



DECIMOCUARTO INFORME ESTADO DE LA NACIÓN EN DESARROLLO HUMANO SOSTENIBLE

Informe Final

Posibles efectos de la recesión en Estados Unidos sobre la economía de Costa Rica

*Investigador:
Luis Mesalles J.*



Nota: El contenido de esta ponencia es responsabilidad del autor. El texto y las cifras de las ponencias pueden diferir de lo publicado en el Decimocuarto Informe sobre el Estado de la Nación en el tema respectivo, debido a revisiones posteriores y consultas. En caso de encontrarse diferencia entre ambas fuentes, prevalecen las publicadas en el Informe.

Tabla de contenido

Teoría del Desacoplamiento.....	3
Factores de Riesgo que persisten en Latinoamérica.....	5
Posibles Efectos sobre Costa Rica.....	7
Referencias	11

Teoría del Desacoplamiento

Las economías de Latinoamérica han mostrado un alto dinamismo de su producción en años recientes. El período actual de fuerte crecimiento es el mayor desde la década de los setenta. Esta etapa de gran dinamismo, que empieza después de la recuperación de la crisis de Rusia (1998), muestra un promedio de crecimiento del PIB mayor que el último período en que Latinoamérica había mostrado altos niveles de crecimiento (1991-1997). Al mismo tiempo, la mayoría de los indicadores macroeconómicos de la región muestran una relativa estabilidad.

Izquierdo y Talvi (2008) hacen un recuento de los indicadores económicos de las principales economías de la región Latinoamericana. Comparando la situación actual de Latinoamérica (2003-2007), con el anterior período de bonanza (1991-1997), se puede observar que:¹

- La tasa de crecimiento del PIB es más alta (6 versus 4,4 por ciento, entre los dos períodos),
- La inflación es más baja y estable (5 versus 21 por ciento, entre los dos períodos),
- La posición Fiscal ha mejorado considerablemente (ahora todos los países tienen un superávit, excepto Brasil, mientras que antes todos tenían déficit, excepto Chile),
- La Deuda Pública se ha reducido (51 por ciento con respecto al PIB en 2003 versus 35 por ciento en 2007),
- La composición de la Deuda Pública ha mejorado:
 - Hay menos dependencia del endeudamiento externo (en 1998 este representaba el 65 por ciento del total de deuda, mientras que en 2007 era 38 por ciento),
 - La duración de la deuda ha aumentando (el porcentaje de deuda que vence en 12 meses o menos ha disminuido como porcentaje de las Reservas Monetarias Internacionales, de 72 por ciento en 97 a 55 por ciento en 2007),
- Hay una mejora sustancial en el resultado de la Cuenta Corriente, producto, principalmente, de los aumentos de precios de commodities (de un déficit equivalente a 3,0 del PIB en 1997 a un superávit de 2,2 por ciento en 2007),

Gracias a la combinación de los factores positivos que muestra la región latinoamericana en la actualidad, esta ha pasado de ser un deudor neto a un ahorrador neto. El nivel de Reservas Monetarias Internacionales ha aumentado considerablemente en todos los países, lo que los hace menos vulnerables a crisis financieras internacionales. Dichas condiciones disminuyen las probabilidades de que estos países entren en moratoria de pagos, producto de problemas de liquidez a nivel

¹ El trabajo de Izquierdo y Talvi (2008) utiliza un promedio simple de los países más grandes de Latinoamérica, los cuales representan el 91 por ciento de la producción de la región: Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela.

internacional, o de verse afectados por “paradas en seco” de los flujos de capital externo (sudden-stops). Como resultado, muchos han empezado a creer que la región está mucho mejor preparada ahora para enfrentar los efectos negativos de posibles cambios en las condiciones externas.²

En el pasado, las crisis financieras internacionales han significado que los países latinoamericanos se enfrentan, de repente, a una menor disponibilidad de recursos externos. Ante una desaceleración de la economía mundial, o ante problemas de liquidez de los mercados financieros internacionales, la disponibilidad de recursos externos se reduce drásticamente. Ante los faltantes que mostraban los sectores fiscal y externo, junto con la carencia de ahorro interno, hacían que los países latinoamericanos se enfrentaran a crisis cambiarias fuertes, que obligaban a hacer ajustes macroeconómicos que eran, usualmente, de carácter traumático.

