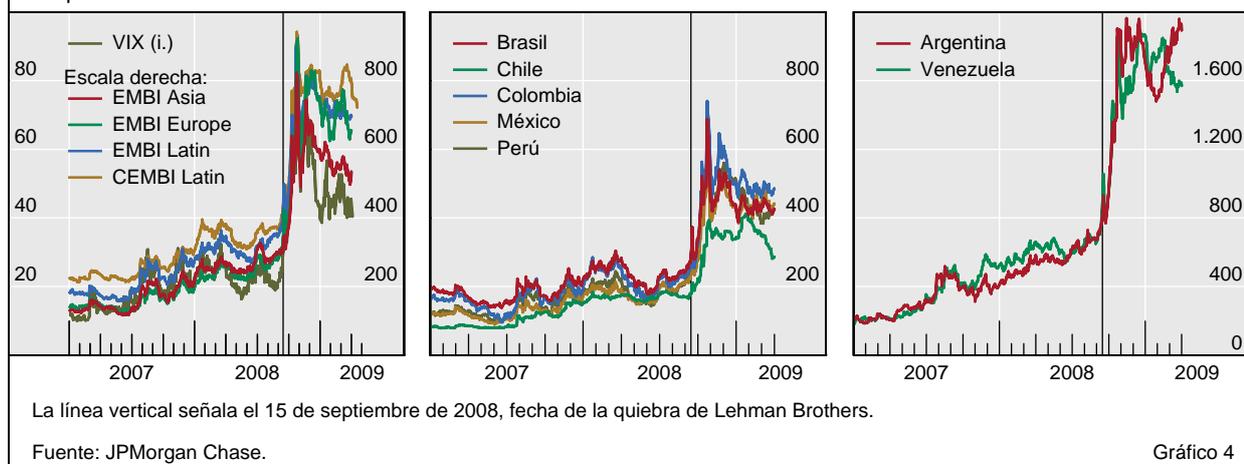
El aumento del coste de la financiación externa —denominada habitualmente en dólares estadounidenses— se manifestó de diversas formas. En Perú, por ejemplo, la tasa de interés preferente de los préstamos a 90 días en divisas creció frente a la tasa interbancaria media en moneda extranjera (véase el panel derecho del Gráfico 3). En Chile, el diferencial entre las tasas de interés en dólares estadounidenses implícitas en el mercado de *swaps* de divisas y la tasa Libor creció de forma acusada, superando los 500 puntos básicos. Esta evolución reflejó

... y endurecimiento de las condiciones de financiación



Diferenciales de la deuda soberana y corporativa en el mercado internacional

En puntos básicos



distorsiones en los mercados de *swaps* de divisas. Además, las líneas de liquidez denominadas en dólares que los bancos pequeños solían utilizar para prestar a su clientela exportadora se agotaron o encarecieron excesivamente.

