

Estudios económicos y financieros

Perspectivas económicas

Las Américas

Restableciendo flexibilidad y fortaleza



ABR **12**

©2012 Fondo Monetario Internacional

Cataloging-in-Publication Data

Perspectivas económicas. Las Américas. – Washington, D.C.: Fondo Monetario Internacional, 2006–

v. ; cm. — (Estudios económicos y financieros, 0258-7440)

Spanish translation of: Regional economic outlook: Western Hemisphere: Rebuilding Strength and Flexibility

Once a year.

Began in 2006.

Some issues have thematic titles.

1. Economic forecasting – North America – Periodicals. 2. Economic forecasting – Latin America – Periodicals. 3. Economic forecasting – Caribbean Area – Periodicals. 4. North America – Economic conditions – Periodicals. 5. Latin America – Economic conditions – 1982- – Periodicals. 6. Caribbean Area – Economic conditions – Periodicals. 7. Economic development – North America – Periodicals. 8. Economic development – Latin America. 9. Economic development – Caribbean Area. I. Title: Western Hemisphere. II. International Monetary Fund. III. Series: World economic and financial surveys.

HC94.A1 R445

ISBN 978-1-61635-384-1

Pueden solicitarse ejemplares por Internet, fax o correo ordinario a:

International Monetary Fund Publication Services

PO Box 92780, Washington, D.C. 20090, EE.UU.

Tel.: (202) 623-7430 Fax: (202) 623-7201

Correo electrónico: publications@imf.org

www.imf.org

www.elibrary.imf.org

Índice

Prefacio	v
Resumen ejecutivo	vii
1. El mundo, Estados Unidos y Canadá: Perspectivas y desafíos	1
1.1 Contexto global: ¿Está amainando la tormenta?	1
1.2 Estados Unidos: Una recuperación más fuerte, pero aún lenta	3
1.3 Canadá: Rebalanceando el crecimiento mientras se disipa el estímulo fiscal	7
1.4 Implicaciones para América Latina y el Caribe	8
2. Perspectivas y desafíos para América Latina y el Caribe	15
2.1 Panorama general	15
2.2 Economías financieramente integradas de América del Sur: Encontrando un equilibrio de política en un entorno estimulante y volátil	19
2.3 Países de América del Sur exportadores de materias primas con menor integración financiera: ¿Es ésta la gesta de otro ciclo de auge y caída?	25
2.4 México y América Central: Enfrentando una lenta recuperación en Estados Unidos	27
2.5 El Caribe: Saneando los balances mientras siguen soplando vientos en contra	30
3. Shocks financieros globales y su efecto sobre el producto de América Latina	43
4. La influencia de los vecinos grandes en América Latina	51
5. Prestando atención al mercado de vivienda en América Latina	57
Referencias	65
Publicaciones recientes del Departamento del Hemisferio Occidental	68
Recuadros	
1.1 Estados Unidos: ¿Comienza a recuperarse el mercado de trabajo?	11
1.2 Estados Unidos: Exposición financiera a Europa	13
2.1 La exposición a los bancos extranjeros y el riesgo de desapalancamiento en América Latina y el Caribe	33
2.2 La importancia de los márgenes de maniobra fiscal: Escenarios adversos de deuda pública para economías financieramente integradas de América Latina	35
2.3 ¿Pueden las políticas macroeconómicas mitigar los efectos del ciclo de auge y caída de los precios de las materias primas?	37
2.4 Competitividad en los países del Caribe intensivos en turismo	38

INDICE

3.1 Los fundamentos macroeconómicos y las presiones de balanza de pagos	49
4.1 ¿Perjudican a los socios comerciales las depreciaciones del tipo de cambio de Brasil?	56
5.1 La crisis hipotecaria de fines de los años noventa en Colombia: Un caso para no repetir	64

Cuadros

2.1 Medidas macroprudenciales y de manejo de flujos de capital en América Latina	24
2.2 Hemisferio Occidental: Indicadores económicos y sociales, 2001–11	39
2.3 Hemisferio Occidental: Principales indicadores económicos: Abril de 2012	40
2.4 Hemisferio Occidental: Principales indicadores fiscales: Abril de 2012	41
5.1 Disponibilidad de indicadores seleccionados para los sectores financiero y de vivienda	63

Prefacio

La edición de abril de 2012 de *Perspectivas económicas: Las Américas* fue preparada por un equipo dirigido por Luis Cubeddu y Charles Kramer, bajo la dirección general de Nicolás Eyzaguirre y la supervisión de Miguel Savastano. El equipo estuvo integrado por Gustavo Adler, Sebastián Sosa, Camilo E. Tovar y Evridiki Tsounta. Además, Eric Le Borgne, Paulo Medas y Martin Sommer contribuyeron al capítulo 1; Alexandra Peter contribuyó al capítulo 2; y Francesco Columba, Kevin Greenidge, Geoff Keim, Ruy Lama, Juan Pablo Medina, Garth Nicholls y José Daniel Rodríguez-Delgado aportaron recuadros. Bennett Sutton, Alejandro Carrión, Andresa Lagerborg y Anayochukwu Osueke brindaron una excelente asistencia en la investigación. Patricia Delgado Pino y Luke Lee colaboraron en la producción; Joe Procopio, del Departamento de Relaciones Externas, editó el manuscrito y coordinó la producción. La traducción al español fue coordinada por María González Miranda, con la colaboración de la Sección de Español y Portugués del Departamento de Tecnología y Servicios Generales. Este informe refleja la evolución de los acontecimientos hasta el 16 de abril de 2012.

Resumen ejecutivo

El entorno económico global se está estabilizando, pero permanece débil. Noticias positivas en el ámbito económico para Estados Unidos y las medidas de política adoptadas en Europa en meses recientes han aliviado las tensiones del mercado. No obstante, se prevé que las tensiones que aún persisten y la desaceleración en Europa frenen la actividad mundial en el período venidero. Por otra parte, en los mercados emergentes el crecimiento sigue siendo robusto, y la mayoría de las economías están operando cerca de su potencial. En general, se prevé que el producto mundial crezca a un ritmo de alrededor de 3¼ por ciento en 2012, lo que representa una reducción de alrededor de ½ por ciento con respecto a los pronósticos del FMI presentados en septiembre.

Los riesgos a la baja continúan dominando el panorama. A corto plazo, un nuevo brote de tensión financiera en la zona del euro podría acelerar el desapalancamiento de los bancos, crear perturbaciones en los mercados y frenar la actividad, tanto en Europa como en otras regiones. Además, las tensiones geopolíticas en Medio Oriente podrían empujar al alza los precios del petróleo, debilitando la demanda global y reduciendo los precios de las materias primas no petroleras. A mediano plazo, los persistentes desequilibrios fiscales en Estados Unidos y Japón, si no se corrigen, podrían desestabilizar los mercados financieros, mientras que un aterrizaje brusco en China podría desacelerar el crecimiento mundial y provocar un desplome de los precios de las materias primas.

A pesar de la mayor volatilidad, las condiciones externas siguen ofreciendo estímulo en gran parte de América Latina, y es probable que persistan durante algún tiempo. Las políticas monetarias de los países avanzados se mantendrían laxas durante un período prolongado, dados el escaso dinamismo del crecimiento, el alto nivel de desempleo y la carga fiscal, lo que implica, a su vez, que el financiamiento externo para la región continuaría siendo abundante y barato. Por otra parte, los precios de las materias primas se verán respaldados por la demanda sostenida de las economías emergentes de Asia, con lo cual los términos de intercambio de los países de América del Sur exportadores de materias primas seguirán siendo propicios. No obstante, la situación será menos favorable para América Central y el Caribe, donde la demanda externa está más estrechamente vinculada a las economías avanzadas. Los países con vínculos financieros con Europa deberán mantenerse atentos. Sin embargo, los efectos de derrame se verán mitigados por el hecho de que la mayoría de las subsidiarias de bancos europeos que operan en la región se mantienen bien capitalizadas y se financian con depósitos domésticos.

En gran parte de la región el crecimiento se mantiene robusto, aunque se está moderando como resultado de políticas más restrictivas aplicadas con anterioridad, de la finalización del repunte posterior a la crisis y de las incertidumbres globales. En este contexto, el objetivo para muchos países sigue siendo recomponer el margen de maniobra de las políticas.

- Los países exportadores de materias primas que están financieramente integrados a los mercados internacionales deberían aprovechar las condiciones externas favorables —que

se espera persistirán por algún tiempo, aunque no para siempre— para seguir reduciendo la deuda pública, a fin de lograr mayor flexibilidad en la aplicación de la política monetaria y preservar la credibilidad fiscal ganada con tanto esfuerzo. Los bancos centrales deberían permanecer atentos a la situación de liquidez en los mercados cambiarios e interbancarios, que podrían verse afectados por nuevos brotes de tensión financiera mundial. Por otra parte, deberían mantenerse tipos de cambio flexibles para amortiguar los shocks externos, en tanto que los excesos financieros podrán abordarse mediante políticas macroprudenciales.

- Varios países exportadores de materias primas deberían dejar de aplicar políticas procíclicas, que están exacerbando las presiones de sobrecalentamiento, erosionando los márgenes de maniobra existentes y debilitando la balanza de pagos.
- Los países de América Central, que están operando cerca de su potencial y cuya relación deuda/PIB se mantiene por encima de los niveles previos a la crisis, deberían redoblar sus esfuerzos para consolidar los balances fiscales, fortaleciendo al mismo tiempo los marcos monetarios y prudenciales.
- Muchos países del Caribe tendrán que seguir centrando la atención en reducir los excesos fiscales y subsanar las fragilidades financieras, dada la amenaza que representan para la estabilidad.

En esta edición de *Perspectivas económicas: Las Américas* se presentan tres notas analíticas breves sobre los efectos de los shocks financieros globales, los efectos de derrame de las economías más grandes de la región, y la dinámica del crédito y del sector inmobiliario. Las principales conclusiones son las siguientes:

- La sostenibilidad externa y la flexibilidad del tipo de cambio desempeñan un papel clave para mitigar los efectos adversos de los shocks financieros globales en la actividad económica de los mercados emergentes. En América Latina, la mejora de los fundamentos económicos ha contribuido a que las economías sean menos sensibles a estos shocks externos en los últimos años.
- Brasil genera efectos de derrame significativos para algunos, pero no todos, sus vecinos de América del Sur. Estos efectos se canalizan a través de la transmisión de shocks específicos de Brasil, y también cuando Brasil amplifica los shocks globales. En cambio, las vinculaciones comerciales de América Central con México son muy débiles.
- El rápido crecimiento del crédito hipotecario no parece plantear riesgos inminentes para la estabilidad en la región. Sin embargo, las limitaciones de datos restringen la evaluación de estos riesgos. Por lo tanto, es necesario subsanar lo antes posible las carencias de información y reforzar la supervisión del sector de la vivienda.

1. El mundo, Estados Unidos y Canadá: Perspectivas y desafíos

Tras desacelerarse en el segundo semestre de 2011, el crecimiento global se está estabilizando. Las medidas de política adoptadas en Europa y una recuperación más fuerte de lo previsto en Estados Unidos han aliviado las tensiones del mercado y reavivado los flujos de capitales hacia las economías emergentes, aunque la situación permanece volátil. Los riesgos a la baja siguen dominando las perspectivas, dado que en muchas economías avanzadas los balances de los sectores público y financiero permanecen frágiles. Sin embargo, el contexto global que conforma nuestro escenario base —condiciones de financiamiento favorables y altos precios para las materias primas— sigue dando estímulo a gran parte de América Latina.

Contexto global: ¿Está amainando la tormenta?

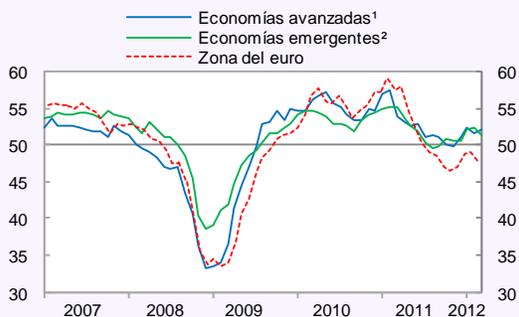
El crecimiento global se desaceleró durante el segundo semestre de 2011, ante la incertidumbre acerca de la fortaleza de la recuperación de Estados Unidos y la capacidad para contener la escalada de la crisis en Europa. Los diferenciales de riesgo bancarios y soberanos de Europa alcanzaron niveles máximos históricos, lo que llevó a los bancos a restringir el crédito y a los países a acelerar sus planes de consolidación fiscal. El aumento de la aversión global al riesgo moderó los flujos de capitales hacia las economías emergentes, al tiempo que los temores de una fuerte desaceleración de las economías emergentes de Asia empujaron levemente a la baja los precios de las materias primas.

Desde fines de 2011, mejores datos que los esperados sobre la economía de Estados Unidos, así como la adopción de enérgicas medidas de política en Europa (especialmente las operaciones de

Nota: Preparado por Gustavo Adler, Luis Cubeddu, Eric Le Borgne y Paulo Medas, con la colaboración de Francesco Colomba y Martín Sommer. Alejandro Carrión prestó una excelente asistencia.

Gráfico 1.1. La actividad global se ha estabilizado tras una fuerte desaceleración en la segunda mitad de 2011. En 2012, el crecimiento global se moderará, al igual que el precio de las materias primas, que se mantendrá a niveles altos.

Índice de Pedidos Manufactureros (PMI)
(Valores superiores a 50 denotan expansión)

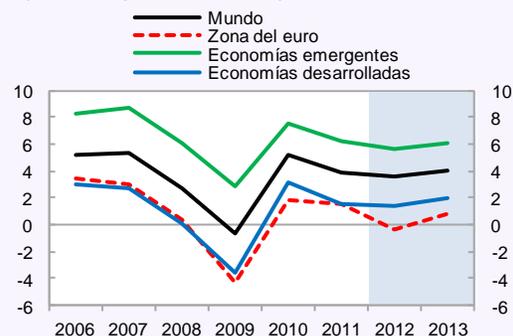


Fuentes: Markit y Haver Analytics.

¹ Promedio de Estados Unidos, Japón y el Reino Unido.

² Promedio de Brasil, India, Rusia, Turquía y Sudáfrica.

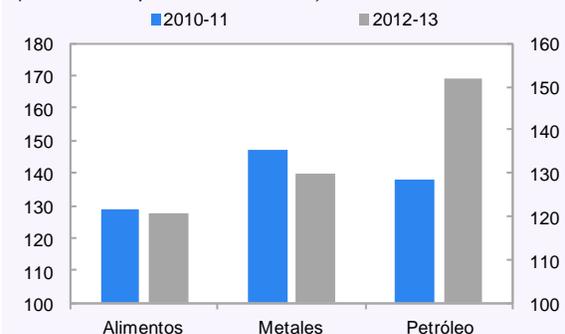
Crecimiento del PIB real mundial
(Variación porcentual anual)



Fuente: FMI, *Perspectivas de la economía mundial*.

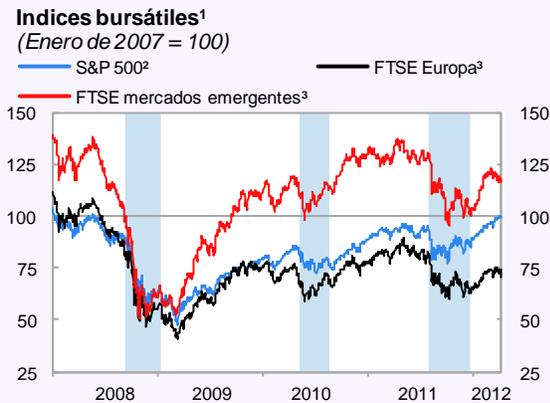
Precios de las materias primas: Perspectivas de corto plazo

(Índice, 100=promedio 2003–11)



Fuentes: FMI, *Perspectivas de la economía mundial*; y cálculos del personal técnico del FMI.

Gráfico 1.2. Los mercados financieros globales se han recuperado, y las entradas de capital hacia economías emergentes se han fortalecido desde fines de 2011. Los episodios de volatilidad probablemente continuarán surgiendo.