Con base a esa experiencia, podría haberse esperado que la desaceleración de la economía de los Estados Unidos, producto de la crisis denominada “sub-prime” en Estados Unidos, marcara el final de la bonanza que se vive en Latinoamérica. Sin embargo, los indicadores macroeconómicos, así como las bolsas de valores y los mercados financieros de la región no han mostrado aún esos efectos negativos. Es en ese sentido que muchos hablan de un proceso de “desacoplamiento” o “desenganche” de las economías latinoamericanas con respecto a los movimientos en la economía de Estados Unidos. La visión que reina entre muchos es la de decir: “esta vez será diferente”, y las economías de la región no se verán tan afectadas por el menor crecimiento de la economía norteamericana, y sus posibles efectos sobre el resto de la economía mundial, como ha sucedido en ocasiones anteriores.

Esta línea de pensamiento, denominada por algunos como la “Teoría del Desacoplamiento”, se basa en el hecho de que las economías latinoamericanas se encuentran en una situación macroeconómica sólida, sobre con respecto a su nivel de endeudamiento, al mismo tiempo que su dependencia de la demanda externa ligada a Estados Unidos, parece ser menor esta vez que en el pasado. El dinamismo de las mismas economías parece haber generado un mayor crecimiento de la demanda interna, que sustituye, parcialmente, la posible disminución de la menor demanda esperada en la economía norteamericana. Al mismo tiempo, el alto crecimiento de otras economías emergentes, particularmente China, India y Rusia, explican una mayor proporción del crecimiento mundial que hace varios años. Ante el mayor ligamen de las economías latinoamericanas al comercio mundial, las exportaciones a estas economías emergentes también se han visto favorecidas, disminuyendo así la importancia relativa del comercio exterior con Estados Unidos. Por lo tanto, la “Teoría del Desacoplamiento” indica que, ante la eventual menor demanda externa proveniente de Estados Unidos, se espera que esta sea sustituida, en buena parte, por el mayor crecimiento de la demanda interna de las mismas economías Latinoamericanas y por la demanda externa proveniente de otros países emergentes.

² Ver Izquierdo y Talvi (2008).

Factores de Riesgo que persisten en Latinoamérica

A pesar de los aspectos positivos que muestran las economías latinoamericanas, aún persisten riesgos en las mismas. Existen factores, que pueden resaltar más en unos países que otros dentro de la región, que pueden hacer que la “Teoría de Desacoplamiento” no sea tan cierta. Es decir, aún podría ser que la combinación de buenos indicadores macroeconómicos y dinamismo de la demanda interna de los países de la región, junto con el creciente comercio exterior con terceros países, no sean suficientes para evitar que un menor crecimiento de la producción en Estados Unidos tenga un efecto negativo sobre el crecimiento de la región latinoamericana.

Una de las razones más fuertes que justifica la persistencia de un ligamen entre los ciclos económicos mundiales con las variaciones en el crecimiento de los países latinoamericanos, tienen que ver, precisamente, con que buena parte del dinamismo demostrado en los años recientes por la región se explica por el fuerte crecimiento de la economía mundial. Osterholm y Zettelmeyer (2007) demuestran que entre 50 y 60 por ciento de la variación del crecimiento de Latinoamérica está explicado por shocks externos positivos. Esto es, los shocks financieros (movimiento de capitales), los de crecimiento externo (aumento de demanda externa), y los de precios de commodities (hidrocarburos y granos), han contribuido de manera significativa a que la región experimente las tasas de crecimiento elevadas de los últimos años. De estos, los shocks de tipo financiero han sido los más importantes.

Izquierdo, Romero y Talvi (2008) también argumentan que los factores externos juegan un papel muy importante en explicar el crecimiento de América Latina. Incluso, llegan a advertir que la región puede estar viviendo una ola de “optimismo injustificado”. Recomiendan, por lo tanto hacer un análisis más profundo de los efectos de los factores externos sobre las economías, para así no juzgar mal las políticas económicas en épocas de bajo crecimiento, ni dejar de advertir los riesgos que pueden existir en épocas de alto crecimiento.

Estos autores ponen como ejemplo de la necesidad de un mejor análisis, el estudio de la posición fiscal y del peso de la deuda pública en la región latinoamericana. Si bien a primera vista estos indicadores han mejorado para casi todos los países de la región, se debe incorporar elementos de cálculo del balance fiscal estructural, así como del nivel de deuda pública estructural, que tome en cuenta los efectos de los factores externos sobre el crecimiento.³ Haciendo dicho análisis, se puede observar cómo muchos países continúan teniendo una situación fiscal que sigue siendo vulnerable a shocks externos. Esto se da porque buena parte de la mejora en la posición fiscal se ha dado por un aumento significativo en la recaudación tributaria, producto del elevado crecimiento y de los altos precios de commodities.⁴ Producto de dicha mejora en recaudación, los países también han aumentado significativamente su nivel de gasto

³ El concepto “Estructural” en el Balance Fiscal o la Deuda Pública se refiere al nivel que es compatible con la tendencia de crecimiento de la economía en el largo plazo. El cálculo de los niveles “estructurales” se hace a partir del nivel de capacidad de producción de la economía, eliminando los ciclos económicos de corto plazo.