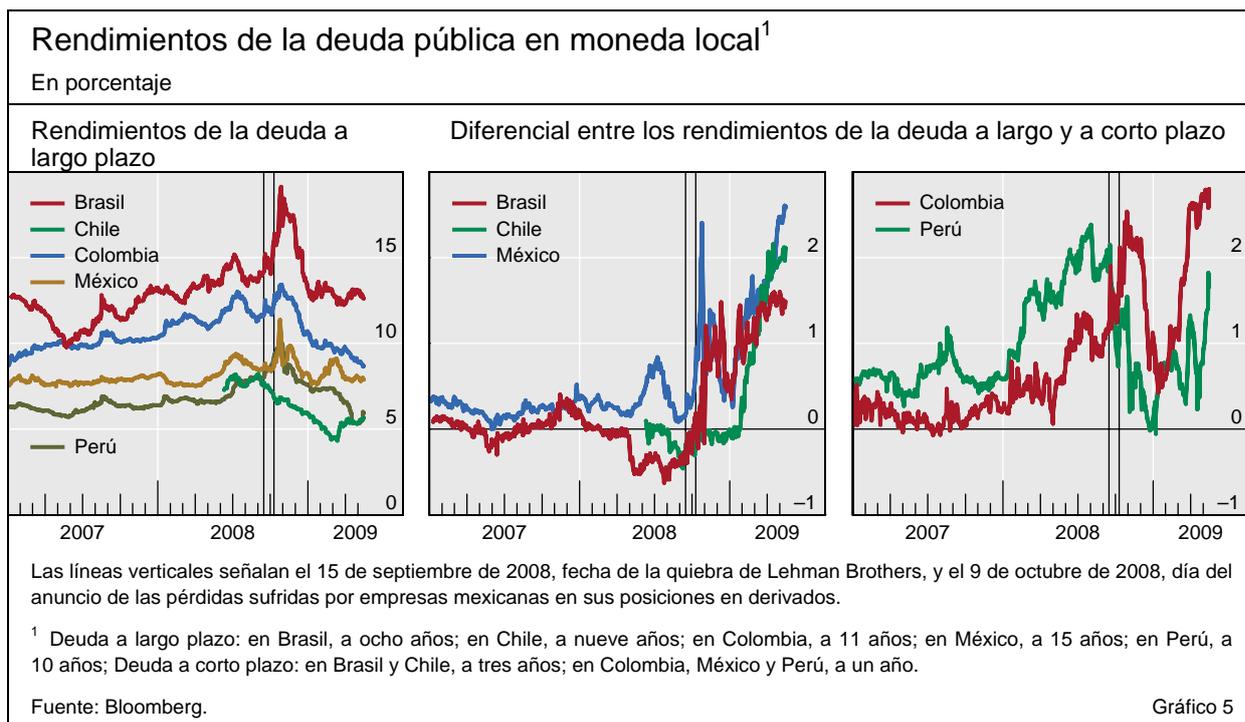
Los diferenciales de la deuda externa soberana latinoamericana se dispararon un 135% tras la quiebra de Lehman, hasta un máximo de 914 puntos básicos, habiendo permanecido desde entonces en torno a los niveles más altos de la década (véase el Gráfico 4). El proceso de ampliación de los diferenciales mostró una gran sincronía en los distintos mercados emergentes y pareció estar correlacionado con las fluctuaciones del índice VIX, un indicador de aversión al riesgo muy utilizado. No obstante, los factores propios de cada país también influyeron, como evidencia el hecho de que la mayor ampliación de los diferenciales correspondiera a Argentina y Venezuela, dos economías con políticas económicas heterodoxas durante los años de auge (véase el panel derecho del Gráfico 4). Además, como cabría esperar, los diferenciales aumentaron más en los países con deuda soberana de menor calificación crediticia.

Endurecimiento de las condiciones de financiación en los mercados de financiación internos

Aumento de los costes de la financiación interna

Los mercados de financiación internos también se vieron muy afectados por la crisis. En Argentina, aumentó el diferencial entre la tasa de interés a tres meses y la tasa a un día en el mercado interbancario. En México, las tasas de interés de los pagarés empresariales registraron fuertes subidas, como reflejo del agotamiento de la financiación en ese segmento del mercado. En Chile, los mercados monetarios en la divisa local, el peso, sufrieron notables tensiones, evidentes en la ampliación del diferencial entre la tasa de interés preferente de los depósitos y la tasa interbancaria a plazo implícita en los contratos *swap* (véase el panel central del Gráfico 3)⁹. En Brasil, aumentaron las tasas de interés del pasivo captado internamente por bancos pequeños y medianos,

⁹ Véase una descripción detallada de este episodio en García (2009).



conforme los gestores de patrimonios locales transferían sus depósitos a bancos de mayor dimensión en busca de depósitos de mayor calidad. Más recientemente, los mercados de financiación han permanecido en tensión, pese a cierta reducción de las tasas de interés a plazos cortos.

Los rendimientos de la deuda pública a largo plazo aumentaron en todos los vencimientos (con Chile como principal excepción). En Brasil, Colombia y México, los rendimientos crecieron de forma acusada, especialmente en los plazos más largos de la curva, como reflejo de la mayor seguridad percibida por los inversionistas en los instrumentos con plazos más cortos. A finales de 2008, sin embargo, se inició en toda la región un proceso de caída de los rendimientos de la deuda, básicamente en respuesta a expectativas de relajación monetaria, que influyeron sobre los plazos más cortos de la curva. Como resultado, las tasas de interés en los mercados internos se encuentran actualmente bastante por debajo de los niveles alcanzados antes de la quiebra de Lehman (véase el panel izquierdo del Gráfico 5). Pese a estas caídas, los diferenciales entre los rendimientos de la deuda a largo y corto plazo se han ampliado (véanse los paneles central y derecho del Gráfico 5).