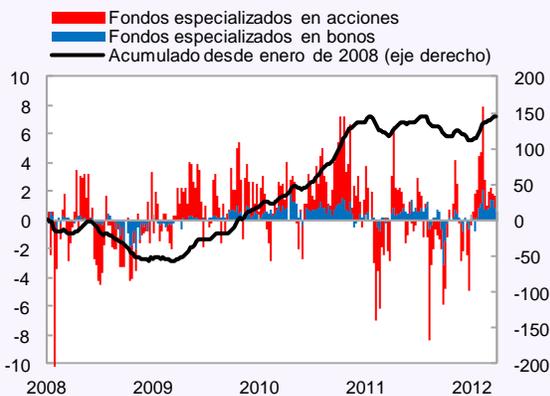
Fuente: Haver Analytics.

¹ Las franjas sombreadas denotan períodos de tensión del VIX.

² S&P = Standard and Poor's.

³ FTSE = Índice de la Bolsa de Londres.

Flujo de fondos hacia economías emergentes
(Miles de millones de dólares de EE.UU.)



Fuentes: *Emerging Portfolio Fund Research*; Haver Analytics; y cálculos del personal técnico del FMI.

Aversión global al riesgo: VIX y rendimiento de bonos soberanos¹



Fuentes: Bloomberg, L.P.; y cálculos del personal técnico del FMI.

¹ Las franjas sombreadas denotan períodos de tensión del VIX (Índice de volatilidad del Mercado de Opciones de Chicago).

² Promedio simple.

financiamiento a largo plazo del Banco Central Europeo, conocidas como LTROs por sus siglas en inglés), han contribuido a modificar la actitud de los mercados. La mayoría de los diferenciales de riesgo soberano de Europa han bajado, los precios de las acciones han repuntado y el flujo de capitales hacia las economías emergentes ha aumentado, aunque la situación sigue siendo volátil. Los precios de las materias primas se han recuperado, particularmente en el caso del petróleo, que hoy está cerca de sus máximos históricos en un marco de crecientes tensiones en Medio Oriente. Los precios de los metales y los alimentos también están muy por encima de sus promedios históricos.

En este contexto, se prevé que el ritmo del crecimiento global caiga al 3½ por ciento en 2012, aunque volverá al 4 por ciento el año siguiente. Las revisiones a la baja de los pronósticos globales (½ por ciento en relación con las expuestas en la edición de septiembre de 2011 de *Perspectivas de la economía mundial* [FMI, 2011d]) reflejan principalmente el efecto de los problemas que aún persisten en Europa¹. La expansión global seguirá siendo dispar, liderada por los países emergentes y en desarrollo.

Se proyecta que las economías avanzadas crezcan alrededor del 1¼ por ciento en 2012, luego de hacerlo a una tasa de 1½ por ciento en 2011, ya que la debilidad de las hojas de balance soberanas, financieras y de los hogares seguirá restringiendo el crecimiento. Se prevé que Europa registre una leve recesión, dados el freno generado por la consolidación fiscal y el desapalancamiento continuado de los bancos. Se proyecta que el crecimiento de Estados Unidos se afiance a algo más del 2 por ciento anual durante 2012–13, gracias a una mejora sostenida en el mercado laboral y a la recuperación gradual del sector inmobiliario.

Para las economías emergentes en su conjunto se proyecta una expansión de 5½ a 6 por ciento durante

¹ Pese a las recientes medidas de política, se proyecta que el desapalancamiento de los bancos y la consolidación fiscal en la zona del euro (especialmente en la periferia) serán mayores que lo previsto en el otoño pasado.

los próximos dos años, impulsada por un crecimiento robusto, aunque algo más lento, en los países emergentes de Asia. A no ser que surjan nuevas turbulencias, se prevé que los efectos indirectos negativos de la recesión en la zona del euro serán pequeños (excepto en Europa oriental), compensados en parte por la aplicación de políticas más laxas en algunos países. En las economías emergentes de Asia, el crecimiento estará impulsado cada vez más por la demanda doméstica, y el superávit en cuenta corriente será moderado. Dado que la mayoría de las economías emergentes están funcionando casi a plena capacidad, el margen para aplicar políticas más laxas si no se produce ningún shock será limitado, por lo que las políticas deberán orientarse a evitar un sobrecalentamiento y la acumulación de excesos financieros.

Se proyecta que los precios de las materias primas se mantengan altos durante 2012–13 y que los precios de la energía superen los niveles de 2010–11 debido a las tensiones geopolíticas y a restricciones de la oferta. Aunque algo por debajo de los máximos anteriores, debido al incremento de la oferta y una demanda más moderada en Asia, los precios de los metales y los alimentos permanecerán en niveles que estimularán la actividad económica en los países exportadores de materias primas.

Aunque los riesgos para las perspectivas a corto plazo se atenuaron un poco en el primer trimestre de 2012, siguen inclinándose a la baja. La situación en Europa continúa siendo frágil y nuevos shocks de confianza podrían reavivar la preocupación de los inversionistas y acelerar el desapalancamiento de los bancos con impactos adversos en la actividad real de Europa y otras regiones. Además, las crecientes tensiones en Medio Oriente podrían desencadenar un aumento repentino y prolongado de los precios del petróleo, afectando al crecimiento global y a los precios de los metales y los alimentos².

También es probable que los riesgos a la baja sean significativos a mediano plazo. Las demoras en

sancionar planes integrales de consolidación fiscal en Estados Unidos (y otras economías avanzadas) podrían, con el tiempo, elevar las tasas de interés en ese país y el costo de financiamiento a nivel global. Por otra parte, las dificultades para reorientar la demanda de la inversión hacia el consumo en China podrían generar un ciclo de sobreinversión con un impacto adverso en su crecimiento real y potencial. Un crecimiento más débil en Asia haría bajar los precios de las materias primas, asestando un golpe a los países exportadores de materias primas.

En general, un proceso prolongado de saneamiento de las hojas de balance en las economías avanzadas, aunque necesario, probablemente frenará el crecimiento por un largo período. Dada la considerable capacidad económica ociosa, en estas economías podría mantenerse una política monetaria laxa durante algún tiempo, generando condiciones de financiamiento favorables en los mercados internacionales. La consolidación fiscal seguirá restringiendo el crecimiento de la demanda en las economías avanzadas; al mismo tiempo, de no surgir nuevos shocks, la solidez de los fundamentos económicos y de las hojas de balance será el soporte de un robusto crecimiento en las economías emergentes, manteniendo altos los precios de las materias primas.

Estados Unidos: Una recuperación más fuerte, pero aún lenta

Luego de un primer semestre de escaso dinamismo, el crecimiento de Estados Unidos se aceleró en los últimos dos trimestres de 2011, expandiéndose a un ritmo de 2,4 por ciento (tasa anual desestacionalizada) a medida que dejaba de sentirse el impacto del terremoto de Japón, se recomponían los inventarios y se moderaban los precios del petróleo. Desde entonces han aparecido nuevos signos de mejoría. El consumo privado se mantiene firme, a medida que la recuperación sostenida del empleo eleva los ingresos, y que una mayor disposición a asumir riesgos y un nivel robusto de utilidades refuerzan el patrimonio bursátil de los hogares. Después de sufrir una drástica contracción

² Estos escenarios a la baja se analizan en detalle en la edición de abril de 2012 de *Perspectivas de la economía mundial* y en el capítulo 2 de este Reporte.

durante la crisis, la inversión en inmuebles residenciales está contribuyendo al crecimiento. Al mismo tiempo, por primera vez desde 2008, el impulso fiscal fue negativo en 2011, debido a un alto nivel de ingresos públicos y a erogaciones menores de lo esperado generadas por las demoras del Congreso en aprobar las asignaciones presupuestarias.

Los mercados laboral e inmobiliario se están recuperando, dejando atrás sus niveles deprimidos. Dado un proceso de creación de empleo relativamente robusto desde el segundo semestre de 2011, la tasa de desempleo cayó al 8,2 por ciento en marzo de 2012. Sin embargo, el desempleo de larga duración se mantiene elevado, y hay preocupación ante la posibilidad de que la tasa natural de desempleo esté aumentando (recuadro 1.1). La actividad en el sector de la construcción y las ventas de viviendas se han expandido notablemente —si bien a partir de un nivel bajo— pero la situación general del mercado inmobiliario sigue siendo endeble: el elevado número de ejecuciones hipotecarias y un amplio inventario latente siguen deprimiendo el precio de las viviendas. A pesar de que las tasas hipotecarias se sitúan en mínimos históricos y el índice de asequibilidad se encuentra en niveles récord, la demanda de inmuebles está frenada por los rigurosos criterios de concesión de préstamos, el alto nivel de pasivos que todavía enfrentan los hogares y el moderado nivel de los ingresos.

El crédito está reavivándose —excepto en el caso de aquel dirigido a la vivienda— a medida que los bancos comienzan a flexibilizar las condiciones y costo del crédito, con respecto a los exigentes niveles anteriores. La preocupación sobre la vulnerabilidad de los bancos ha disminuido en respuesta a las medidas adoptadas en Europa y a la menor exposición de los bancos estadounidenses a la zona del euro (recuadro 1.2). Además, los riesgos

Gráfico 1.3. El crecimiento de Estados Unidos se ha fortalecido, pero la debilidad del sector inmobiliario sigue frenando la recuperación.

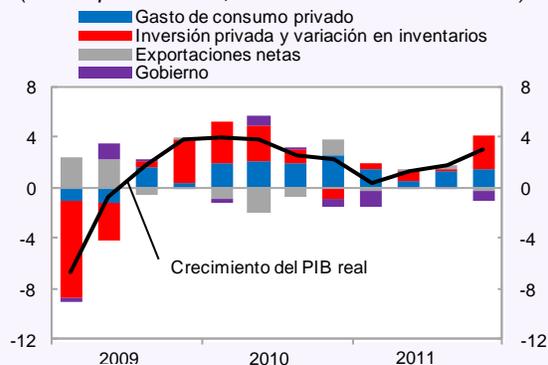
Estados Unidos: Indicadores clave

	2010	2011	Proy.	
			2012	2013
(Porcentaje)				
Crecimiento del PIB real	3.0	1.7	2.1	2.4
Inflación, fin del período	1.7	3.0	1.9	1.9
Tasa de desempleo	9.6	9.0	8.2	7.9
(Porcentaje del ingreso disponible)				
Tasa de ahorro privado	5.3	4.7	4.6	4.3
(Porcentaje del PIB)				
Balance en cuenta corriente	-3.2	-3.1	-3.3	-3.1
Balance fiscal primario	-8.5	-7.3	-6.1	-4.4

Fuentes: FMI, *Perspectivas de la economía mundial*, y cálculos del personal técnico del FMI.

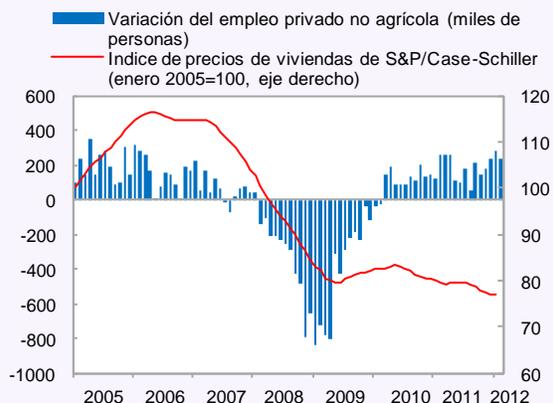
Estados Unidos: Contribuciones al crecimiento del PIB real

(Puntos porcentuales, tasa anual desestacionalizada)



Fuentes: Haver Analytics; y cálculos del personal técnico del FMI.

Estados Unidos: Indicadores de empleo y vivienda



Fuentes: Haver Analytics; y cálculos del personal técnico del FMI.

jurídicos se han reducido³, y 18 de los 19 mayores bancos de Estados Unidos tuvieron un buen desempeño en el riguroso escenario de las pruebas de resistencia (“stress tests”) realizadas en 2012 por la Reserva Federal de Estados Unidos.

Como resultado de la baja inflación subyacente, las expectativas de una inflación estable a largo plazo y la debilidad de la recuperación, la Reserva Federal de Estados Unidos mantuvo una política monetaria laxa, empleando para ello una combinación de medidas convencionales y no convencionales orientadas a reducir las tasas de interés a largo plazo. Especialmente, en enero de 2012 prorrogó por 18 meses su anterior compromiso condicional de mantener extraordinariamente bajas las tasas de interés (compromiso que se ha extendido hasta mediados de 2014), y por primera vez reveló cuáles eran las tasas de los fondos federales proyectadas por los miembros de su comité monetario. Esta medida fue adoptada luego del Programa de Prórroga de Vencimientos (“Operación Twist”) de septiembre de 2011, dirigido a alargar el plazo de vencimiento de sus tenencias de activos⁴. La operación en curso ha contribuido a mantener bajas las tasas de interés a largo plazo.

Como se señaló, la política fiscal pasó a ser contractiva en 2011. En 2012, se proyecta que el balance estructural primario mejore en otro 1 por ciento del PIB —un ritmo apropiado, dada la lentitud de la recuperación. No obstante, el déficit

³ En febrero de 2012 se alcanzó un acuerdo de conciliación entre el gobierno federal, los gobiernos estatales y cinco instituciones financieras acusadas de abuso en la tramitación de las ejecuciones hipotecarias y los servicios hipotecarios complementarios. El acuerdo prevé que se destinarán hasta US\$25.000 millones a aliviar la deuda de los prestatarios en dificultades, y a pagos directos al gobierno federal y a los estados.

⁴ Esta operación, que expira al final de junio de 2012, consiste en la compra de hasta US\$400 millones en títulos del Tesoro de Estados Unidos con un vencimiento remanente de 6 a 30 años y la venta (por un monto equivalente) de títulos del Tesoro con un vencimiento remanente de 3 años o menos. Además, para apuntalar la situación en los mercados hipotecarios, la Reserva Federal reinvierte los pagos de principal de sus tenencias de deuda de entidades semipúblicas y títulos con respaldo hipotecario (MBS, por sus siglas en inglés) en títulos de igual carácter también emitidos por tales organismos.

del gobierno general, que alcanzó alrededor del 9½ por ciento del PIB en 2011, sigue siendo uno de los más altos entre las principales economías avanzadas, lo que pone de manifiesto los desafíos que plantea la consolidación fiscal a mediano plazo.

En el escenario base aquí considerado, se proyecta que la economía de Estados Unidos crezca algo más del 2 por ciento en 2012–13, sustentada en la recuperación gradual de los mercados inmobiliarios, una mayor solidez de las hojas de balance de los hogares y una sostenida creación de empleo. Sin embargo, el crecimiento estará limitado por la austeridad fiscal y por una demanda global subóptima.

Aunque el fortalecimiento del mercado laboral presenta cierto potencial al alza, las perspectivas para Estados Unidos están sujetas a significativos riesgos a la baja, tanto en el corto como en el mediano plazo. Los riesgos externos más importantes son un agravamiento de la crisis de la zona del euro y un alza de los precios del petróleo causada por factores geopolíticos⁵. En el plano doméstico, los precios de la vivienda podrían sufrir nuevas caídas (deteriorando las hojas de balance de los hogares, el consumo y el empleo); y en 2013 podría producirse un repliegue excesivo del estímulo fiscal si ocurriese un impasse político asociado a las elecciones de noviembre de 2012. Para el mediano plazo, la falta de un plan integral de consolidación fiscal podría desembocar en un alza drástica de las tasas de interés.

Desafíos de política económica

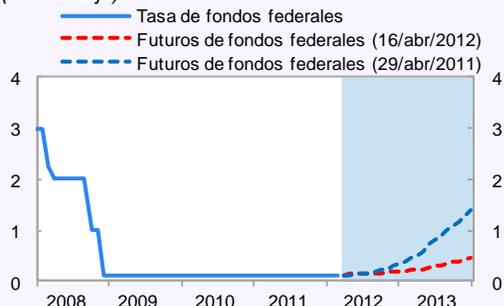
Dado que la brecha del producto todavía es considerable (alrededor del 5 por ciento del PIB potencial de 2011) y que las expectativas de inflación están adecuadamente ancladas, la política monetaria de Estados Unidos debería seguir respaldando el

⁵ El personal técnico estima que un aumento de 10 por ciento de los precios del petróleo reduciría el crecimiento del PIB de Estados Unidos en 0,15 puntos porcentuales. Las ganancias en los mercados accionarios han compensado en gran medida el mayor costo de la energía en meses recientes.

crecimiento. Las recientes medidas adoptadas para reforzar la comunicación y la transparencia deberían

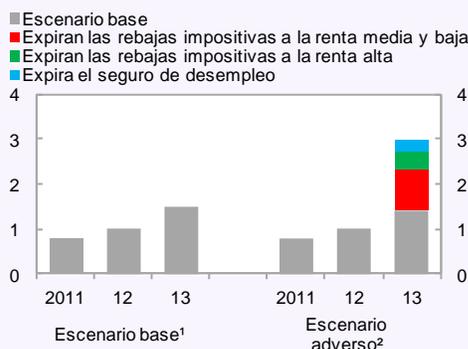
Gráfico 1.4. La política monetaria seguirá siendo laxa, mientras continúa la consolidación fiscal. Sin embargo, aún persiste el riesgo de un mayor freno fiscal.