⁴ La recaudación tributaria de muchos países del área depende sustancialmente de las exportaciones de algún Commodity específico, que domina las exportaciones del país.

público. Sin embargo, buena parte de este aumento en los egresos lo han hecho en la forma de gasto corriente, dejando la inversión pública rezagada. Este tipo de estructura de gasto público produce un aumento en la inflexibilidad en las finanzas públicas. En caso de que la recaudación tributaria caiga, producto, por ejemplo, de un menor crecimiento de la economía mundial o de una caída en los precios de los commodities, la posición fiscal se vería seriamente deteriorada.⁵

Otro de los cuestionamientos que se hace a la teoría del “desacoplamiento” tiene que ver con la posibilidad de sostenimiento de los buenos indicadores macroeconómicos en Latinoamérica ante una recesión de Estados Unidos y de los países desarrollados, mucho más larga y fuerte de lo que se ha visto hasta el momento. Ante una caída fuerte del crecimiento de la demanda mundial, se podría ver un baja en los precios de los commodities que tanto han favorecido a la región. Con esto, los superávits de cuenta corriente de muchos de los países latinoamericanos se reducirían, o incluso se convertirían en déficits, poniendo presión sobre el financiamiento de los mismos, y eventualmente, sobre las tasas de interés. Ante ese panorama, el nivel de crecimiento de la región se vería reducido significativamente.

Incluso, ante un panorama pesimista como el mencionado, la situación financiera internacional podría variar de manera sustancial. Por ejemplo, se podría dar el caso de que muchos inversionistas se vieran obligados a vender sus posiciones en Latinoamérica, para cubrir pérdidas que puedan estar teniendo en los mercados financieros de los países más desarrollados.⁶ Esta situación llevaría a una salida de capitales de la región, poniendo presión sobre los tipos de cambio, y eventualmente, sobre la inflación.

Otro caso de reversión de flujos de capital financiero a la región se podría dar en la forma del financiamiento externo de corto plazo. Este puede estar llegando a algunos países de la región en la forma de préstamos de bancos extranjeros (ya sea que vayan dirigidos al sector público o a grandes proyectos de inversión privada), o por medio del endeudamiento de la banca local con préstamos de bancos extranjeros. Un panorama financiero internacional menos optimista puede llevar a que este tipo de financiamiento se detenga, o disminuya significativamente, afectando de manera negativa la disponibilidad de crédito en algunos países de la región. En dicha situación, no sólo se podría ver una disminución en las posibilidades de crecimiento de los países, sino también un debilitamiento de los sistemas financieros.

En ese sentido, pareciera que la teoría del “desacoplamiento” de las economías latinoamericanas de lo que pueda suceder en Estados Unidos puede no ser tan cierta. Como contra argumento, los defensores de dicha teoría dirían que la mejor posición

⁵ Chile es tomado como un ejemplo en el manejo de sus finanzas públicas, al haber incorporado una regla fiscal, mediante la cual se mide el resultado fiscal estructural, tomando en cuenta el nivel de crecimiento estructural de la economía. De esta manera, se evita que el gasto público aumente más allá de lo que el crecimiento de largo plazo de la economía indica que es financiable.

⁶ Este podría ser el caso de grandes bancos o puestos de bolsa que hayan sufrido grandes pérdidas producto de la crisis denominada “sub-prime”.

macroeconómica de Latinoamérica, y su menor dependencia del comercio con el país norteamericano, permitirían a la mayoría de los países a tomar medidas anti-cíclicas para combatir los posibles efectos negativos.⁷ La situación de cada país de la región tiene sus particularidades, que los puede hacer más o menos vulnerables a los riesgos inherentes de los ciclos económicos mundiales. Por lo tanto, para determinar el grado de “desacoplamiento” de cada uno de los países latinoamericanos, amerita un análisis más profundo de cada uno de ellos.