Aspectos y respuestas políticas de respuesta económica

En el momento de iniciarse la actual crisis, numerosos Gobiernos latinoamericanos habían reducido o estabilizado su deuda externa, pero el endeudamiento externo privado había crecido o permanecido elevado. En consecuencia, los bancos centrales trataron de facilitar liquidez en moneda extranjera al sector privado, con el fin de garantizar tanto una la fluidez de los mercados de divisas como la continua disponibilidad de financiación externa, incluida la financiación comercial. Los bancos centrales también intervinieron

Las autoridades económicas inyectan liquidez...

para contrarrestar el endurecimiento de las condiciones financieras en los mercados de financiación y crédito internos.

Liquidez en moneda extranjera y financiación externa

... a través de una variedad de instrumentos

La mayoría de los bancos centrales de la región facilitaron liquidez en moneda extranjera mediante intervenciones u operaciones en el mercado de divisas, incluidas transacciones al contado, *repos* y *swaps*. En algunos casos, se redujeron los coeficientes de reservas aplicados a los depósitos en moneda extranjera¹⁰. El Banco Central de Brasil puso en marcha facilidades de financiación comercial, así como de asistencia a empresas para la renovación de su deuda externa¹¹.

La intervención en el mercado de divisas ha constituido un importante canal de provisión de liquidez en moneda extranjera, si bien ha disminuido durante 2009 ante la estabilización de los mercados cambiarios (véase el Gráfico 6). En general, las tácticas de intervención han variado por países. Por ejemplo, mientras algunos países centraban sus operaciones en el mercado al contado, Brasil y Chile realizaron un gran número de operaciones en el mercado de *swaps*. Una explicación de este último hecho reside en que los mercados de *swaps* de divisas se encuentran activos en esos dos países. Otra explicación es que, a diferencia de las transacciones al contado, los *swaps* no agotan las reservas de divisas, al revertirse en alguna fecha futura la venta de divisas realizada por el banco central.

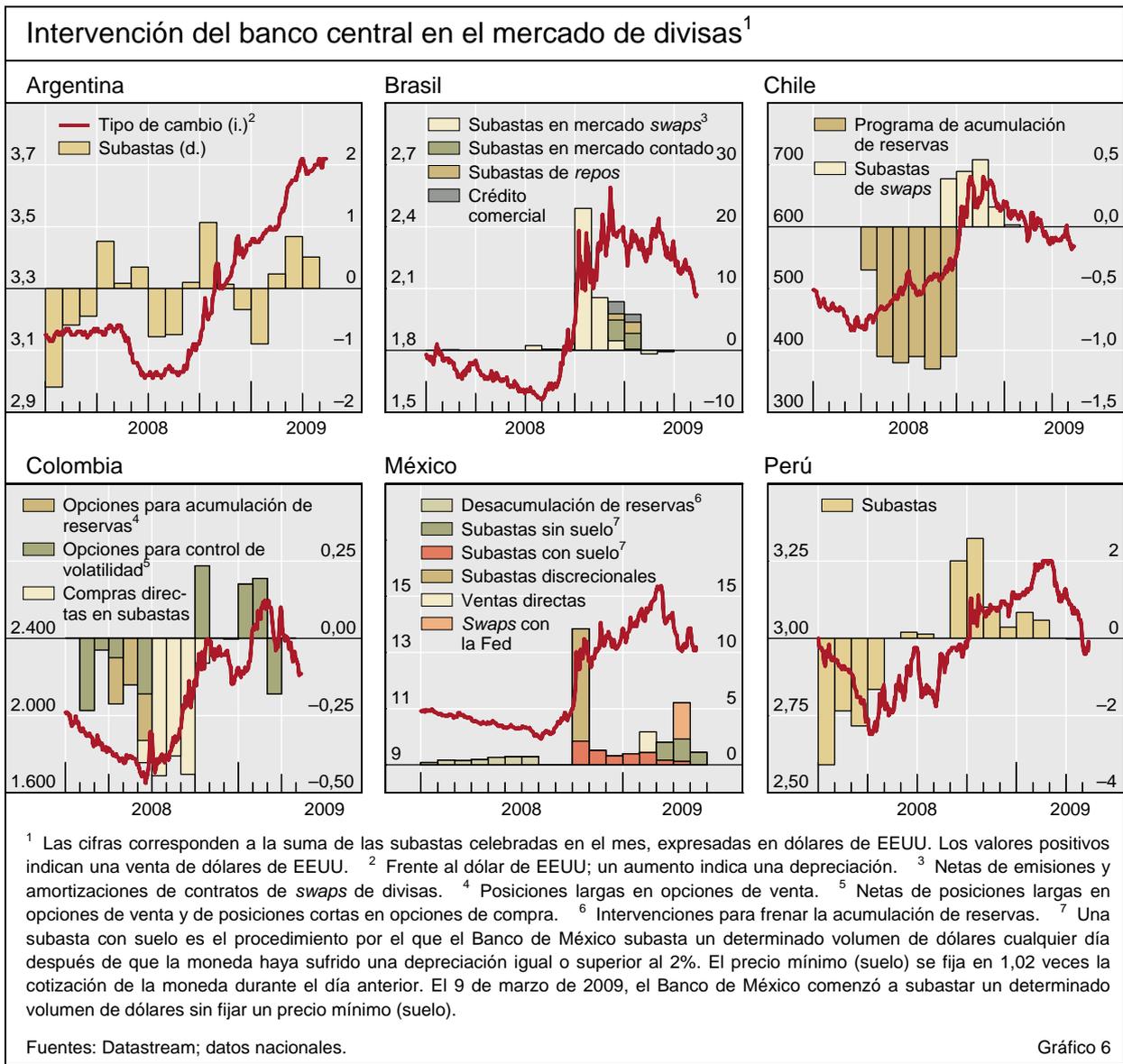
Moderación de la volatilidad cambiaria en lugar de objetivos de tipo