Estados Unidos: Expectativas de la tasa de fondos federales implícitas en los contratos de futuros (Porcentaje)



Fuentes: Bloomberg, L.P., y cálculos del personal técnico del FMI.

Estados Unidos: Variación del balance primario estructural (Porcentaje del PIB)



Fuentes: FMI, *Perspectivas de la economía mundial*; y cálculos del personal técnico del FMI.

¹ Las proyecciones del escenario base del personal técnico asumen una extensión por 2 años de las prestaciones de emergencia por desempleo y la prórroga de las rebajas impositivas del gobierno de Bush (años calendario 2012–13). La reducción del impuesto sobre la nómina no se extiende más allá de 2012 y el recorte automático del gasto tiene lugar según lo programado conforme a la ley vigente.

² En el escenario adverso se toma como supuesto la no renovación de las rebajas impositivas del gobierno de Bush, así como de las prestaciones de emergencia por desempleo.

contribuir a una mayor eficacia de la política monetaria al mejorar el control sobre las tasas de interés a largo plazo, al tiempo de mantener bien ancladas las expectativas de inflación a largo plazo. Un deterioro de las perspectivas económicas podría justificar el relajar la política monetaria aún más.

En el corto plazo, la política fiscal debería orientarse a sustentar la recuperación, que todavía es lenta. Dada la inusual cantidad de beneficios tributarios destinados a expirar a finales de 2012, y del riesgo de que se gatillen profundos recortes automáticos del gasto en todos los rubros en 2013, la posición fiscal en 2013 podría ser excesivamente contractiva. Llegar a un acuerdo para evitar tal resultado es crucial. En la opinión del personal técnico, la consolidación fiscal debería proceder a un ritmo moderado en 2013, particularmente dada la todavía débil recuperación y los importantes riesgos de la economía global.

En el mediano plazo, es necesario que Estados Unidos logre un avance tangible en la tarea de encauzar sus finanzas públicas sobre una trayectoria sostenible. La pronta aprobación de un marco integral de consolidación fiscal, incluyendo una reducción gradual del déficit, debería ser un objetivo prioritario. A fin de sanear las finanzas públicas se requerirán tanto provisiones para incrementar el ingreso como ahorros en prestaciones básicas, tales como los servicios de salud y pensiones estatales (véase el recuadro 1.1 de la edición de abril de 2011 de *Perspectivas económicas: Las Américas* [FMI, 2011b]).

También se requieren medidas adicionales para respaldar los mercados inmobiliario y laboral. Medidas que faciliten el ajuste del mercado de la vivienda —como una decidida implementación de las recientes propuestas del Ejecutivo para reducir el saldo de las deudas hipotecarias y facilitar la refinanciación— contribuirían a acelerar la recuperación. Sería también importante reforzar las políticas activas en el mercado laboral, especialmente para ayudar a los desempleados de larga duración mediante programas de educación y capacitación.

Por último, un mayor avance en la implementación de la Ley Dodd-Frank, incluida la “regla Volcker” (sin descuidar sus posibles efectos indirectos en el plano internacional), sigue siendo crucial para mejorar la resistencia del sistema financiero de Estados Unidos. A pesar de la creación del Consejo de Estabilidad Financiera en el que participan las agencias relacionadas (FSOC, por sus siglas en inglés), la arquitectura regulatoria de Estados Unidos

sigue siendo innecesariamente compleja, lo cual exige una fuerte coordinación. Muchas disposiciones específicas de la ley no han sido implementadas debido a los largos procesos de consulta pública (que absorben gran cantidad de recursos destinados a la regulación). La reforma del mercado de crédito para la vivienda también ha quedado incompleta, ya que la ley no modifica el régimen de las empresas coauspiciadas por el gobierno (GSE, por sus siglas en inglés) que operan en este mercado.

Canadá: Rebalanceando el crecimiento mientras se disipa el estímulo fiscal

El ritmo de crecimiento económico de Canadá disminuyó al 2½ por ciento en 2011, lo que refleja en parte una reducción gradual del estímulo fiscal y la carga que siguen representando las exportaciones netas (al contribuir negativamente al crecimiento). Después de una fuerte recuperación tras la crisis de 2008–09, el mercado laboral está comenzando a debilitarse. La tasa de desempleo está aumentando ligeramente y el salario real se ha estancado, debido a la desaceleración en la creación de empleo en los sectores manufacturero y financiero.

Aun así, la inversión privada —y, en menor medida el consumo— se expanden con rapidez, sustentados por condiciones crediticias favorables tanto para las empresas como para los hogares. La deuda de los hogares ha llegado a niveles máximos históricos (más del 150 por ciento del ingreso disponible a fin de 2011), como resultado de las bajas tasas de interés y los elevados precios de las viviendas⁶.

Durante 2012–13, se proyecta que la economía canadiense crezca levemente por encima del 2 por ciento anual. La demanda privada doméstica seguirá

⁶ Tras moderarse en el segundo semestre de 2011, los precios de las viviendas en Canadá cobraron nuevo ímpetu a principios de 2012 (un aumento intermensual desestacionalizado del 2,9 por ciento en febrero). Además, varios indicadores del precio de las viviendas se mantienen en sus máximos históricos (por ejemplo, los índices de la relación precio-ingresos y precio-alquiler son 20 a 30 por ciento más altos que el promedio de los 10 años anteriores).

siendo el principal motor del crecimiento, mientras continúa la consolidación fiscal y la expansión de las exportaciones sigue viéndose limitada por la aun lenta recuperación de Estados Unidos y los desafíos en Europa. Dada la fortaleza del dólar canadiense, se prevé que en el mediano plazo el déficit en cuenta corriente registre solo una modesta disminución con respecto al nivel actual de alrededor del 3 por ciento del PIB, a medida que se afianza gradualmente la recuperación de Estados Unidos.

Los principales riesgos externos surgen de los efectos de contagio negativos que podría tener una renovada turbulencia en Europa sobre la actividad económica de Estados Unidos y las condiciones globales de financiamiento. Por el lado positivo, una recuperación más rápida que la esperada en Estados Unidos y una mayor estabilidad de los mercados financieros globales darían un impulso positivo a las exportaciones y el crecimiento, incluso a través de su efecto en los precios de las materias primas. Un alza de los precios del petróleo tendría un impacto pequeño pero positivo en el crecimiento de Canadá, siempre que su efecto negativo en el crecimiento global sea limitado. Por último, la elevada deuda de los hogares y los altos precios de las viviendas siguen siendo los principales riesgos a la baja en el plano doméstico. El consumo privado podría ser más débil de lo esperado si los hogares se viesen abrumados por el peso de un alto nivel de endeudamiento. El sector financiero, que soportó bien la crisis financiera global, también resultaría afectado en un escenario de gran tensión financiera para los hogares, aunque las pruebas de resistencia realizadas por las autoridades indican que las pérdidas serían manejables.

Desafíos de política económica

El principal desafío para Canadá es sostener el crecimiento en un nivel cercano al potencial en el contexto de consolidación fiscal y de una situación inestable e incierta en los mercados financieros globales.

Gráfico 1.5. En Canadá el crecimiento se moderará, reflejando en parte la elevada deuda de los hogares y la consolidación fiscal.

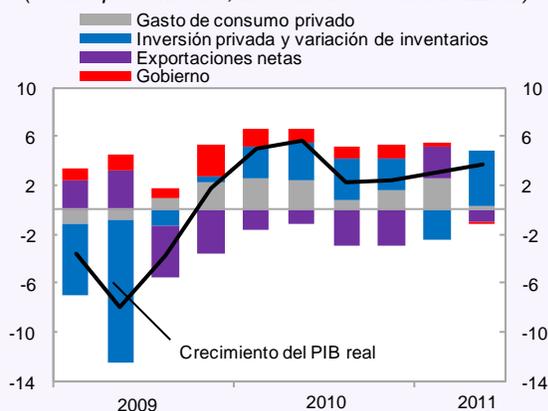
Canadá: Indicadores macroeconómicos clave

	2010	2011	Proy. 2012	Proy. 2013
(Porcentaje)				
Crecimiento del PIB real	3.2	2.5	2.1	2.2
Inflación, fin del período	2.2	2.7	2.0	2.0
(Porcentaje del PIB)				
Balance en cuenta corriente	-3.1	-2.8	-2.7	-2.7
Balance fiscal primario	-4.9	-4.1	-3.1	-2.5
Deuda pública ¹	85.1	85.0	84.7	82.0

Fuentes: FMI, *Perspectivas de la economía mundial*, y cálculos del personal técnico del FMI.

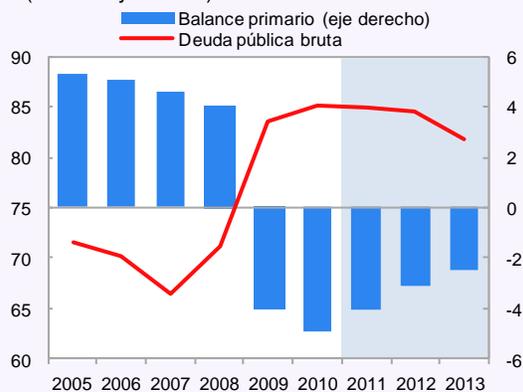
¹ Gobierno general.

Canadá: Contribuciones al crecimiento del PIB real
(Puntos porcentuales, tasa anual desestacionalizada)



Fuentes: Haver Analytics; y cálculos del personal técnico del FMI.

Canadá: Balance primario y deuda bruta del gobierno general¹
(Porcentaje del PIB)



Fuentes: FMI, *Perspectivas de la economía mundial*, y cálculos del personal técnico del FMI.

¹ Crédito / endeudamiento primario neto.

Los planes actuales de consolidación fiscal a nivel del gobierno federal están adecuadamente definidos y contemplan un retiro gradual del estímulo fiscal igual al ½ por ciento del PIB en 2012 y el logro del equilibrio presupuestario para 2016. Aunque a mediano plazo la consolidación fiscal a nivel federal sigue siendo necesaria, existe margen para moderar su ritmo si los riesgos a la baja se materializaran. Al mismo tiempo, sin embargo, las provincias deben seguir avanzando en sus planes de reducción del déficit. El gobierno federal y las provincias también deben realizar un esfuerzo concertado para encarar los desafíos fiscales a más largo plazo que plantean los crecientes costos del servicio de salud en una sociedad en proceso de envejecimiento.

En vista de la capacidad ociosa existente en la economía y de los riesgos globales, la política monetaria probablemente se mantendrá laxa por algún tiempo, mientras las expectativas de inflación permanezcan bien ancladas. Sin embargo, como un período prolongado de tasas de interés bajas podría inducir un mayor endeudamiento de los hogares, quizá se justifique fortalecer las medidas macroprudenciales para restringir la expansión del crédito hipotecario, por ejemplo, requiriendo un mayor anticipo al contado para las nuevas hipotecas o haciendo más exigente la relación del servicio de la deuda a ingresos para la concesión de préstamos.

Implicaciones para América Latina y el Caribe

En general, se mantiene el doble viento de cola que ha beneficiado a muchas economías de la región: condiciones de financiamiento externo benignas y altos precios para las materias primas. La política monetaria de Estados Unidos y de otras economías avanzadas probablemente seguirá siendo laxa por algún tiempo; en consecuencia, se mantendrán condiciones favorables de financiamiento a nivel global, generando perspectivas de gran afluencia de capitales hacia las economías de América Latina integradas a los mercados financieros, particularmente aquellas que cuenten con un sólido marco de políticas. Los países exportadores de materias primas (en su mayor parte de América del

Sur) seguirán beneficiándose de términos de intercambio favorables, los que a su vez impulsarán la inversión doméstica y la inversión extranjera directa durante un tiempo⁷. En cambio, las economías de América Central y del Caribe que dependen del turismo y de las remesas seguirán enfrentando condiciones externas austeras, en la medida en que el crecimiento de las economías avanzadas se mantenga deprimido y las importaciones de Estados Unidos continúen siendo lentas.

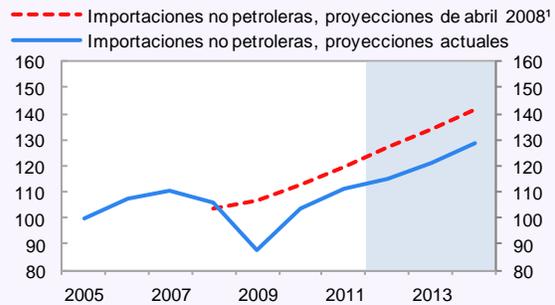
Como ha sido señalado, aunque los riesgos a la baja se han atenuado en los últimos meses, aún siguen predominando sobre las perspectivas a corto plazo. Sin embargo, el impacto directo en América Latina de una agudización de la crisis europea podría no ser demasiado grande. Los vínculos reales (comercio y remesas) con Europa son de magnitud relativamente reducida, excepto en el Caribe. Los efectos secundarios de un desapalancamiento de los bancos europeos también tenderían a ser limitados; los bancos europeos no tienen gran presencia en la región o, como en el caso de los bancos españoles, operan a través de subsidiarias rentables, bien capitalizadas y con financiamiento local (véase el recuadro 2.1). De todos modos, las repercusiones globales de un evento extremo en Europa podrían tener un impacto más significativo a través de su efecto en los precios de las materias primas, la aversión al riesgo y los flujos de capitales (aun períodos breves de tensión financiera podrían generar resultados adversos para la región; véase el capítulo 3). Por último, un alza fuerte y abrupta de los precios globales del petróleo podría afectar negativamente a los precios de las materias primas no petroleras, lo que perjudicaría a los países exportadores de alimentos y metales.

Los riesgos a la baja persistirán en el mediano plazo. Notablemente, un fracaso eventual de Estados Unidos en encauzar su deuda pública hacia una trayectoria sostenible podría empujar al alza las tasas

⁷ Dadas las perspectivas limitadas de un alza sostenida de los precios, el estímulo al crecimiento derivado de los altos precios de las materias primas se disipará gradualmente.

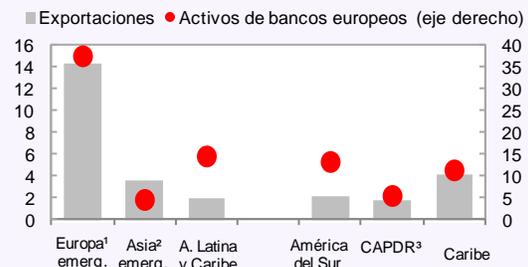
Gráfico 1.6. En América Central y el Caribe el crecimiento será limitado por la debilidad de las importaciones de Estados Unidos, aunque la alta exposición financiera y la gran dependencia de las materias primas hacen que América del Sur sea más vulnerable a un shock global.

Estados Unidos: Volumen de importaciones no petroleras
(Índice, 2005 = 100)



Fuente: FMI, *Perspectivas de la economía mundial*.
¹ Presupone el mismo nivel de crecimiento para 2013-14 que en años anteriores.

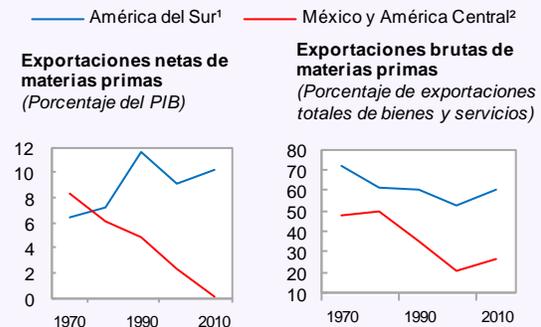
Comercio y exposición financiera a Europa
(Porcentaje del PIB, promedio 2009-10)



Fuentes: Banco de Pagos Internacionales; FMI, *Direction of Trade Statistics*, y *Perspectivas de la economía mundial*.