Posibles Efectos sobre Costa Rica

A primera vista, surgen dos diferencias importantes entre las características de la economía costarricense con respecto a las economías de Latinoamérica analizadas por Izquierdo y Talvi (2008). Por un lado, con excepción de México, Costa Rica está mucho más ligada a Estados Unidos que los demás países suramericanos, a través de un fuerte vínculo de sus exportaciones, importaciones, venta de turismo e inversión extranjera directa.⁸ Por otro lado, la economía costarricense, por ser mucho más pequeña que las demás, muestra un nivel de apertura comercial mucho mayor y, por ende, una mayor integración, no sólo a la economía de Estados Unidos, sino también a la economía mundial.⁹

Dados estos hechos, es de esperar que el efecto de un menor crecimiento de la economía de Estados Unidos sobre el sector real de la economía de costarricenses sea significativo. Esto se daría a través de un menor crecimiento de las exportaciones, las cuales se enfrentaría a una menor demanda externa. Aunque se pueda argumentar que buena parte del dinamismo mundial se debe al crecimiento de economías emergentes, como China, India, Rusia o Brasil, el ligamen de las exportaciones costarricenses a Estados Unidos es suficientemente fuerte como para negar que vayan a ser afectadas. Además, el ligamen de la economía costarricense con las economías asiáticas y su crecimiento es actualmente débil.

Pero, además, el “boom” de exportación de commodities que ha experimentado Latinoamérica, que los ha llevado a tener muy buenos niveles de crecimiento y una mayor estabilidad económica, no ha sido tan beneficioso para los países de Centroamérica. El alza de precios del petróleo, de los “aceros” y de los granos, ha permitido un repunte significativo en los términos de intercambio para la mayoría de los países latinoamericanos, que los ha llevado a tener un superávit en la cuenta corriente externa. Al contrario, los países centroamericanos más bien se han visto perjudicados por dichas alzas de precios, teniendo un efecto negativo sobre sus términos de intercambio y, consecuentemente, sobre el resultado de sus balances externos (Ver Gráfico 1). En ese sentido, Costa Rica y Centroamérica, no se encuentran en tan buen

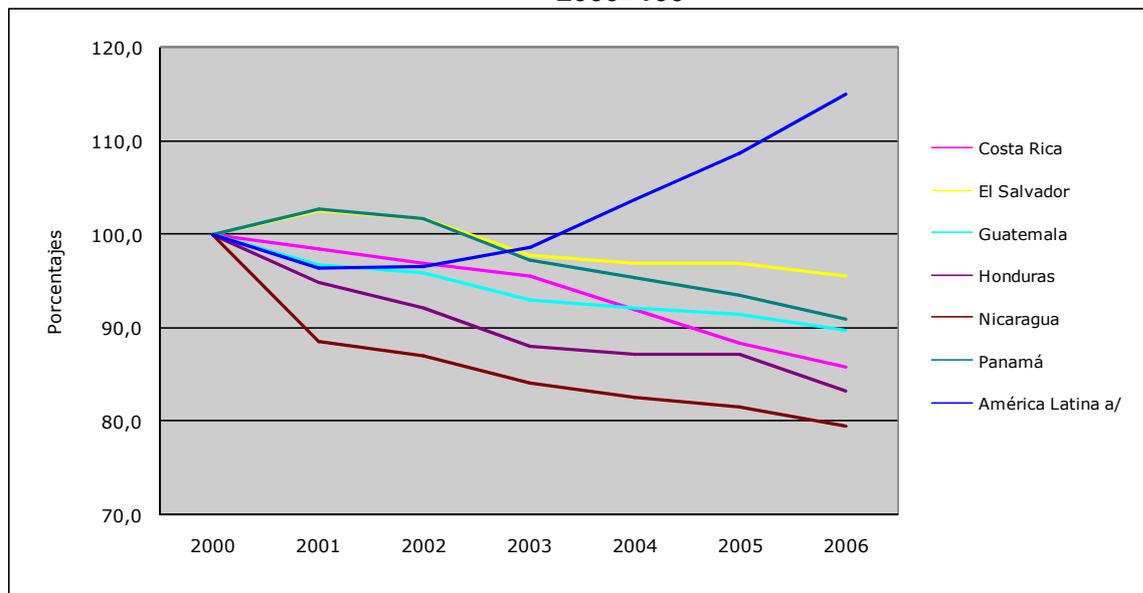
⁷ Una de las maneras en que se podría enfrentar una disminución en la recaudación tributaria, por ejemplo, sería aumentando el nivel de endeudamiento público, que de todos modos se encuentra en un nivel relativamente bajo.