Algunas de las intervenciones en el mercado de divisas fueron de carácter no discrecional, con el fin de subrayar que los bancos centrales no estaban persiguiendo un nivel concreto de tipos de cambio, susceptibles de inducir ataques especulativos a tenor de experiencias pasadas. Por ejemplo, en octubre de 2008, México adoptó una regla que obligaba al banco central a subastar un volumen de 400 millones de dólares (reducido en marzo de 2009 a 300 millones) cualquier día que el tipo de cambio se depreciara en al menos un 2%, estableciéndose además un precio mínimo, o suelo, de 1,02 veces la cotización media de la divisa durante el día anterior. Colombia también adoptó una regla por la cual fuertes oscilaciones del tipo de cambio activaban subastas de las denominadas opciones “de compra” (*call*) para el control de la volatilidad (ofreciendo a los participantes en el mercado la opción de comprar moneda extranjera al banco central). Este mecanismo se activó en octubre de 2008 y durante los dos primeros meses de 2009¹². Más recientemente, el

¹⁰ Por ejemplo, el Banco Central de Reserva de Perú redujo el coeficiente marginal de reservas sobre depósitos en moneda extranjera desde el 49% en octubre de 2008 hasta el 30% en diciembre del mismo año. En diciembre de 2008, se rebajó desde el 9% hasta el 7,5% el coeficiente legal de reservas sobre depósitos en divisas y en marzo de 2009 volvió a reducirse desde el 6,5% hasta el 6%.

¹¹ Los organismos internacionales también han facilitado la financiación comercial en moneda extranjera en la región. Por ejemplo, entre julio de 2008 y marzo de 2009, la Corporación Financiera Internacional aumentó sus avales a la financiación comercial en América Latina y el Caribe en un 86% con respecto al año anterior, hasta 520 millones de dólares.

¹² El Banco de la República de Colombia vendió 235 millones de dólares en octubre de 2008 y 369 millones de dólares durante los dos primeros meses de 2009.



Banco de México ha introducido dos importantes modificaciones en sus procedimientos de intervención. El primero consistió en la celebración de subastas diarias sin precio mínimo (modalidad que en las últimas semanas ha acaparado la mayor parte de las subastas diarias), siendo el segundo la realización de ventas directas en el marco de sus operaciones cambiarias.

Aunque la intervención en los mercados de divisas guardó relación, en ciertos casos, con caídas de las reservas de moneda extranjera —hasta del 15% en Perú y del 7% en Brasil con respecto a los niveles de mediados de 2008—, los indicadores convencionales sugieren que el volumen de reservas mantenido es aún sustancial (véase el Cuadro 1). Las reservas de divisas aumentaron en el conjunto de las economías latinoamericanas durante 2008, con un volumen muy superior al de 1996, antes de la crisis asiática. Los indicadores de suficiencia del volumen de reservas se encuentran, por lo general, bastante por encima de los umbrales convencionales del 100% de la deuda externa a corto plazo (es decir, un año de cobertura) o del 25–50% de las importaciones (de tres a seis meses de cobertura).