¹ Albania, Bosnia y Herzegovina, Bulgaria, Croacia, Eslovenia, Estonia, República Checa, Georgia, Polonia, Rumanía y Rusia.
² China, Filipinas, India, Indonesia, Malasia, Tailandia y Vietnam.
³ América Central y República Dominicana; excluye Panamá.

América Latina: Dependencia de materias primas y diversificación exportadora



Fuentes: Base de datos *World Integrated Trade Solutions* y cálculos del personal técnico del FMI.

¹ Promedio simple de Argentina, Brasil, Chile, Colombia, Ecuador, Perú, Uruguay y Venezuela.
² Promedio simple de Costa Rica, El Salvador, Guatemala y México.

de interés en dólares. Por otra parte, los problemas de China para rebalancear su crecimiento de la inversión hacia el consumo de una forma efectiva, podrían resultar en una fuerte desaceleración de su crecimiento, lo que ejercería una presión bajista sobre los precios de las materias primas y haría declinar la demanda global.

En general, y dada la probabilidad de que el doble viento de cola persista por algún tiempo —aunque no para siempre— los países de la región

(especialmente los de América del Sur) deberían aprovechar el entorno externo todavía favorable para reforzar sus hojas de balance y evitar la acumulación de vulnerabilidades que son comunes en un contexto de abundante financiamiento y altos precios para las materias primas. De ese modo estarán en mejores condiciones para responder ante shocks globales en el corto plazo, así como para facilitar la transición hacia condiciones externas menos favorables a mediano plazo.

Recuadro 1.1. Estados Unidos: ¿Comienza a recuperarse el mercado de trabajo?

La situación del mercado laboral de Estados Unidos ha mejorado en estos últimos seis meses. La tasa de desempleo (8,2 por ciento en marzo de 2012) ha registrado una tendencia descendente desde septiembre de 2011 (después de oscilar alrededor de un 9 por ciento durante los 2½ años anteriores), debido principalmente a la fuerte creación neta de empleo. Desde septiembre de 2011 se han creado en promedio 200.000 empleos privados por mes, en comparación con 84.000 durante septiembre de 2009 -11. Además, el porcentaje de adultos que hoy trabajan — otro indicador de la solidez del mercado laboral— también ha aumentado en los últimos meses, y hoy se encuentra a su nivel más alto en casi dos años.

La recuperación abarca un gran número de sectores y grupos demográficos. Los sectores de educación, salud y servicios profesionales han sido las fuentes principales de creación de empleo durante el proceso de recuperación, en el que también ha repuntado el sector manufacturero. El fortalecimiento en el proceso de creación de empleo refleja tanto una combinación de choques temporales (como el alivio de las perturbaciones en la cadena de suministro provocadas por el terremoto de Japón de marzo de 2011) y mejoras estructurales, tales como una menor destrucción de empleos en los gobiernos estatales y locales y una renovada creación de puestos de trabajo en los sectores de servicios. También se están creando empleos gradualmente en el sector de la construcción, en donde la actividad comienza a repuntar tras registrar niveles muy bajos.

No obstante, el desempleo se mantiene elevado, con una proporción inusualmente alta de desempleados de larga duración. Casi 2½ años después de que la recesión llegó oficialmente a su fin, hay todavía casi 13 millones de personas desempleadas en Estados Unidos, 5½ millones de ellas por más de seis meses. Los desempleados de larga duración representan más del 40 por ciento del desempleo total (3½ por ciento de la población), alrededor del doble del máximo histórico anterior, alcanzado durante la recesión de 1982. Además, las ganancias del ingreso han sido débiles y se prevé que seguirán siendo limitadas, dado el excedente de oferta no absorbido por el mercado laboral. La nómina salarial se mantiene bastante por debajo de los niveles registrados antes de la recesión, pero se espera que comience a crecer gradualmente ya que las horas trabajadas por empleado se encuentran cerca de su nivel máximo previo a la crisis.

La continuidad de la mejora del mercado laboral depende de que las hojas de balance de los hogares sigan fortaleciéndose. El crecimiento sigue siendo lento en comparación con recesiones anteriores. El sostenimiento del consumo de los hogares depende de manera crítica de que se recupere el sector de la vivienda, donde se concentra una gran parte de la riqueza de los hogares. Mientras tanto, las empresas, que siguen acumulando utilidades cercanas a niveles récord, podrían acelerar la contratación de personal si considerasen que la recuperación no es de hecho tan frágil.

El incremento de la tasa natural de desempleo (NAIRU, por sus siglas en inglés) podría restringir la recuperación. Los estudios de investigación relacionados indican que la tasa NAIRU ha crecido al menos 1 punto porcentual desde el comienzo de la Gran Recesión, lo que refleja, entre otros factores, 1) el impacto dispar de la crisis en los diversos sectores (Barnichon *et al.*, 2011) y 2) la asimetría entre las capacidades laborales requeridas y ofrecidas en el mercado y las dificultades de movilidad laboral en el contexto de un mercado inmobiliario fracturado (Estevão y Tsounta, 2011)¹. El alto desempleo de largo plazo ha coincidido con un aparente aumento en la asimetría entre el número de puestos vacantes y el de desempleados (lo cual es sugerido por el desplazamiento hacia afuera de la curva de Beveridge). Esto podría reflejar el hecho de que los desempleados de larga duración están en peores condiciones de competir por un empleo que las personas que acaban de dejar su trabajo, debido a la erosión de sus capacidades laborales, la menor conexión con la fuerza de trabajo y el efecto de señalización (Krueger y Mueller, 2011).

Es necesario aplicar políticas que atiendan las necesidades específicas de los desempleados de larga duración. Con el nivel de desempleo friccional y de corto plazo acercándose rápidamente a su nivel anterior a la crisis, los esfuerzos deben orientarse hacia las necesidades específicas del significativo y persistente grupo de desempleados de largo plazo. Políticas que han sido exitosas en otros países incluyen programas de capacitación y reconversión profesional, como los dictados en instituciones de educación superior no universitaria, e incentivos fiscales para quienes contraten trabajadores que han estado desempleados por un largo plazo (Katz, 2010).

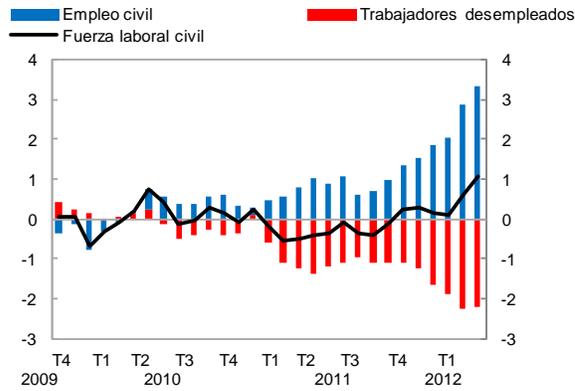
Nota: Preparado por Eric Le Borgne.

¹ Según estimaciones recientes, la tasa NAIRU aumentó 1 punto porcentual desde el comienzo de la recesión (Oficina de Presupuesto del Congreso de Estados Unidos, 2012; y Daly *et al.*, 2011), debido principalmente a factores cíclicos. Estevão y Tsounta (2011) estiman el alza de la tasa NAIRU en alrededor de 1½ punto porcentual, debido a las crecientes asimetrías de la mano de obra en materia de calificación y localización geográfica.

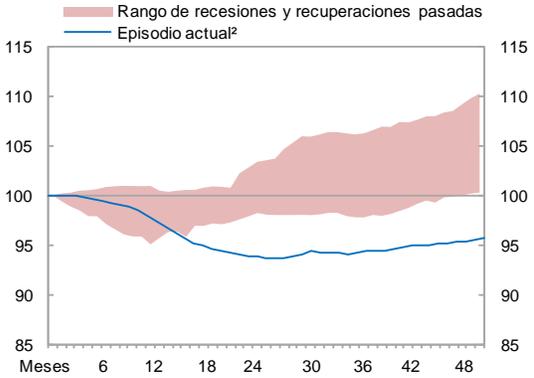
Recuadro 1.1. Gráfico: Desempeño del mercado laboral de Estados Unidos

Variación en el desempleo y fuentes¹

(Cambio acumulado desde octubre de 2009, en millones)

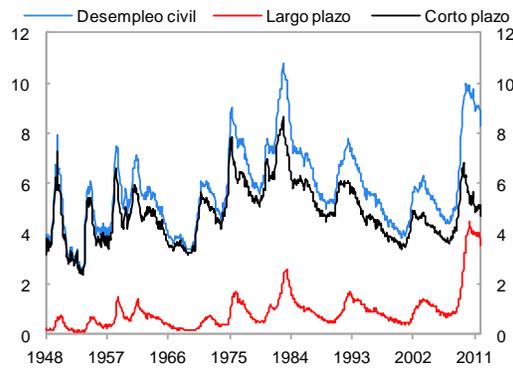


Empleo no agrícola total comparado con períodos previos de recesión y recuperación en la posguerra
(Índices; pico del ciclo económico=100³)



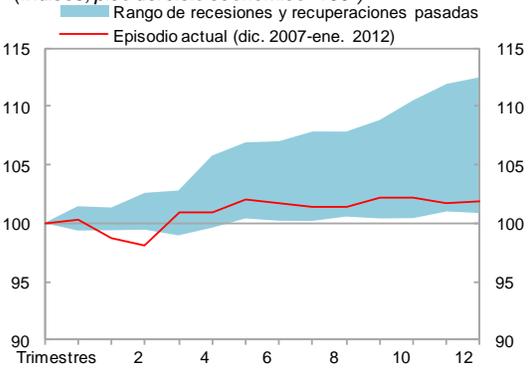
Desempleo por duración^{1, 2}

(Porcentaje)



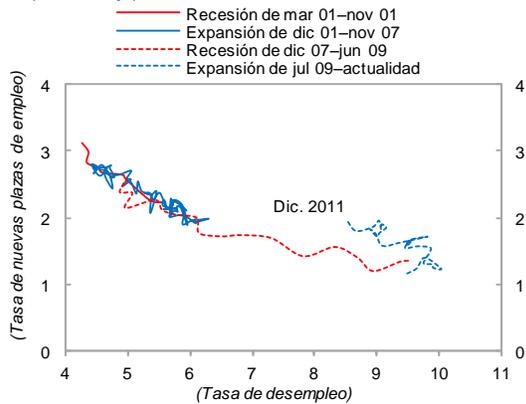
Remuneración real por hora en el sector no agrícola durante ciclos de posguerra

(Índices; pico del ciclo económico=100³)



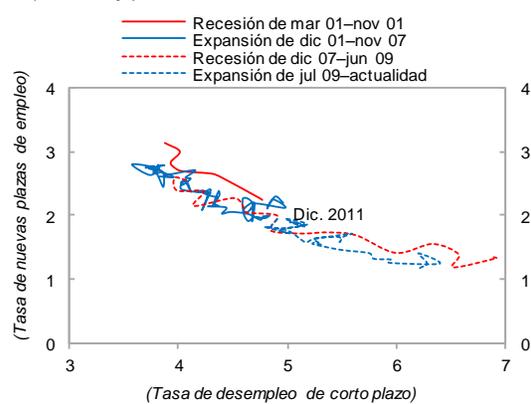
EE.UU.: Curva Beveridge de desempleo total^{1,3}

(Porcentaje)



EE.UU.: Curva Beveridge de desempleo de corto plazo^{1,3}

(Porcentaje)



Fuentes: Haver Analytics y cálculos del personal técnico del FMI.

¹ Datos con ajuste estacional.

² El desempleo de corto plazo se define como aquel con una duración inferior a 27 semanas. El desempleo de largo plazo se define como aquel con una duración mayor a 27 semanas.

³ Ciclos de recesión y recuperación según la definición del Centro Nacional de Investigación Económica (NBER).

Recuadro 1.2. Estados Unidos: Exposición financiera a Europa

Los bancos, los fondos mutuos del mercado monetario (FMMM) y las compañías de seguros de Estados Unidos tienen un volumen limitado de activos de países de la periferia de la zona del euro.

Estos activos se han reducido sustancialmente en el último año, más del 25 y 90 por ciento, respectivamente, para los bancos y los FMMM (cuadro). Si bien la exposición bruta potencial relacionada a instrumentos derivados y otros compromisos crediticios de los bancos estadounidenses es mayor a la relacionada con los activos directos, dicha exposición bruta potencial probablemente sobreestima la verdadera exposición de los bancos frente a la región¹. De hecho, la reciente reestructuración de la deuda griega no causó ninguna perturbación apreciable para los bancos de Estados Unidos.

Los activos del sistema financiero de Estados Unidos frente a los países núcleo de la zona del euro así como el Reino Unido son mayores, lo cual también refleja el papel central que cumplen las instituciones financieras de dichos países en los mercados

financieros mundiales. De hecho, al intensificarse los problemas financieros en la zona del euro durante el segundo semestre de 2011, aumentaron las presiones sobre las instituciones financieras de Estados Unidos, ampliándose los diferenciales de los *swap* de riesgo de incumplimiento del deudor (CDS, por sus siglas en inglés), cayendo el precio de las acciones de los grandes bancos internacionales y retirándose inversiones de los FMMM. En respuesta, el sustancial nivel de activos que mantenían los FMMM estadounidenses frente a bancos de los países centrales del núcleo de la zona del euro se ha reducido a

alrededor de la mitad desde junio de 2011, y sus plazos de vencimiento se han acortado significativamente. Los bancos de Estados Unidos establecieron criterios más rigurosos para los préstamos a bancos europeos y a empresas no financieras con una exposición importante a Europa. Desde principios de este año, los diferenciales de los CDS para los bancos estadounidenses han disminuido sustancialmente y la retracción de las inversiones de los FMMM de Estados Unidos en la zona del euro ha amainado.

Las pruebas de resistencia (“stress tests”) a las que recientemente fueron sometidos importantes bancos de Estados Unidos indican que su estructura de capital es resistente a un escenario mundial sumamente adverso, incluida una situación de turbulencia financiera en la zona del euro. Los resultados de tales pruebas de resistencia (conocidas como “Comprehensive Capital Analysis and Review”, o CCAR) de importantes bancos estadounidenses, publicados por la Junta de la Reserva Federal el 13 de marzo, muestran que el nivel de capital de 18 de los 19 grupos bancarios más grandes de Estados Unidos es adecuado para resistir un shock muy grave, incluido —en el caso de los seis bancos más grandes— un shock del mercado mundial con tensiones

Exposición del sector financiero de Estados Unidos a Europa
(Porcentaje de activos financieros)

	Activos directos		Activos indirectos
	Más reciente	Jun.-11	Más reciente
Bancos¹			
Núcleo	4.7	4.7	8.8
Periferia	0.9	1.2	3.8
Reino Unido	4.7	4.5	4.8
Principales fondos de mercado de dinero²			
Núcleo	13.9	27.4	...
Periferia	0.1	1.3	...
Reino Unido	10.0	11.2	...
Compañías de seguro³			
Núcleo	...	1.7	...
Periferia	...	0.3	...
Reino Unido	...	1.2	...

Fuentes: Junta de gobernadores de la Reserva Federal de los EE.UU., Consejo de Estudio de Instituciones Financieras Federales, E. 16, Encuesta de exposición de países, Instituto de Compañías de Inversión, Asociación Nacional de Comisionados de Seguros, Haver Analytics, y cálculos del personal técnico del FMI.

¹Exposición a activos extranjeros y derivados. Último dato: Sep. 2011

²Tenencias de acciones de emisores europeos. Último dato: Ene 2012

³Exposición a bonos europeos.

Nota: Preparado por Francesco Columba y Geoff Keim.