⁸ En todos estos rubros, la participación de los Estados Unidos se encuentra cerca, o supera, el 50 por ciento del total.

⁹ La suma de exportaciones más importaciones, como relación del PIB, es cercana al 100 por ciento para Costa Rica.

nivel inicial de indicadores macroeconómicos como el resto de Latinoamérica para enfrentar la desaceleración de la economía de Estados Unidos.

Gráfico 1
América Latina y países de América Central: Términos de Intercambio. Porcentajes, 2000=100



a/ Argentina, Bolivia, Brasil, Chile, Colombia, Costa Rica, Ecuador, El Salvador, Guatemala, Haití, Honduras, México, Nicaragua, Panamá, Paraguay, Perú, República Bolivariana de Venezuela, República Dominicana y Uruguay.
Fuente: Cepal.

Uno de los efectos negativos que podría tener sobre la región la desaceleración del crecimiento de Estados Unidos está ligado a las remesas de los inmigrantes. Si bien para Costa Rica las remesas no son una fuente importante de divisas, si lo son para uno de sus principales socios comerciales, los países centroamericanos. Dado que una buena parte de los inmigrantes centroamericanos están ligados al sector construcción en Estados Unidos, y que este es uno de los sectores directamente afectados por la crisis hipotecaria, es de esperar que el crecimiento de la producción de los países de Centroamérica, y por ende su demanda, disminuyan de manera significativa. Las exportaciones de Costa Rica al área, por lo tanto, se podrían ver afectadas.

En el caso de la Inversión Extranjera Directa que ingresa al país, se podría pensar también que se vería afectada por el menor dinamismo en la economía mundial. En este aspecto sí pueden existir razones para no ser tan pesimista. Por un lado, aunque se reconozca que la desaceleración de la economía de Estados Unidos, que sigue siendo la más grande del mundo, afectará negativamente el crecimiento mundial, existen otros países cuya demanda interna viene impulsando al resto del mundo, como son el caso de China, India, Rusia y Brasil, lo que da sustento a la teoría del “desacoplamiento”. Esto puede llevar a que la crisis mundial que muchos han vaticinado pudiera ser más corta y menos profunda de lo previsto. Por otro lado, si bien la demanda externa tenderá a crecer menos en el plazo inmediato, una recesión corta y poco profunda podría llevar a que muchas empresas no decidan postergar o desechar

sus decisiones de instalar sus operaciones en países emergentes. Las decisiones de inversión extranjera tienden a ser de largo plazo, afectadas únicamente de manera marginal por los vaivenes de los ciclos económicos. Ahora bien, en el tanto el ligamen de Costa Rica con Estados Unidos sigue siendo muy fuerte, se podría esperar algún efecto negativo, siendo dicha economía la que está experimentando el mayor grado de desaceleración de su crecimiento en producción.

Existe, además, el riesgo de una disminución en la inversión que se ha venido dando en el sector inmobiliario, el cual constituye uno de los principales impulsores del dinamismo de la economía costarricense de los últimos dos años. Dado que el reciente ciclo de menor crecimiento de la economía norteamericana empieza con una crisis hipotecaria, se podría esperar que las inversiones ligadas a los bienes y raíces se contraigan fuertemente. Sin embargo, existe la posibilidad de que una porción importante de las inversiones inmobiliarias en el país no se vean afectadas por la contracción de la economía estadounidense, por pertenecer al mercado de más altos ingresos. Los inversionistas de esta categoría, por lo general, no requieren de crédito, por lo que no se verían afectados por las restricciones de liquidez en el sistema financiero. Con todo, es de esperar que el resultado neto en el sector inmobiliario costarricense sea el de un menor crecimiento, en el mejor de los casos, o de una contracción, aunque esta no sea tan grande como la que se viene dando en Estados Unidos. El efecto sobre la economía real costarricense sería la de un menor crecimiento en el sector construcción.