Las reservas de divisas superan los umbrales de suficiencia...

Suficiencia de las reservas de divisas¹

Volumen de reservas a final de año

	En miles de millones de dólares de EEUU				En porcentaje de:								
					PIB		Deuda externa a corto plazo ²				Importaciones		
	96	07	08	09	08	96	07	08	09	96	07	08	09
Argentina	18	44	44	44	14	60	200	279	274	75	99	77	84
Brasil	58	179	193	186	12	111	292	342	329	109	149	111	115
Chile	16	17	23	24	14	201	86	113	114	89	38	40	47
Colombia	9	20	23	23	9	142	201	390	352	69	61	58	57
México	19	86	94	84	9	60	256	241	218	21	31	30	29
Perú	11	27	30	30	24	166	284	248	243	135	137	106	111
Venezuela	11	24	33	19	10	273	347	972	569	125	57	72	42
<i>Pro memoria:</i>													
<i>América Latina³</i>	142	397	440	410	13	145	238	369	300	89	82	71	69
<i>Asia⁴</i>	246	2.327	2.685	2.712	40	284	624	889	908	60	120	106	120
<i>Sudeste asiático⁵</i>	91	270	283	289	27	119	431	500	498	39	64	54	60
<i>Europa central⁶</i>	40	124	133	138	17	383	177	169	175	49	31	29	33
<i>Otros⁷</i>	29	569	513	465	15	59	260	279	254	19	96	70	70
<i>Total EME⁸</i>	548	3.688	4.054	4.015	22	188	343	452	429	58	80	68	72

¹ En el cálculo del volumen de reservas a final de año, los agregados regionales son la suma de las economías relacionadas; en el cálculo de porcentajes, son medias simples. El dato correspondiente a 2009 es el último disponible.

² Activos transfronterizos consolidados de todos los bancos declarantes al BPI frente a países fuera del área declarante con vencimiento igual o inferior a un año, más instrumentos de deuda internacional en circulación con vencimiento igual o inferior a un año. ³ Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela. ⁴ China, China-Taipei, Corea e India.

⁵ Filipinas, Indonesia, Malasia y Tailandia. ⁶ Hungría, Polonia y República Checa. ⁷ Rusia, Sudáfrica y Turquía.

⁸ Suma de las regiones relacionadas.

Fuentes: FMI; Thomson Reuters; datos nacionales.

Cuadro 1

Al mismo tiempo, la suficiencia de las reservas de divisas depende, en parte, de otras características de la economía que los indicadores convencionales no captan. Por ejemplo, pese a un nivel de reservas comparativamente reducido y a un descenso de los ingresos de exportaciones, las reservas de divisas de Chile han mantenido una considerable estabilidad. Una explicación de este hecho es que tanto el Gobierno (a través de su fondo soberano de inversiones) como los hogares (mediante sus fondos de pensiones) poseen grandes carteras de activos externos, lo que ha contribuido a calmar los mercados. Las reservas también han permanecido estables en Colombia; en este caso, los factores explicativos parecen haber sido las regulaciones públicas que limitan la concesión de préstamos interbancarios internos en dólares estadounidenses y el riesgo de contraparte en divisas. Además, se ha avanzado una explicación más general, a saber, que el volumen de reservas internacionales comprometidas para combatir la crisis ha sido menor en América Latina que en otras economías emergentes (como Corea y Rusia). Este hecho podría reflejar la percepción de menores exposiciones al riesgo de refinanciación externa o a desajustes cambiarios en el caso latinoamericano¹³.

¹³ Véase Aizenman (2009).