¹ Estas estadísticas no contemplan los seguros contratados por los bancos de Estados Unidos como cobertura ante casos de incumplimiento en los países europeos, no reflejan el hecho de que normalmente los compromisos de crédito no son utilizados en su totalidad, no prevén ningún valor de recuperación de los activos y toman en cuenta la garantía solo si esta es líquida y se mantiene fuera del país del deudor. Los mayores bancos de Estados Unidos informaron que la exposición global neta a la periferia de la zona del euro ascendía a menos de un punto porcentual de sus activos en septiembre de 2011, tomando en cuenta las coberturas y el valor de las garantías mantenidas frente a sus posiciones en derivados. No obstante, la concentración de riesgo de contraparte no puede ser descartada.

Recuadro 1.2. (conclusión)

adicionales relativas a Europa. Al mismo tiempo, el ejercicio de simulación solo captura los efectos de primera ronda, y no incorpora a los acreedores de los bancos ni la respuesta de las contrapartes ante una perturbación financiera, factores que podrían amplificar el shock inicial a través de un proceso de interacción adversa.

En respuesta a las presiones del mercado, los bancos de los países del núcleo de la zona del euro han reducido la escala de sus actividades internacionales, pero sin que hasta ahora se advierta ningún impacto en el crédito estadounidense. Si bien es difícil evaluar el impacto neto que tuvo el desapalancamiento de los bancos del núcleo de la zona del euro en la concesión de préstamos en Estados Unidos, la evidencia anecdótica indica que los activos estadounidenses de los que se desprenden los bancos europeos podrían haber sido adquiridos por bancos de Estados Unidos. Además, la encuesta realizada entre oficiales de crédito *senior* de Estados Unidos revela una expansión de las operaciones de los bancos estadounidenses debido a la menor competencia de los bancos europeos, y no indica la existencia de restricciones que limiten la oferta de crédito. En general, la evidencia parece indicar que hasta el momento el impacto del desapalancamiento de los bancos internacionales en el crédito estadounidense no ha sido apreciable.

2. Perspectivas y desafíos para América Latina y el Caribe

El crecimiento se mantiene sólido en gran parte de América Latina, a pesar de una desaceleración durante el segundo semestre de 2011, debido al efecto combinado de la aplicación de políticas más restrictivas y de la incertidumbre global. Sin embargo, muchos países todavía operan a un nivel cercano o por encima de su potencial, y las condiciones financieras globales y los precios de las materias primas siguen aportando estímulo. En este contexto, los países deberían seguir recomponiendo sus márgenes de maniobra a fin de recuperar espacio fiscal, preservar la credibilidad fiscal (ganada con tanto esfuerzo), y dar mayor flexibilidad a la política monetaria. Por su parte, la política monetaria debería orientarse hacia una posición neutral y servir como primera línea de defensa en un escenario a la baja, complementada con políticas macroprudenciales para atender los posibles excesos financieros.

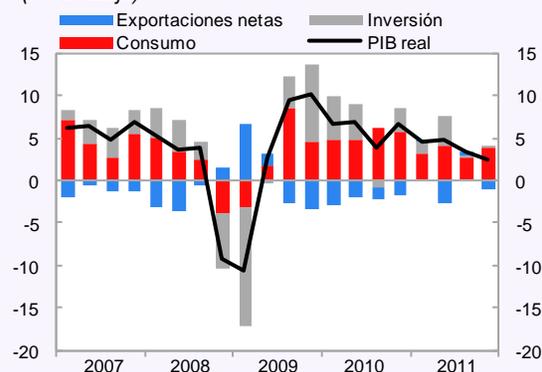
Panorama general

El producto en América Latina y el Caribe (ALC) creció a un ritmo de alrededor de 4½ por ciento en 2011, lo que representa una caída con respecto al repunte de 6¼ por ciento el año anterior. El crecimiento se moderó en el segundo semestre del año pasado, en el entorno de una mayor incertidumbre global y del efecto rezagado de medidas orientadas a normalizar las políticas fiscales y monetarias (gráfico 2.1). El crecimiento se mantiene impulsado por los países exportadores de materias primas, donde las presiones de sobrecalentamiento siguen siendo relevantes dado que las condiciones externas favorables continúan empujando el

Nota: Preparado por Luis Cubeddu y Sebastián Sosa, con la colaboración de Alexandra Peter, Camilo E. Tovar y Evridiki Tsounta, y la excelente asistencia de Andresa Lagerborg y Anayochukwu Osueke.

Gráfico 2.1. El crecimiento en América Latina se desaceleró en el segundo semestre de 2011, pero permanece robusto. Las perspectivas están dominadas por riesgos a la baja.

**Países seleccionados de América Latina:
Contribución a la tasa de crecimiento del PIB¹
(Porcentaje)**

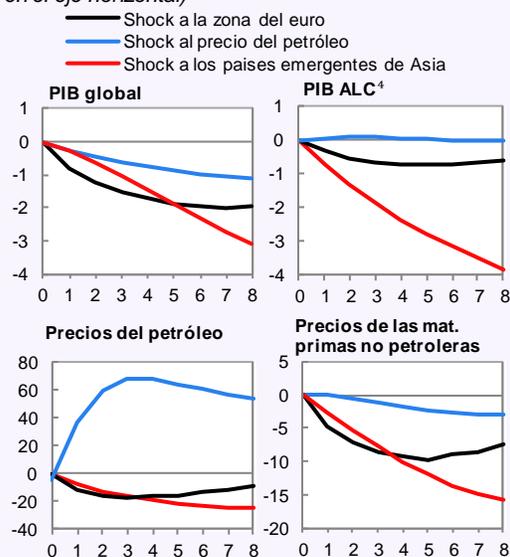


Fuentes: Haver Analytics, autoridades nacionales y cálculos del personal técnico del FMI.

¹ Tasa anual ajustada por estacionalidad. Promedio ponderado del PPC-PIB de Argentina, Brasil, Chile, Colombia, Costa Rica, México, Paraguay y Perú.

Posibles escenarios adversos

(Desviaciones del escenario base, porcentaje; trimestres en el eje horizontal)



Fuente: FMI, *Perspectivas de la economía mundial*.

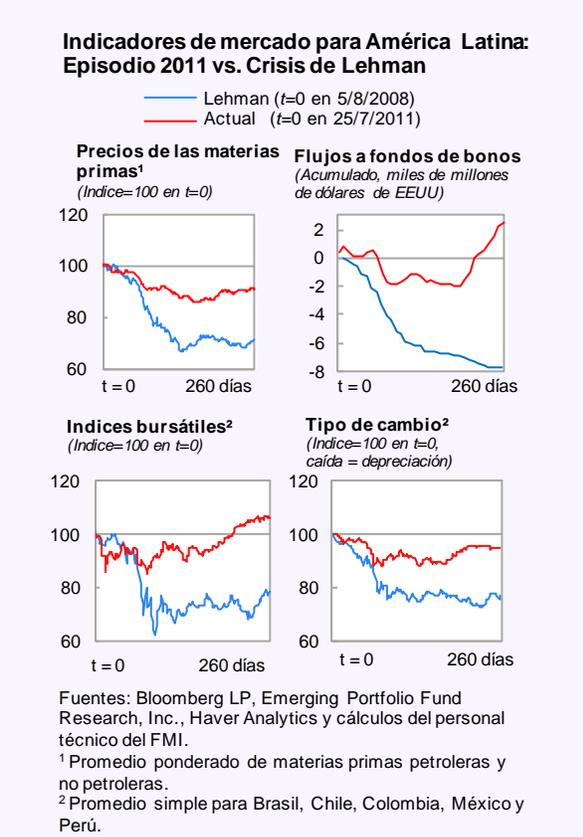
¹ Se asume que los bancos europeos reducen crédito por €720 miles de millones en 2012-13 (en comparación con €220 en el escenario base).

² Se asume aumento alrededor de 50 por ciento en el precio del petróleo durante algunos años, situándose en el 20 por ciento sobre el valor base.

³ Se asume menor crecimiento del crédito (en 3 puntos porcentuales por año) y menor producción potencial (por 10 por ciento en el largo plazo).

⁴ Media ponderada de Brasil, Chile, Colombia, México y Perú.

Gráfico 2.2. Tras la tensión financiera de mediados de 2011 (menos severa que la del período posterior a la crisis de Lehman), los mercados financieros repuntaron, aunque las condiciones siguen siendo volátiles.



crecimiento de la demanda doméstica por encima del crecimiento del producto. Por otra parte, el crecimiento se ha mantenido relativamente firme en México y América Central, en parte como resultado de la recuperación lenta pero sostenida en Estados Unidos. La región del Caribe finalmente comenzó a recuperarse en 2011 tras una larga recesión, aunque los altos niveles de deuda y la dependencia del turismo continúan empañando las perspectivas. En general, el crecimiento del producto en la región presentó una distribución menos dispar en 2011 que la observada en el año precedente.

Los mercados financieros perdieron terreno en el segundo semestre de 2011, pero se han recuperado. Los temores de una crisis financiera a gran escala en Europa y de un

impasse en torno al presupuesto de 2012 en Estados Unidos hicieron aumentar los diferenciales de riesgo soberano y produjeron un drástico descenso en las cotizaciones de las monedas y las acciones a mediados de 2011. Los mercados se recuperaron con bastante rapidez en respuesta a las noticias positivas sobre la solidez de la recuperación en Estados Unidos y la aplicación de firmes medidas de política económica en Europa, aunque las condiciones siguen siendo volátiles (gráfico 2.2).

En nuestro escenario base, se proyecta que el crecimiento en la región se reduzca a cerca del 3¾ por ciento en 2012, y aumente a aproximadamente 4 por ciento el siguiente año. Esta desaceleración concuerda con la moderación proyectada del crecimiento global (a 3½ por ciento en 2012), así como con la aplicación de políticas restrictivas adicionales para contrarrestar el estímulo que aún proporcionan las condiciones externas. Se prevé que los precios de las materias primas permanezcan altos, aunque los precios de los alimentos y los metales se reducirán respecto de los niveles observados en 2010–11. El financiamiento externo continuará siendo barato y abundante (más allá de algún incremento observado en los costos de fondeo recientemente), ya que en las economías avanzadas la política monetaria seguirá respaldando su frágil recuperación. Las pequeñas revisiones a la baja de las perspectivas para América Latina y el Caribe (½ por ciento para 2012–13, en comparación con las previsiones de seis meses atrás) obedecen en gran medida a un crecimiento global proyectado menor.

Los riesgos a corto plazo siguen inclinándose a la baja. El escenario base para América Latina y el Caribe asume la adopción de medidas de política económica enérgicas adicionales en las economías avanzadas y de que se logren contener las tensiones geopolíticas que puedan afectar a los precios del petróleo. Sin embargo, otros escenarios más adversos (gráfico 2.1) implican riesgos para el

crecimiento así como inestabilidad de los flujos de capitales:

- *Renovadas tensiones en Europa:* Las desviaciones en la ejecución de los planes de consolidación fiscal en los países de la zona del euro podrían provocar un fuerte aumento de los diferenciales de riesgo soberano y bancario, junto con un desapalancamiento aún más disruptivo. Las simulaciones elaboradas por el personal técnico del FMI sugieren que los efectos de derrame a escala global previstos en este escenario a la baja podrían reducir el PIB de América Latina y el Caribe en alrededor de 1/2 por ciento para finales de 2013 (gráfico 1.2). El modelo de operación a través de subsidiarias aplicado por los bancos europeos en la región probablemente mitigará el impacto del desapalancamiento (recuadro 2.1). No obstante, un proceso desordenado podría dar lugar a la venta forzosa de activos bancarios y a la contracción del crédito, y hacer que resurjan presiones de liquidez en los mercados cambiarios e interbancarios de América Latina.
- *Shock de precios del petróleo:* El escenario base supone que las tensiones geopolíticas se moderan, y que los precios del petróleo se reducen gradualmente tras haber llegado a su nivel máximo este año. Sin embargo, las crecientes tensiones en Medio Oriente podrían provocar un fuerte aumento de los precios del petróleo, lo que afectaría adversamente al crecimiento global y reduciría los precios de las materias primas no petroleras, especialmente de los metales. Los países altamente dependientes de las importaciones de petróleo (América Central y el Caribe) y de las exportaciones no petroleras (por ejemplo Chile, Paraguay, Perú) se verían particularmente afectados. Aunque el impacto de un shock de precios del petróleo en la

región en su conjunto sería más limitado (dado que la región es, en promedio, un pequeño exportador neto de petróleo), un shock de este tipo podría ir acompañado de mayor tensión financiera, generando efectos de derrame más amplios.

- *Un ajuste fiscal fuerte de corto plazo en Estados Unidos:* El escenario base supone que la política fiscal en Estados Unidos mantiene un equilibrio razonable entre la necesidad de respaldar la recuperación y la de implementar la consolidación a mediano plazo. Sin embargo, el estancamiento político podría impedir que se prorrogue en 2012 la aplicación de la rebaja de impuestos sobre la renta (aprobada durante el Gobierno de George W. Bush) y el seguro de desempleo para 2013. Si no se prorrogan estos beneficios, el estímulo fiscal que se retirará este año se incrementará en 1 1/2 puntos porcentuales del PIB, lo que posiblemente repercuta negativamente en las economías con vínculos estrechos a Estados Unidos (México y América Central).

Los riesgos a la baja persistirán a mediano plazo. La falta de acuerdo sobre un marco para reducir la deuda pública en Estados Unidos podría, con el tiempo, empujar al alza las tasas de interés y frenar los flujos de capitales hacia América Latina y el Caribe. Además, las dificultades para reorientar el crecimiento de China, de la inversión y las exportaciones hacia el consumo, podrían afectar negativamente su crecimiento tendencial y, en consecuencia, reducir el crecimiento global y los precios de las materias primas. Un escenario de desaceleración brusca en Asia tendría un impacto profundo y adverso en la región (véanse el gráfico 2.1 y el recuadro 2.2).

No se pueden descartar los riesgos al alza. Una recuperación débil, aunque estable, en Europa y otras economías avanzadas reduciría la

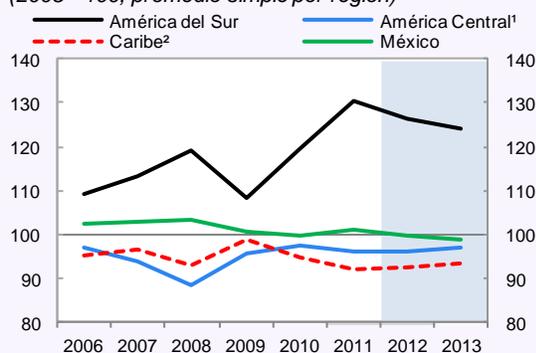
Gráfico 2.3. El crecimiento se desacelerará en 2012–13, principalmente en América del Sur, donde los términos de intercambio siguen siendo favorables. Las brechas del producto se han cerrado en la mayoría de los países.

Crecimiento del PIB Real en ALC¹
(Porcentaje)

	2010	2011	Proy.	
			2012	2013
ALC ²	6.2	4.5	3.7	4.1
América del Sur	6.6	5.7	3.8	4.8
México	5.5	4.0	3.6	3.7
América Central ³	4.0	3.7	3.5	3.7
El Caribe				
Intensivo en turismo ⁴	-0.8	0.5	1.6	2.0
Exp. materias primas ⁵	3.0	2.5	3.5	4.7

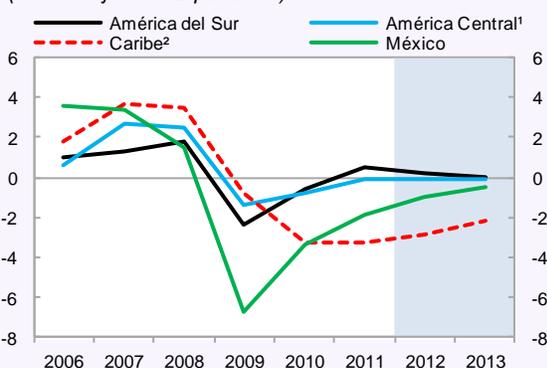
Fuente: FMI, *Perspectivas de la economía mundial*.
¹ ALC: América Latina y el Caribe. Promedio simple de las tasas de crecimiento en la región, a menos que se señale de otro modo.
² Promedio ponderado por el PPC-PIB.
³ Incluye a la República Dominicana, pero excluye a Panamá.
⁴ Incluye a Bahamas, Barbados, Belice, Jamaica y los miembros de la Unión Monetaria del Caribe Oriental.
⁵ Incluye a Guyana, Suriname, y Trinidad y Tobago.