Ante la crisis hipotecaria experimentada en Estados Unidos, otros posibles efectos sobre la economía costarricense se podrían dar a través del sector financiero. En otras ocasiones en que los mercados financieros internacionales han entrado en crisis, el premio de la deuda de países latinoamericanos ha aumentado, reflejando el mayor riesgo que se daba en estas economías, sumamente vulnerables a las crisis mundiales. En esta ocasión, ante el aparente “desacoplamiento”, dicho premio no ha tendido al alza, sino más bien a la baja. Los flujos financieros han seguido ingresando a la mayoría de los países de la región. Sin embargo, se puede dar un posible efecto de una crisis mundial más prolongada a través de una caída en el financiamiento que otorga la banca internacional a la banca local. Particularmente, para Costa Rica, una parte del elevado crecimiento del crédito del 2007 se puede explicar por el endeudamiento de algunos bancos privados locales a través de sus casas matrices en el extranjero.¹⁰ Si algunos de estos bancos transnacionales se vieran afectados a nivel mundial por la escasez de liquidez, el flujo de préstamos a su banco en Costa Rica se vería mermado.¹¹

El sistema financiero, además del riesgo que puede generar un menor flujo de financiamiento externo, que lo lleve a hacer ajustes importantes, presenta otras vulnerabilidades ante la situación externa. Por un lado, un continuado aumento de los precios del petróleo y de los alimentos pueden llevar a que el déficit de Cuenta Corriente se eleve fuertemente. Si, al mismo tiempo se da una merma en las fuentes

¹⁰ Ver Mesalles (2008).

¹¹ Ver Mesalles (2008), en el que se argumenta que una buena parte del crecimiento del crédito de los bancos privados durante el 2007 está explicado por préstamos recibidos del exterior.

de financiamiento de la cuenta de capitales, la tendencia de revaluación del colón que se había venido dando en los últimos 18 meses se revertiría.¹² Ante un sistema financiero altamente dolarizado, que además ha experimentado un alto crecimiento de crédito durante el año anterior, las posibilidades de observar un fuerte aumento en las tasas de morosidad son muy altas.

Por otro lado, existe la posibilidad de que los efectos recesivos sobre la economía norteamericana no sean tan grandes y prolongados como algunos han vaticinado, pero que se empiecen a dar señales de aumentos en los precios en Estados Unidos y otras partes del mundo, más allá de lo deseado por las autoridades monetarias. En ese caso, se podría ver un aumento en las tasas de interés internacionales, que se reflejarían inmediatamente en Costa Rica. Si esto se da en concordancia con lo mencionado en el párrafo anterior (devaluación del colón), se podría ver un aumento significativo en las tasas de interés en colones, que llevaría a muchos deudores a problemas de pago. Las consecuencias sobre la calidad de las carteras de las instituciones financieras serían sumamente negativas.

La combinación de factores negativos que se podría dar sobre la economía costarricense, en un escenario pesimista, resultaría en un menor crecimiento económico, con devaluación de la moneda local y tasas de interés al alza. El efecto negativo que esto tendría sobre las finanzas públicas podría complicar aún más el caso. Ante el menor crecimiento, la recaudación caería, y las tasas de interés más elevadas implicarían mayor gasto. Dado que el gasto corriente tiende a ser muy inflexible a la baja en Costa Rica (al igual que en casi todo Latinoamérica), esta situación llevaría a un aumento en el déficit fiscal, a una disminución drástica en el nivel de inversión pública, o una combinación de ambas.

En conclusión, se puede decir que para Costa Rica la teoría del “desacoplamiento” parece no ser aplicable. El ligamen de la economía costarricense con la de Estados Unidos sigue siendo suficientemente fuerte como para no esperar que se den efectos negativos ante una desaceleración de la economía norteamericana. Ante un menor crecimiento de los ingresos en el país del norte, se podría esperar que las exportaciones, la entrada de inversión extranjera, directa e inmobiliaria, así como el flujo de capital financiero que ingresan a Costa Rica, sean afectados negativamente.

¹² De hecho, durante Mayo 2008 se experimentó una devaluación del colón.

Referencias

Österholm, Pär and Jeromin Zettelmeyer (2007). “*The Effect of External Conditions on Growth in Latin America*”. International Monetary Fund, IMF Working Paper, WP/07/176.

Izquierdo, Alejandro, Randall Romero y Ernesto Talvi (2008). “*Booms and Busts in Latin America: The Role of External Factors*”. Inter-American Development Bank, Research Department, Working Paper #631.

Izquierdo, Alejandro y Ernesto Talvi (2008). “*All that glitters may not be Gold: Assessing Latin America’s Recent Macroeconomic Performance*”. Washington, D.C.: Inter-American Development Bank.

IMF-WEO (2008). “*World Economic Outlook: Housing and the Business Cycle*”. International Monetary Fund.

Mesalles, Luis (2008). “*Análisis de la evolución del crédito en costa rica durante el 2007, y sus implicaciones sobre la economía*”. Informe preliminar preparado para el Estado de la Nación.