Los recursos procedentes del exterior han ofrecido un considerable apoyo adicional a las economías emergentes latinoamericanas durante la presente crisis. En octubre de 2008, los bancos centrales de Brasil y México firmaron importantes acuerdos de financiación recíproca en divisas con la Reserva Federal estadounidense, por un importe total de 30.000 millones de dólares cada uno (y fecha de caducidad el 30 de octubre de 2009)¹⁴. Más recientemente, las iniciativas del G-20 han incrementado los recursos disponibles de las instituciones financieras internacionales. En concreto, en la cumbre celebrada el 2 de abril de 2009, el G-20 solicitó la triplicación de los recursos del FMI, hasta los 750.000 millones de dólares, una nueva asignación de DEG (que aumentaría la disponibilidad de reservas de divisas) por importe de 250.000 millones de dólares, otros 100.000 millones de dólares de financiación adicional concedida por los bancos multilaterales de desarrollo y la asignación de 250.000 millones de dólares a la financiación de flujos comerciales. Simultáneamente, como parte de sus esfuerzos por ampliar el alcance y aumentar la eficacia de sus operaciones de lucha contra la crisis, el FMI ha creado la FCL, dirigida a países con sólidos fundamentos económicos. Dos economías latinoamericanas, Colombia y México, han conseguido el acceso a la FCL. La financiación de esta línea es por un año, con un importe de 47.000 millones de dólares en el caso de México y de 10.500 millones de dólares en el de Colombia.

... ahora también con recursos externos a disposición de las economías emergentes

Estabilización de los mercados internos

Conforme se discutió anteriormente, la crisis conllevó también un endurecimiento de las condiciones financieras en los mercados internos, que las autoridades combatieron con una amplia batería de medidas de política. Inicialmente no se apreció ninguna iniciativa sistemática para contrarrestar el endurecimiento de las condiciones de financiación mediante reducciones de las tasas de interés oficiales. Los bancos centrales retrasaron los recortes de estas tasas hasta finales de 2008 o comienzos de 2009, tras haber remitido el grueso de la convulsión inicial en los mercados derivada de la quiebra de Lehman. Este retraso reflejó la continua preocupación existente por las tensiones inflacionistas y el posible impacto de cualquier depreciación adicional del tipo de cambio que pudiera acompañar a una rebaja de las tasas de interés. Desde finales de 2008, sin embargo, estas tasas han caído con fuerza en Brasil, Chile y Colombia, conforme los efectos de la desaceleración del crecimiento cobraban protagonismo. En cambio, las tasas de interés oficiales han registrado descensos mucho más graduales en México y Perú.

Recorte con retraso de las tasas de interés...

Los bancos centrales modificaron asimismo sus procedimientos operativos. Además de realizar operaciones de mercado abierto para reducir la

¹⁴ La concesión por parte de la Reserva Federal de líneas de financiación *swap* a Brasil y México carece de precedentes. Aún se desconoce si esta decisión responde a una nueva estrategia de interacción con los bancos centrales de las economías emergentes o se trata de una reacción transitoria a la crisis internacional. La disposición de estos recursos ha sido relativamente reciente y comparativamente limitada. El 21 de abril de 2009, el Banco de México procedió a subastar 4.000 millones de dólares procedentes de esta línea *swap* con el fin de respaldar la renovación de deuda vencida del sector empresarial mexicano. Sin embargo, el importe colocado ascendió únicamente a 3.200 millones de dólares.

volatilidad de los tasas de interés a corto plazo, algunos bancos centrales también ampliaron la gama de activos aceptados como garantías con el fin de facilitar el acceso a la financiación a corto plazo (por ejemplo, en Argentina, Brasil, México y Perú).

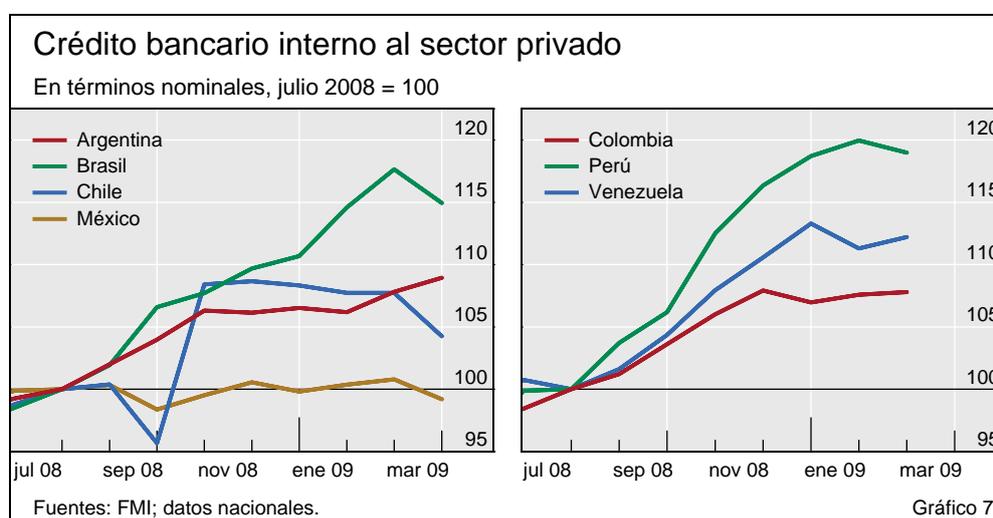
... y reducción de los coeficientes de reservas