América Latina y el Caribe: Términos de intercambio
(2005 = 100, promedio simple por región)



Fuentes: Autoridades nacionales, FMI, *Perspectivas de la economía mundial*, y cálculos del personal técnico del FMI.
¹ Incluye a la República Dominicana y Panamá.
² Incluye a Bahamas, Barbados, Belice, Jamaica y los países miembros de la Unión Monetaria del Caribe Oriental.

Brecha del producto
(Porcentaje del PIB potencial)



Fuentes: FMI, *Perspectivas de la economía mundial*, y cálculos del personal técnico del FMI.
¹ Incluye a la República Dominicana y Panamá.
² Incluye a Bahamas, Barbados, Belice, Jamaica y los países miembros de la Unión Monetaria del Caribe Oriental.

incertidumbre global y generaría un aumento de la afluencia de capitales que estimularía el crédito y la demanda doméstica en América Latina. La recuperación en Estados Unidos también podría ser más firme de lo esperado, especialmente si el sector de la vivienda comenzara a reanimarse. Por último, la demanda doméstica y el crecimiento del producto en América Latina y el Caribe podrían ser mayores de lo previsto en el escenario base si la normalización de la política económica no se materializa o resulta ser insuficiente.

Desafíos de política económica

Las condiciones externas seguirán siendo favorables, a pesar de los riesgos a la baja. En este entorno, el desafío para muchos países es aprovechar las condiciones favorables para recomponer el espacio fiscal y reforzar los marcos de política fiscal. Este desafío es especialmente crucial para América del Sur: los países de esa región son los que más se beneficiarán de una persistente evolución favorable de los términos de intercambio y de las bajas tasas de interés globales, pero dado que el producto se sitúa cerca o por encima del potencial, también deben permanecer atentos para evitar el sobrecalentamiento (gráfico 2.3). México y América Central, que dependen en mayor medida de la economía estadounidense que los países vecinos del sur, deben seguir recomponiendo el margen de maniobra fiscal. Esto es importante sobre todo en América Central, donde el producto se mantiene cerca de su potencial y la deuda pública se aproxima a niveles incómodos en algunos casos. La debilidad de las hojas de balance y la fuerte dependencia del turismo continuarán frenando el crecimiento en el Caribe, donde la consolidación fiscal debe seguir avanzando a pesar del escaso dinamismo del crecimiento.

Economías financieramente integradas de América del Sur: Encontrando un equilibrio de política en un entorno estimulante y volátil

El crecimiento del PIB real en los países exportadores de América del Sur que se encuentran más integrados a los mercados financieros internacionales se redujo de cerca de 7 por ciento en 2010 a aproximadamente 5½ por ciento en promedio en 2011 (gráfico 2.4). La aplicación de una política más restrictiva en el período anterior a dicha reducción (particularmente en Brasil) y el debilitamiento de la demanda global en el segundo semestre de 2011 frenaron la actividad económica y la demanda doméstica. Se proyecta que el producto crezca a un ritmo de 4½ por ciento durante 2012–13 para este grupo de países, aproximadamente en línea con su potencial. Con las brechas del producto prácticamente cerradas, se prevé que las políticas se mantengan en un compás de espera o se endurezcan en algunos casos, para balancear el estímulo que siguen proporcionando las condiciones de financiamiento externo favorables y los elevados precios de las materias primas. El crecimiento seguirá siendo impulsado por la demanda doméstica, respaldada por la solidez del crédito y del mercado laboral (el desempleo está a niveles históricos mínimos, o cerca de los mismos, en muchos países).

La inflación anual alcanzó el 5½ por ciento en 2011, frente al 4¼ por ciento el año anterior, debido en parte al aumento de los precios de los alimentos y combustibles. Durante la mayor parte de 2011, el nivel general de inflación mostró una tendencia a situarse cerca o por encima del límite superior del rango meta oficial, y la inflación subyacente aumentó.

Gráfico 2.4. En las economías financieramente integradas (FI) de América del Sur, el crecimiento del producto, la inflación y la demanda doméstica se han moderado, pero los déficits en cuenta corriente se han ampliado.

Países FI de América del Sur¹

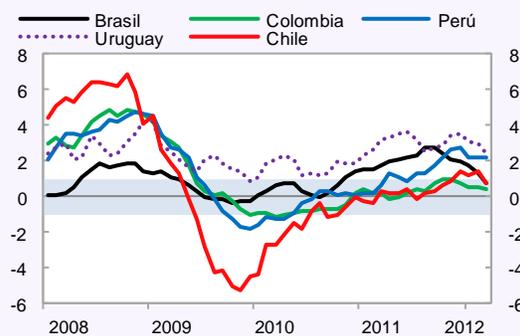
	2010	2011	Proy.	
			2012	2013
	(Porcentaje)			
Crecimiento real del PIB	7.1	5.4	4.2	4.6
Inflación, fin del periodo	4.2	5.6	4.2	3.9
	(Porcentaje del PIB)			
Balance en cuenta corriente	-1.3	-2.0	-2.8	-2.6
Balance primario fiscal	1.0	2.2	1.8	1.8
Deuda pública bruta	38.6	37.3	35.5	34.5
Memo: Crecimiento del PIB real	(Porcentaje)			
Brasil	7.5	2.7	3.0	4.1

Fuente: FMI, *Perspectivas de la economía mundial*.

¹ Promedio simple de Brasil, Chile, Colombia, Perú, y Uruguay.

Países FI de América del Sur: Expectativas de inflación menos la meta¹

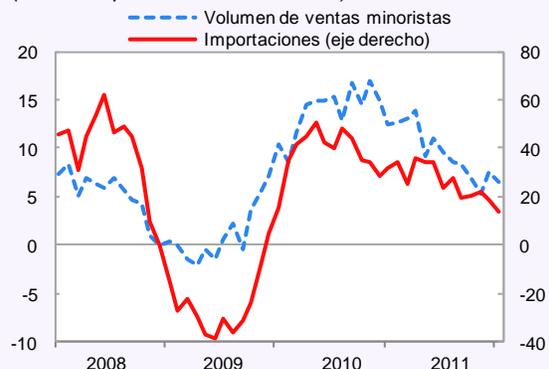
(Variación porcentual de 12 meses)



Fuentes: Haver Analytics y cálculos del personal técnico del FMI.
¹ La inflación fijada como meta es el punto medio de la banda de inflación. El rango de la meta de inflación es (± 1), excepto en Brasil y Uruguay, en donde el rango es (± 2). Datos a marzo de 2012.

Países FI de América del Sur: Indicadores de demanda doméstica¹

(Variación porcentual de 12 meses)

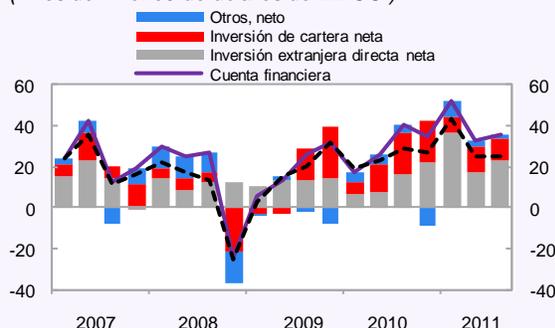


Fuentes: Haver Analytics y cálculos del personal técnico del FMI.

¹ Promedio para Brasil, Chile, Colombia, Perú y Uruguay.

Gráfico 2.5. En las economías financieramente integradas de América del Sur, los flujos de capital continúan impulsando el crédito bancario y los tipos de cambio.

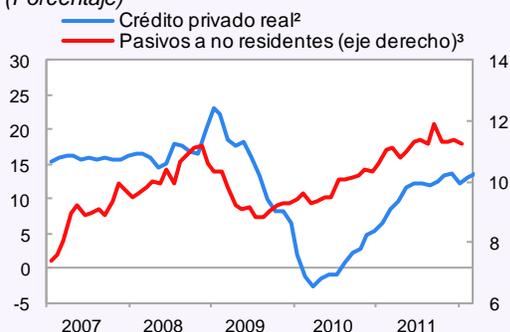
Países FI de América del Sur: Cuenta financiera¹
(Miles de millones de dólares de EE.UU.)



Fuentes: Haver Analytics, autoridades nacionales y cálculos del personal técnico del FMI.

¹ Incluye a Brasil, Chile, Colombia, Perú y Uruguay, salvo para el tercer trimestre de 2011, ya que no se dispone de datos para Colombia y Uruguay.

Países FI de América del Sur: Crédito bancario y apalancamiento¹
(Porcentaje)



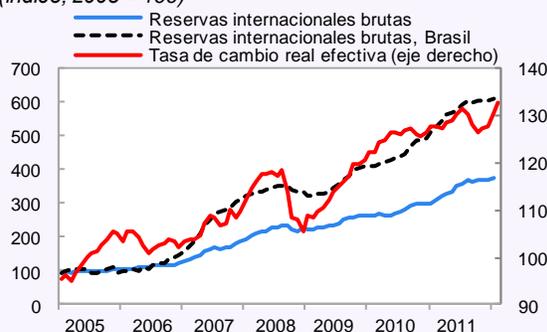
Fuentes: Emerging Markets Economic Data (EMED), Haver Analytics y cálculos del personal técnico del FMI.

¹ Promedio para Brasil, Chile, Colombia, Perú y Uruguay.

² Crédito bancario real al sector privado; variación porcentual de 12 meses. Datos a febrero de 2012.

³ Definidos como los pasivos frente a no residentes como porcentaje de los pasivos totales. Datos a enero de 2012.

Países FI de América del Sur: Reservas internacionales y tasas de cambio reales¹
(Índice, 2005 = 100)



Fuentes: Haver Analytics y cálculos del personal técnico del FMI.

¹ Promedio simple para Brasil, Chile, Colombia, Perú y Uruguay.

Más recientemente, sin embargo, la inflación parece haberse moderado, y las expectativas de inflación se han estabilizado dentro del rango meta en la mayoría de los países (con la excepción de Uruguay).

Los *déficits en cuenta corriente* de estos países continuaron aumentando, a pesar de los términos de intercambio favorables, dado que el ritmo de crecimiento de la demanda doméstica siguió sobrepasando al de la actividad económica. Durante 2011, estos déficits se elevaron a un promedio de alrededor de 2 por ciento del PIB (frente a 1¼ por ciento en 2010), y se proyecta que aumenten otro ¾ por ciento en 2012. Aunque aún son manejables, las cuentas externas de estos países (y otros en América del Sur) son cada vez más vulnerables a una caída drástica de los precios de las materias primas. (Si dichos precios retrocedieran a los niveles de 2005, por ejemplo, los déficits en cuenta corriente aumentarían, en promedio, alrededor de 3¼ puntos porcentuales del PIB, manteniendo constantes otros supuestos).

La *entrada de capitales* a estos países mantiene su dinamismo, pero es volátil (gráfico 2.5). Tras alcanzar su nivel máximo en el primer trimestre de 2011, las entradas se redujeron ligeramente en el segundo semestre del año, al elevarse la aversión global al riesgo; sin embargo, se mantuvo un flujo intenso de inversión extranjera directa, que contrarrestó los menores flujos de inversión en cartera. Para el año en su conjunto, la afluencia de capitales siguió siendo mayor que los déficits en cuenta corriente, y la tasa de cobertura de las reservas internacionales se situó muy por encima de los niveles anteriores a la crisis. Los datos preliminares indican que los flujos de capitales han mostrado una tendencia alcista desde principios de 2012, al mejorar el nivel de confianza global.

Los *tipos de cambio* repuntaron al reanudarse la afluencia de capitales. Durante el episodio de tensión financiera global de finales de 2011, casi todos los bancos centrales dejaron de intervenir en el mercado y permitieron que las monedas se depreciaran para amortiguar el shock, algunos proporcionaron financiamiento en dólares de EE.UU. y tomaron otras medidas para aliviar las presiones de liquidez en los mercados cambiarios e interbancarios domésticos. En 2012, al atenuarse la incertidumbre global, los tipos de cambio reales se apreciaron (acercándose a sus máximos históricos en algunos casos), por lo que algunos países comenzaron nuevamente a acumular reservas (Brasil, Colombia, Perú) y han adoptado medidas más rigurosas de gestión de los flujos de capitales (Brasil)¹.

El *crédito bancario*, en términos reales, sigue creciendo rápidamente en muchos países de la región. Este dinamismo se observa en todos los segmentos del mercado en general, aunque el rápido crecimiento del crédito hipotecario destaca en algunos casos (Brasil, Colombia y Perú), aunque partiendo de una base baja².

En general, los bancos se mantienen bien capitalizados, son rentables, líquidos y se financian principalmente mediante depósitos domésticos. Aunque la calidad del crédito se ha deteriorado en algunos sectores y los bancos dependen cada vez más del endeudamiento externo para financiar la expansión del crédito, la calidad del crédito en general se mantiene sana y los indicadores del

apalancamiento bancario continúan siendo bajos. Lo mismo cabe decir del endeudamiento de los hogares y las empresas, que desde hace algún tiempo mantiene una trayectoria ascendente, pero sigue situándose en niveles adecuados en la mayoría de los países. Dicho esto, las deficiencias de los datos limitan una evaluación apropiada del grado de apalancamiento de los hogares en gran parte de los países de la región (véase también el capítulo 5). En general, aunque en las economías financieramente integradas de la región se han acumulado vulnerabilidades financieras y externas, estas se mantienen dentro de niveles manejables.

Desafíos de política económica

Con las economías integradas a los mercados financieros operando cerca o por encima del potencial, la *política monetaria* debería seguir siendo flexible y lograr un equilibrio entre la necesidad de anclar las expectativas de inflación y la de mitigar el impacto de los shocks sobre la actividad económica. Las respuestas de política monetaria durante el período de tensión financiera global ocurrido en 2011 variaron de un país a otro. Algunos países (Brasil, Chile, Perú) redujeron o mantuvieron las tasas de política monetaria nominales al desacelerarse el crecimiento (gráfico 2.6). Otros (Colombia y Uruguay) continuaron aplicando una política más restrictiva ante la persistencia de presiones de demanda y el hecho de que las expectativas de inflación se situaban por encima de la meta (Uruguay).

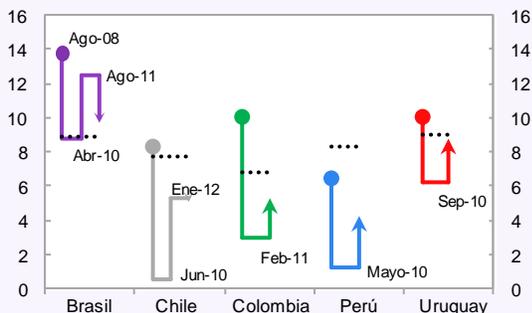
Ahora que las condiciones globales se han estabilizado en cierta medida, algunos países de este grupo posiblemente deberán volver a de Europa. En estas condiciones, los bancos centrales deberían estar dispuestos a actuar para garantizar el funcionamiento ordenado del

¹ En marzo de 2012, Brasil hizo extensiva la aplicación del impuesto del 6 por ciento a los préstamos extranjeros con vencimientos de hasta tres años (los vencimientos de hasta dos años ya estaban sujetos al impuesto), y dos semanas después, amplió la aplicación de este impuesto a los préstamos con vencimientos de hasta cinco años.

² En Brasil, los bancos públicos otorgan gran parte del crédito hipotecario.

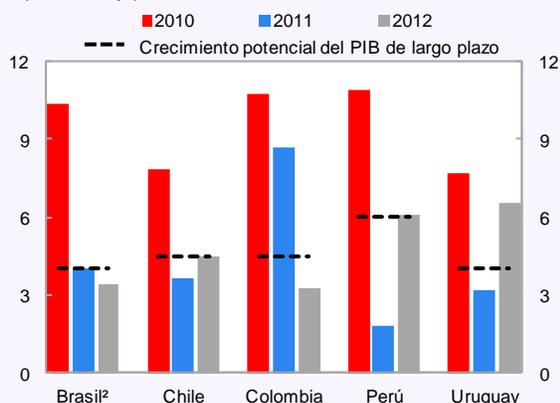
Gráfico 2.6. En algunos países FI el endurecimiento monetario se ha puesto en pausa, mientras la consolidación fiscal sigue avanzando.