Asimismo, numerosos bancos centrales recurrieron masivamente a la rebaja de los coeficientes de reservas sobre depósitos en moneda local. En Perú, por ejemplo, el coeficiente marginal de reservas se redujo desde el 25% en septiembre de 2008 hasta el 7,5% en diciembre del mismo año, para finalizar en el 6% en marzo de 2009. En Brasil, los coeficientes de reservas también sufrieron una reducción sustancial desde niveles mucho más altos. Colombia, por su parte, rebajó los coeficientes de reservas y eliminó los coeficientes marginales.

También se adoptaron medidas de mantenimiento del flujo de crédito, con el fin de compensar las posibles disfunciones del mecanismo de transmisión de la política monetaria. Por ejemplo, para mejorar las condiciones de financiación en el mercado de pagarés de empresa, el Gobierno mexicano concedió avales a las emisiones de ciertas corporaciones. En octubre de 2008, los bancos públicos de desarrollo de México ofrecieron garantías parciales para facilitar la renovación de deuda interna a corto plazo. También se adoptaron medidas de apoyo a la operativa bancaria. Por ejemplo, las instituciones financieras públicas de Brasil recibieron autorización para comprar acciones de bancos en dificultades. De igual forma, las instituciones públicas fueron autorizadas a adquirir los activos de bancos locales (especialmente de pequeñas y medianas entidades).

Eficacia aparente de las políticas

La eficacia de las medidas de apoyo a los mercados interbancarios y crediticios internos podría evaluarse de dos formas. Una es el grado de estabilidad alcanzado por las tasas de interés interbancarias a plazos largos. Como se señaló anteriormente, los diferenciales entre las tasas a plazos más largos y las tasas a un día han disminuido desde sus niveles máximos, sugiriendo un cierto grado de normalización. Otra es el crecimiento del crédito interno al sector privado. En este terreno, parecen existir grandes diferencias entre países. Así, el crédito ha mantenido en general una tendencia creciente en Brasil, Perú y Venezuela, pero se ha estabilizado en Argentina y Colombia



(véase el Gráfico 7). En contraste, el crédito cayó en Chile y México durante septiembre de 2008, para recuperarse después, con oscilaciones particularmente acusadas en el caso chileno. Con todo, aunque hasta ahora se ha evitado un colapso del crédito bancario del tipo observado en anteriores crisis, persiste un alto riesgo de brusca caída del crédito como consecuencia de la desaceleración económica en curso.

Conclusiones

La economía mundial viene experimentando una grave crisis económica y financiera. Pese a los indicios de desacoplamiento iniciales, América Latina se vio considerablemente afectada tras la quiebra de Lehman Brothers, al igual que otras regiones emergentes. Aun así, en comparación con crisis pasadas, las disfunciones de los mercados financieros internos han sido, por ahora, menos severas. La excepcional acumulación de activos exteriores (distintos de reservas) por los residentes en algunos países y los progresos realizados en el desarrollo de los mercados de deuda internos (sobre todo de títulos públicos) parecen haber destacado como factores explicativos. Además, las políticas de respuesta fueron notables en toda la región y, en muchos casos, de carácter preventivo. Con todo, aparecieron nuevas vulnerabilidades, como la exposición del sector empresarial al riesgo de divisas resultante de operaciones con derivados, que ocasionó la quiebra de algunas empresas y contribuyó a la inestabilidad de los mercados cambiarios e internos en Brasil y México.

La reciente experiencia con la crisis ofrece una serie de lecciones de política. En primer lugar, es preciso garantizar que los participantes en los mercados financieros y las autoridades económicas entienden correctamente los riesgos asumidos en esos mercados. Este conocimiento podría contribuir a evitar quiebras de grandes empresas, económicamente viables sin esos riesgos, y perturbaciones en los mercados de financiación internos como las observadas en la región durante la actual crisis.

En segundo lugar, aunque los mercados de deuda en moneda local podrían desempeñar la función de “rueda de repuesto”, sustituyendo con eficacia la financiación en moneda extranjera, es preciso que América Latina redoble sus esfuerzos por dotar de mayor profundidad a esos mercados y desarrollar una base inversora y emisora líquida y diversificada. Los problemas de financiación del sector empresarial indican también que el desarrollo de los mercados de deuda corporativa continúa siendo una prioridad.

En tercer lugar, los esfuerzos del sector público por reducir las vulnerabilidades externas durante la pasada década han acentuado su capacidad de respuesta a las crisis. En particular, la presente crisis ilustra la importancia de contar con abundantes reservas disponibles de moneda extranjera con las que hacer frente a perturbaciones externas. Los bancos centrales han utilizado sus reservas internacionales para estabilizar los mercados cambiarios y para estimular los flujos de financiación en divisas. La mayor credibilidad acumulada también les ha permitido disponer de un cierto margen de maniobra para adoptar una política anticíclica de inyección de liquidez interna y reducción de las tasas de interés. Sin embargo, la crisis ha

revelado que un sector público más potente podría no ser un antídoto plenamente eficaz frente a las vulnerabilidades del sector privado.

Por último, las recientes iniciativas adoptadas han incrementado de forma sustancial el volumen de recursos externos en divisas a disposición de las economías emergentes y abierto nuevos canales para la provisión de esos recursos (a través, por ejemplo, de los acuerdos de financiación recíproca en divisas firmados por la Reserva Federal o de la FCL del FMI). Una importante incógnita a despejar es si el volumen y la duración de estos mecanismos se considerarán suficientes como para constituir una alternativa al costoso autoseguro que representa la acumulación de reservas en las economías emergentes.

Referencias

Aizenman, J. (2009): "Reserves and the crisis: a re-assessment", *Central Banking*, vol. 19, nº 3.

Banco de Pagos Internacionales (BPI) (2007): "Financial stability and local currency bond markets", *CGFS Papers*, nº 28, junio.

BPI (2009): "Capital flows and emerging market economies", *CGFS Papers*, nº 33, enero.

Caruana, Jaime (2009): "Financial globalisation, the crisis and Latin America", discurso pronunciado en el XLVI Encuentro de Gobernadores de Bancos Centrales del Continente Americano y LXXXVII Encuentro de Gobernadores de Bancos Centrales de América Latina y España, Punta Cana, República Dominicana, 14 de mayo.

García, P. (2009): "Financial turmoil, illiquidity and the policy responses. The case of Chile", *Economic Policy Papers*, nº 29, Banco Central de Chile.

Banco Interamericano de Desarrollo (2009): *Policy tradeoffs for unprecedented times: confronting the global crisis in Latin America and the Caribbean*.

Fondo Monetario Internacional (FMI) (2009a): *Global Financial Stability Report: responding to the financial crisis and measuring systemic risk*, Washington DC, abril.

FMI (2009b): *Regional Economic Outlook, Western Hemisphere: stronger fundamentals pay off*, Washington DC, mayo.

Jara, A. y C. E. Tovar (2008): "Monetary and financial stability implications of capital flows in Latin America and the Caribbean", *BIS Papers*, nº 43, noviembre.

Jeanneau, S. y C. E. Tovar (2006): "Domestic bond markets in Latin America: achievements and challenges", *Informe Trimestral del BPI*, junio, pp. 51–64.

Jeanneau, S. y C. E. Tovar (2008): "Financial stability implications of local currency bond markets: an overview of the risks", *BIS Papers*, nº 36, febrero, pp. 65–87.

McGuire, P. y N. Tarashev (2008): “Bank health and lending to emerging markets”, *Informe Trimestral del BPI*, diciembre.

Moreno, R. y K. von Kleist (2007): “What can BIS statistics tell us about the risks of crises in emerging markets?”, en “Research on global financial stability: the use of BIS international financial statistics”, *CGFS Papers*, nº 29, diciembre.

Peek, J. y E. Rosengren (2000): “Implications of the globalization of the banking sector: the Latin American experience”, *New England Economic Review*, septiembre/octubre.

Scatigna, M. y C. E. Tovar (2007): “Securitisation in Latin America”, *Informe Trimestral del BPI*, septiembre, pp. 71–82.

Tovar, C. E. y M. Quispe-Agnoli (2008): “New financing trends in Latin America: an overview of selected issues and policy challenges”, *Economic Review*, nº 3, pp. 1–14.