Países seleccionados de América del Sur: Tasa de política monetaria¹
(Porcentaje)



Fuentes: Haver Analytics y cálculos del personal técnico del FMI.
¹ El punto al comienzo de la línea para cada país indica la tasa máxima antes de iniciar el ciclo de relajación monetaria en el segundo semestre de 2008. La línea punteada muestra el crecimiento potencial más la meta de inflación. Últimos datos disponibles a marzo de 2012.

Países FI de América del Sur: Gasto primario real¹
(Porcentaje)



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.
¹ Variación porcentual de los gastos primarios deflactados por el índice de precios al consumidor.
² En el caso de Brasil excluye los préstamos con fines de política y la capitalización de Petrobras en 2010.

aplicar políticas monetarias más restrictivas hasta alcanzar niveles neutrales, a fin de mantener las expectativas de inflación bien ancladas. Por lo tanto, será importante mantener la inflación más cerca del punto medio del rango oficial, para contrarrestar las desviaciones anteriores. Entretanto, los bancos centrales deberían permanecer atentos a la situación de liquidez en los mercados cambiario e interbancario, que podrían verse afectados por nuevos brotes de tensión financiera procedentes

mercado y evitar repercusiones negativas en las condiciones financieras domésticas.

La *consolidación fiscal* debería continuar. Los países financieramente integrados reforzaron sus balances fiscales primarios y redujeron sus niveles de deuda pública durante 2011, respaldados por el vigoroso crecimiento y los ingresos provenientes de las materias primas. Sin embargo, los déficits fiscales y la deuda pública se mantienen por encima de los niveles anteriores a la crisis en la mayoría de los países de este grupo, y la situación en Europa pone de manifiesto que la credibilidad fiscal ganada con tanto esfuerzo puede ser frágil. Con las brechas del producto cerradas o positivas, la consolidación fiscal es necesaria para dar la debida flexibilidad a la política monetaria, sobre todo porque las altas tasas de interés reales pueden atraer flujos a corto plazo que podrían ser disruptivos. Por último, los países deberían reforzar sus balances fiscales ahora porque el actual entorno externo favorable podría debilitarse e incluso revertirse a mediano plazo (recuadro 2.2).

Sin embargo, la consolidación fiscal debe diseñarse de forma tal que no comprometa el gasto social y en infraestructura, y en los casos en que la presión fiscal es baja debería considerarse la posibilidad de movilizar ingresos públicos. Asimismo, los países deberían considerar la adopción de metas fiscales estructurales (es decir, excluyendo los gastos e ingresos impulsados por el ciclo económico). Un importante principio rector debería ser que el crecimiento anual del gasto público primario se mantenga, en general, en línea con el crecimiento de los ingresos estructurales, lo que

en la mayoría de los casos corresponde con el crecimiento del producto potencial³.

Los *tipos de cambio* deberían mantenerse flexibles para crear márgenes de maniobra que permitan hacer frente a shocks externos. A fin de manejar flujos de capitales cuantiosos y volátiles, debería permitirse que los tipos de cambio fluctuaran para no crear presiones de mercado en una sola dirección. Podría considerarse la intervención cambiaria, particularmente después de haberse permitido un grado de apreciación sustancial, manteniendo la atención sobre los costos de esterilización⁴. También podrían adoptarse medidas administrativas como parte del conjunto de herramientas disponibles, pero no deberían utilizarse como sustituto a una orientación de política adecuada. Finalmente, deberían evitarse las restricciones al comercio exterior.

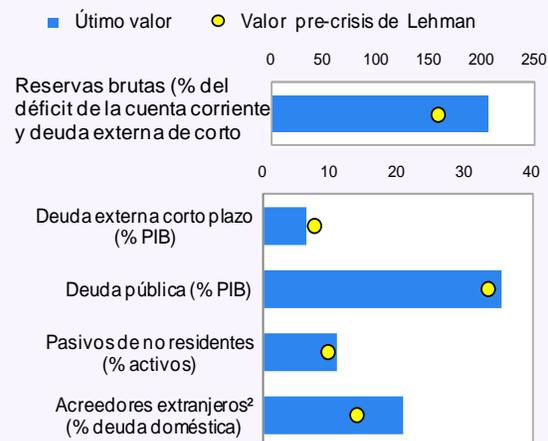
Posiblemente sea necesario adoptar *políticas macroprudenciales* para evitar excesos financieros, sobre todo en el contexto de las entradas de capitales volátiles. Los países financieramente integrados, Brasil en particular, mantienen una política activa en este frente (véase cuadro 2.1). El impacto de estas políticas ha sido difícil de evaluar, dado que las mismas se han focalizado en mercados o sectores específicos y generalmente acompañan a las medidas adoptadas en el ámbito monetario. Aunque es necesario seguir examinando este tema para que las políticas macroprudenciales puedan ser calibradas adecuadamente, dichas herramientas tienden a funcionar mejor si se complementan con políticas macroeconómicas, aunque no

³ Dado que el producto se situaba cerca o por encima de su potencial, algunos países (Chile, Perú, Uruguay) retiraron las políticas de estímulo aplicadas en 2011 reduciendo el crecimiento del gasto primario real por debajo del crecimiento del producto potencial.

⁴ Adler y Tovar (2011) observan que las intervenciones son más eficaces cuando hay señales de sobrevaluación de la moneda.

Gráfico 2.7. En los países FI, las vulnerabilidades siguen siendo bajas pero se están intensificando en algunos ámbitos. Por otra parte, el financiamiento barato continúa impulsando el endeudamiento de las empresas.

AL5: Indicadores de Vulnerabilidad Seleccionados¹

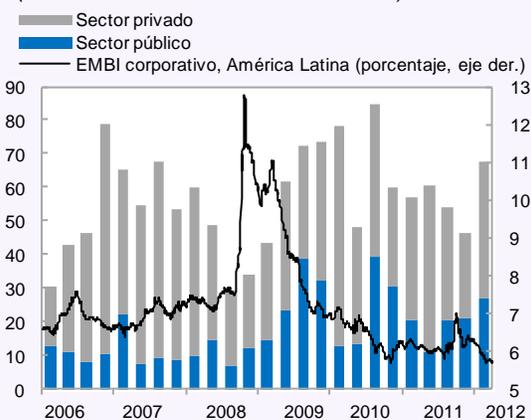


Fuentes: Haver Analytics, base de datos Vulnerabilities Database (VEE) y cálculos del personal técnico del FMI.

¹ Promedio simple para Brasil, Chile, Colombia, México, y Perú. Datos hasta febrero de 2012 cuando están disponibles; el valor pre-crisis de Lehman se refiere a julio de 2008.

² Excluye a Chile y Uruguay.

Emisiones de bonos, acciones y préstamos¹ (Miles de millones de dólares de EE.UU.)



Fuentes: Bloomberg L.P y Dealogic.

¹ Incluye emisiones corporativas, soberanas, y cuasi-soberanas suscritas con el aval de bancos en Nueva York.

Los datos para el primer trimestre del 2012 están incompletos. EMBI = Emerging Markets Bond Index.

siempre tienen que moverse en la misma dirección. Además, dado que el efecto de las políticas macroprudenciales tiende a ser pasajero, puede ser necesario efectuar ajustes periódicos para que sigan surtiendo efecto (véase el capítulo 2 de la edición de octubre de 2011 de *Perspectivas regionales: Las Américas* [FMI, 2011c]).

CUADRO 2.1: MEDIDAS MACROPRUDENCIALES (MAP) Y DE MANEJO DE FLUJOS DE CAPITAL (MFC) EN AMÉRICA LATINA (2008–11)

Instrumento de Política	Motivación		País	
	MaP	MFC		Objetivo
Requerimientos de capital y relaciones crédito a valor del préstamo	✓		Desacelerar el crecimiento del crédito.	Brasil (largo plazo, mercado de crédito al consumo, 2010↑–2011↓), ³ Perú (requerimientos de capital contracíclicos y basados en la concentración, 2010↑)
Provisión dinámica ¹	✓		Generar durante la bonanza un colchón contra pérdidas para ser usado durante tiempos malos.	Bolivia (2008), Colombia (2007), Perú (2008), Uruguay (2001)
Requerimientos de liquidez ²	✓		Medidas para identificar, monitorear y controlar el riesgo de liquidez bajo situaciones de estrés.	Colombia (2008)
Encajes sobre depósitos bancarios	✓		Limitar el crecimiento del crédito, manejar la liquidez y complementar la política monetaria.	Perú (2010↑, 2011↑), Brasil (2010↑, 2011↓), ³ Uruguay (2009, 2010, 2011↑)
Encajes sobre obligaciones externas de corto plazo	✓		Hacer el endeudamiento a corto plazo menos atractivo para los bancos.	Perú (2010↑, 2011↓)
Límites para manejo de riesgo cambiario crediticio	✓	✓	Hacer que los prestatarios sin cobertura cambiaria internalicen el riesgo crediticio.	Perú (2010↑), Uruguay (2010↑)
Límites sobre posiciones de tipo de cambio	✓	✓	Manejar el riesgo cambiario sobre activos y pasivos bancarios fuera y dentro de las hojas de balance.	Brasil (encajes sobre posiciones cortas en dólar spot, 2011↑), Perú (2010, sobre posiciones netas en derivados cambiarios, 2011↑)
Encajes para instituciones financieras no residentes	✓	✓	Reducir los incentivos para entradas de capital de corto plazo, y cambiar la composición los pasivos bancarios hacia una base más estable.	Perú (2010↑)
Impuesto al endeudamiento externo		✓	Reducir las entradas de capital de corto plazo y cambiar la estructura de plazos hacia el largo plazo.	Brasil (impuesto ITF, 2010↑, 2011↑ y ↓, 2012↑)
Límites a la inversión en el extranjero para fondos de pensiones domésticos		✓	Manejar las salidas de capital para compensar las presiones sobre el tipo de cambio.	Perú (2010↓)

Fuente: personal técnico del FMI basada en fuentes nacionales.

Nota: Una "↑" denota movimiento hacia una política más restrictiva, mientras que "↓" refleja una política más laxa.

¹ El sistema chileno de provisión para préstamos en mora establecido en 2011 no se clasifica como provisión dinámica ya que no lleva implícita la acumulación de provisiones genéricas en un fondo de reservas, como sucede en otros países citados, sino que se basa en una provisión específica sobre provisiones estimadas de default crediticio.

² Los requerimientos de liquidez existen en muchos países, pero no necesariamente se aplican en relación a condiciones de pruebas de resistencia (stress tests).

³ En meses recientes, Brasil relajó su política macroprudencial al: i) reducir los requerimientos de capital para el crédito automotriz y personal con madurez menor a 36 meses, y créditos con deducción a la nómina con madurez menor a 60 meses—mientras se elevaron los requerimientos de capital para el crédito de largo plazo (Nov-2011); y ii) autorizar a grandes bancos a adquirir portafolios y acciones de bancos pequeños a través de recursos mantenidos como encajes sobre depósitos a plazo (Dic-2011), y para ello reducir la remuneración de las reservas sobre depósitos a plazo.

Gráfico 2.8. En otros países exportadores de materias primas de América el Sur, la política económica sigue siendo muy procíclica, lo que ha dado lugar a salidas de capital en algunos casos.

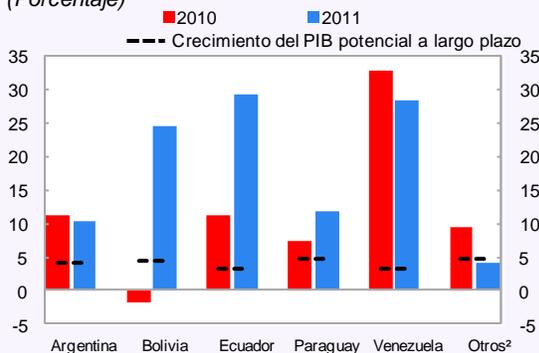
Otros países de América del Sur: Indicadores clave

	2010	2011	2012	2013
			Proy.	
				(Porcentaje)
Crecimiento del PIB real	6.1	5.9	3.4	4.9
Inflación, fin de periodo	11.2	10.5	11.9	10.6
				(Porcentaje del PIB)
Balance en cuenta corriente	0.7	1.8	1.0	1.0
Balance primario fiscal	0.6	-0.1	-0.8	-0.5
Deuda pública bruta	31.9	30.8	31.6	31.8
Memo: Crecimiento del PIB real				(Porcentaje)
Ecuador	3.6	7.8	4.5	3.9
Venezuela	-1.5	4.2	4.7	3.2

Fuentes: Autoridades nacionales, y FMI, *Perspectivas de la economía mundial*.

¹ Promedio simple de Argentina, Bolivia, Ecuador, Paraguay, y Venezuela. Los datos para Argentina son de fuentes oficiales.

Otros países de América del Sur: Gasto primario real¹ (Porcentaje)

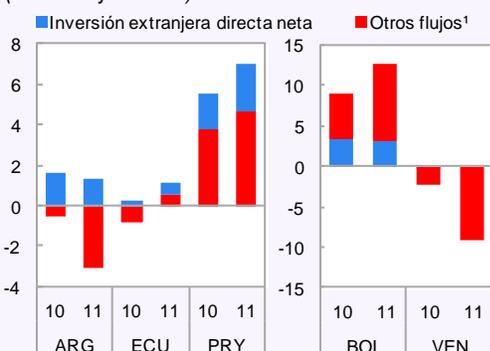


Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

¹ Variación porcentual de los gastos primarios deflactados por el índice de precios al consumidor.

² Promedio ponderado para Brasil, Chile, Colombia, Perú y Uruguay.

Otros países de América del Sur: Cuenta de capital (Porcentaje del PIB)



Fuente: FMI, *Perspectivas de la economía mundial*.

¹ Otros flujos excluyen reservas acumuladas y errores y omisiones. Para Argentina, incluye los flujos de financiamiento excepcional.

Por último, *monitorear de cerca los sectores financiero y corporativo* sigue siendo prioritario. Deberán redoblar los esfuerzos para subsanar las carencias de información a fin de poder realizar una evaluación adecuada de las vulnerabilidades y mejorar la supervisión, en particular mediante el fortalecimiento de la capacidad para evaluar las prácticas de gestión de riesgo de los bancos. Además, sigue siendo importante monitorear las operaciones no registradas en las hojas de balance de las empresas, sobre todo aquellas que podrían provocar descalces de monedas y vencimientos.

Países de América del Sur exportadores de materias primas con menor integración financiera: ¿Es ésta la gesta de otro ciclo de auge y caída?

En los países exportadores de materias primas de América del Sur menos integrados a los mercados financieros⁵ se mantuvo un crecimiento vigoroso en 2011, del 6 por ciento en promedio, impulsado por los elevados precios de sus principales exportaciones de materias primas y por políticas muy expansivas en la mayoría de los países. Muchas de estas economías están operando por encima de su potencial desde hace algún tiempo. La inflación sigue siendo alta, en general, debido a políticas procíclicas y a cuellos de botella en la oferta, y a pesar de los controles de precios aplicados en algunos casos (Argentina y Venezuela). En Bolivia y Paraguay, la inflación alcanzó su nivel máximo a mediados de 2011 para luego reducirse considerablemente, debido en gran parte a la caída de los precios de los alimentos y (en Paraguay) al efecto rezagado de una política monetaria más restrictiva.

⁵ El grupo comprende Argentina, Bolivia, Ecuador, Paraguay y Venezuela.

Las tasas de interés reales siguen siendo negativas (salvo en Paraguay), y los agregados monetarios y el crédito privado continúan creciendo rápidamente. La política fiscal continúa intensificando las presiones de demanda, y el gasto público ha aumentado muy por encima del crecimiento del producto potencial de todos estos países. En algunos de ellos (Argentina y Venezuela) el deterioro de las cuentas externas, a pesar de los altos precios de las exportaciones, llevó a la imposición de controles cambiarios y a restringir las importaciones.

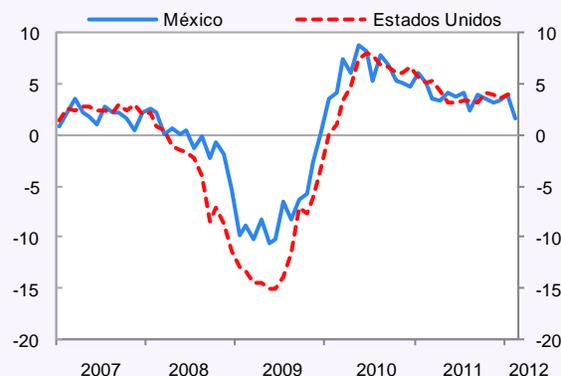
Para 2012, se proyecta que el crecimiento del PIB real en estas economías se desacelere, sobre todo en Argentina y Ecuador. Los cuellos de botella de la oferta cada vez mayores, el debilitamiento de la demanda externa y los shocks relacionados con factores climáticos, en algunos casos, frenarán el crecimiento. Dado que los términos de intercambio son aún favorables, deberán adoptarse nuevas medidas de política económica para controlar la expansión de la demanda y contener las presiones de sobre calentamiento⁶.

Los riesgos a la baja para estos países en caso de una fuerte caída de los precios de las materias primas son más significativos que para los exportadores financieramente integrados, porque los países en el primer grupo no crearon los márgenes de maniobra adecuados durante los años de auge (con la excepción de Bolivia y Paraguay). En consecuencia, un objetivo prioritario es reforzar los marcos de política (particularmente la fiscal) para evitar la prociclicidad y limitar la volatilidad macroeconómica, inclusive mediante la

⁶ En Paraguay, una fuerte sequía ha ayudado a reducir el crecimiento de la demanda doméstica y a moderar presiones de sobre calentamiento.

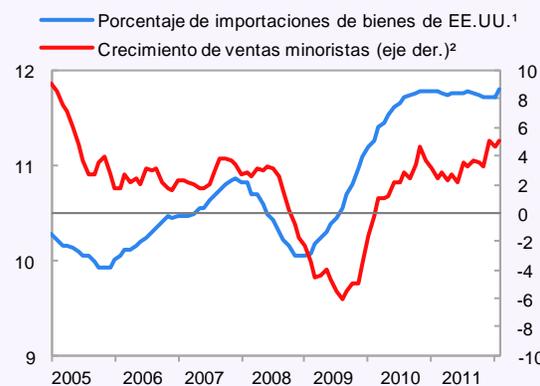
Gráfico 2.9. Aunque la recuperación de México sigue vinculada a la de Estados Unidos, la demanda doméstica se ha fortalecido.

México y Estados Unidos: Producción industrial
(Variación porcentual de 12 meses)



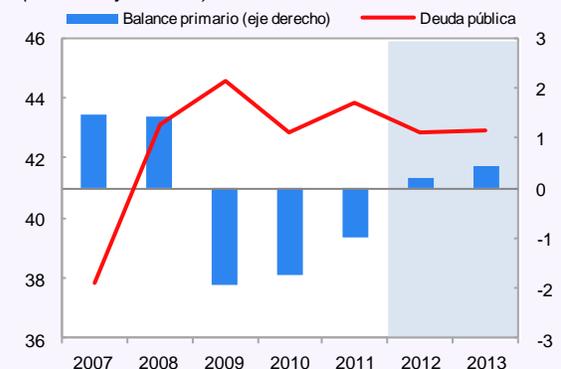
Fuentes: Haver Analytics y cálculos del personal técnico del FMI.

México: Contribuciones externas e internas a la actividad económica



Fuentes: Haver Analytics y cálculos del personal técnico del FMI.
¹ Promedio móvil de 12 meses.
² Promedio móvil de 3 meses.

México: Balance primario y deuda pública
(Porcentaje del PIB)



Fuentes: Autoridades nacionales y cálculos del personal técnico del FMI.

adopción de reglas que limiten el crecimiento del gasto durante un ciclo de auge de los precios de exportación (recuadro 2.3). Además, continuará siendo crucial mejorar el clima empresarial y de inversión para corregir los cuellos de botella de la oferta y elevar el producto potencial.

México y América Central: Enfrentando una lenta recuperación en Estados Unidos

México

El PIB real de México creció a un ritmo de 4 por ciento en 2011 (5½ por ciento en 2010), impulsado por el dinamismo de las exportaciones manufactureras y la demanda doméstica, que se beneficiaron de la recuperación del sector manufacturero en Estados Unidos y del mejoramiento del crédito y el empleo⁷. La brecha del producto continuó cerrándose, y ahora es modesta. Las expectativas de inflación están bien ancladas, aunque la inflación general ha aumentado en los últimos meses, debido a los shocks de precios de los alimentos. Se proyecta que el crecimiento del producto se sitúe cerca del 3¾ por ciento durante 2012–13, lo que permitirá que se cierre la brecha del producto restante. Los riesgos para las perspectivas económicas de México se inclinan a la baja, y están vinculados a los riesgos en Estados Unidos y al resurgimiento de las tensiones en Europa.

La orientación de las políticas económicas de México sigue manteniendo un equilibrio prudente entre el apoyo a la actividad económica y la reconstitución de los márgenes de política, mientras que la flexibilidad del tipo

⁷ La participación de México en el mercado de Estados Unidos ha mantenido una tendencia al alza desde la crisis global de 2008-09.

de cambio continúa desempeñando un papel esencial para mitigar el impacto de los shocks externos⁸. La política monetaria sigue apoyando el crecimiento, y se ha calibrado el ritmo de la consolidación fiscal para no comprometer la recuperación. Asimismo, el gobierno ha seguido aprovechando las condiciones de financiamiento favorables para mejorar la estructura de la deuda.

De cara al futuro, el desafío de política económica consiste en encontrar la forma de liberar el potencial de crecimiento de México y generar empleo, abordando al mismo tiempo los retos fiscales a largo plazo derivados de la disminución proyectada de los ingresos del petróleo como porcentaje del PIB y las presiones relacionadas con el envejecimiento de la población. Para impulsar el crecimiento, México necesita avanzar en la aplicación de reformas estructurales orientadas a incrementar la productividad y fomentar la inversión. Para hacer frente a los desafíos fiscales a más largo plazo es necesario aplicar una combinación de medidas para movilizar ingresos públicos no petroleros y para racionalizar los gastos.

América Central

El crecimiento del producto en América Central, Panamá y la República Dominicana (la región de CAPDR por sus siglas en inglés), se ha mantenido relativamente firme en 2011. Excepto en el caso de El Salvador y Panamá, el PIB real creció, en promedio, a un ritmo de alrededor de 4 por ciento. En Panamá, la expansión del canal y un programa de inversión pública a gran escala impulsaron el crecimiento del PIB al 10 por ciento; en el otro extremo, el

⁸ En respuesta a las incertidumbres globales, en noviembre de 2011 el Banco de México anunció que vendería US\$400 millones cuando el tipo de cambio se depreciara más del 2 por ciento en un día. Este mecanismo aún no se ha gatillado.

crecimiento en El Salvador se mantuvo deprimido. Las presiones inflacionarias en este grupo perdieron fuerza a mediados de 2011, a raíz de la moderación en los precios de los alimentos y la aplicación de una política monetaria más restrictiva en algunos casos. Sin embargo, el promedio de inflación se mantuvo por encima del 6 por ciento.

Si bien las exportaciones y remesas siguen creciendo a un ritmo vigoroso, aunque más lento, las importaciones aumentaron más rápidamente debido en parte al alza de precios del petróleo. Como resultado, el déficit en cuenta corriente se amplió notablemente (al 8 por ciento del PIB en promedio). El aumento de la inversión extranjera directa y de los flujos oficiales ayudó a cubrir los mayores déficits, contribuyendo a que la posición de las reservas internacionales no se modificara mayormente. Sin embargo, las vulnerabilidades externas en la mayor parte de los países de la región de CAPDR continúan generando preocupación.

Se proyecta que el crecimiento se moderará al 3½ por ciento en 2012, debido a la desaceleración de la demanda externa y al debilitamiento del impulso fiscal. Los riesgos a la baja están estrechamente vinculados a los riesgos de Estados Unidos (que constituye el principal mercado de exportación y fuente de remesas de la región de CAPDR), donde el crecimiento se mantendrá deprimido a mediano plazo. Asimismo, un fuerte aumento de los precios del petróleo comprometería la posición externa de la mayoría de los países de la región y ejercería presión sobre sus sistemas de subsidios a la energía (sobre todo en El Salvador, Nicaragua y la República Dominicana).

Los países de la región de CAPDR han progresado lentamente en la normalización de la orientación de sus políticas, sobre todo en el ámbito fiscal. No se ha recuperado el espacio

Gráfico 2.10. América Central: El crecimiento se mantenido firme, respaldado por las exportaciones y las remesas.

América Central: Indicadores clave¹

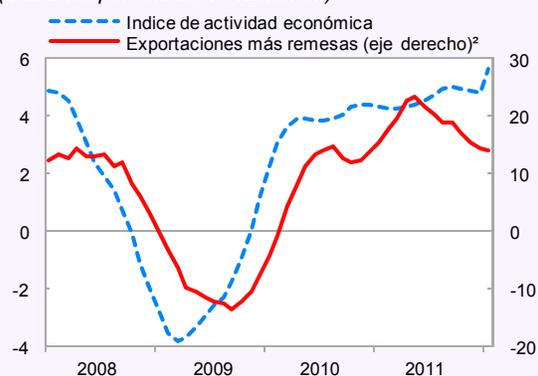
	2010	2011	Proy.	
	(Porcentaje)			
Crecimiento del PIB real	4.0	3.7	3.5	3.7
Inflación, fin de período	5.9	6.2	5.9	5.2
	(Porcentaje del PIB)			
Balance en cuenta corriente	-6.1	-8.1	-8.0	-7.5
Balance primario fiscal	-1.4	-0.9	-0.5	-0.1
Deuda pública bruta	39.7	39.2	39.5	39.0
Memo: Crecimiento del PIB real	(Porcentaje)			
Panamá	7.6	10.6	7.5	6.6

Fuente: FMI, *Perspectivas de la economía mundial*.

¹ Promedio simple para Costa Rica, El Salvador, Guatemala, Honduras, Nicaragua y República Dominicana. Excluye Panamá.

América Central: Indicadores de actividad económica domésticos y externos¹

(Variación porcentual de 12 meses)



Fuentes: Autoridades nacionales y cálculos del personal técnico del FMI.

¹ Incluye a Costa Rica, El Salvador, Guatemala, Honduras y Nicaragua. Datos a enero 2012.

² Promedio móvil de seis meses.

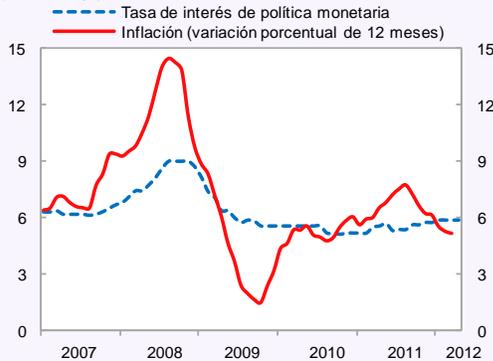
fiscal utilizado por la mayoría de los países tras la crisis global, y la deuda pública permanece muy por encima de los niveles registrados antes de la crisis, aunque ya se han aplicado medidas para movilizar ingresos públicos en algunos países⁹. Dado que el producto se mantiene cerca de su potencial en casi todos los países de este

⁹ Se aprobaron reformas tributarias en El Salvador (diciembre de 2011, por ½ por ciento del PIB) y Guatemala (febrero de 2012, por 1½ por ciento del PIB en forma acumulada para 2015). La reforma aprobada en Costa Rica (marzo de 2012, por

(continúa)

Gráfico 2.11. América Central: Las políticas monetaria y fiscal se han ajustado a un ritmo lento. La deuda pública se mantiene por arriba de los niveles previos a la crisis.

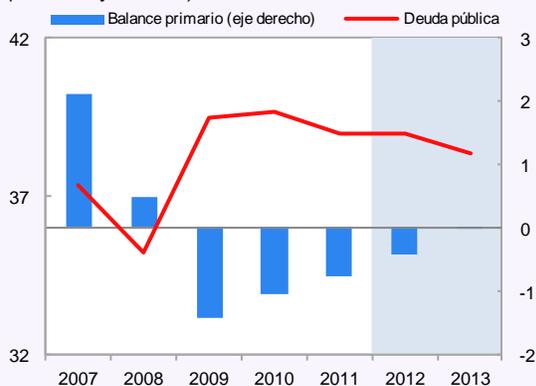
América Central: Inflación y tasas de política monetaria¹
(Porcentaje)



Fuentes: Autoridades nacionales y cálculos del personal técnico del FMI.

¹ Promedio simple para Costa Rica, Guatemala, Honduras y República Dominicana. Datos hasta marzo de 2011.

América Central: Balance primario y deuda pública¹
(Porcentaje del PIB)



Fuentes: Autoridades nacionales y cálculos del personal técnico del FMI.

¹ Promedio simple para Costa Rica, El Salvador, Guatemala, Honduras, Nicaragua, Panamá y República Dominicana.

grupo, los esfuerzos para reducir la deuda deben continuar, aun avanzando a un ritmo gradual para no comprometer el crecimiento.

En la mayoría de los casos, deberán redoblar los esfuerzos para controlar el gasto público corriente, especialmente los salarios (que son

excesivamente altos como porcentaje del PIB)¹⁰. También es preciso avanzar en la movilización de ingresos públicos para cubrir las necesidades sociales y de infraestructura. El aumento de los impuestos directos (al alinear las tasas impositivas que pagan las empresas con los estándares internacionales) y la reducción de los generosos incentivos y concesiones tributarias son dos ámbitos prometedores.

Exceptuando El Salvador y Panamá, que son economías plenamente dolarizadas, los países de la región también deberán redoblar sus esfuerzos para reformar sus marcos de política monetaria¹¹. La flexibilización de los tipos de cambio ha avanzado de manera excesivamente lenta en muchos casos, lo que ha privado a las autoridades de un instrumento para hacer frente a los shocks externos y ha entorpecido el mecanismo de transmisión de la política monetaria (véase Medina Cas, *et al.*, 2011a, 2011b).

A diferencia de los países exportadores de materias primas financieramente integrados, América Central no se ve demasiado beneficiada por las favorables condiciones imperantes en los mercados financieros y de materias primas globales. El menor crecimiento potencial en Estados Unidos representará un fuerte freno para estas economías a mediano plazo. En consecuencia, la implementación de reformas estructurales para impulsar el crecimiento potencial seguirá siendo un objetivo prioritario, especialmente aquellas orientadas a mejorar el clima de negocios y la competitividad (véase Swiston y Barrot, 2011).

¹⁰ Honduras aprobó recientemente una ley que establece nuevas normas para fijar los salarios de los maestros y reformar sus pensiones.

¹¹ La República Dominicana adoptó oficialmente un régimen de metas de inflación en enero de 2012 y Honduras adoptó una banda cambiaria móvil en julio de 2011.

1¼ por ciento del PIB) fue declarada inconstitucional recientemente.

El Caribe: Saneando los balances mientras siguen soplando vientos en contra

El crecimiento del PIB real en los países del Caribe altamente dependientes del turismo está cobrando impulso lentamente después de una recesión profunda y prolongada. Se prevé que el producto crezca a un ritmo de alrededor del 1½ por ciento en 2012 (en comparación con ½ por ciento el año pasado), limitado por unas condiciones externas que permanecen difíciles y la consolidación fiscal. La llegada de turistas continúa recuperándose, pero a distintas velocidades determinadas por la debilidad de las condiciones laborales prevalentes en las principales fuentes de turismo.

El crecimiento sigue viéndose frenado por enormes desafíos derivados de los altos niveles de deuda pública y de términos de intercambio adversos, principalmente atribuibles a los elevados precios del petróleo. Las perspectivas son ligeramente más favorables para los países exportadores de materias primas (Guyana, Suriname, y Trinidad y Tobago), donde se proyecta que el producto crecerá, en promedio, a un ritmo de 3½ por ciento este año (2½ por ciento en 2011) impulsado por los altos precios de las materias primas, particularmente el oro y el petróleo. Por otra parte, se proyecta que en Haití el crecimiento alcanzará cerca de 8 por ciento en 2012, lo que obedece a la intensificación de las tareas de reconstrucción después del terremoto.

En los países del Caribe altamente dependientes del turismo, los déficits de la balanza en cuenta corriente han vuelto a agudizarse, debido al aumento de las importaciones de petróleo y al estancamiento de la competitividad. Estos desequilibrios externos se están financiando con inversión extranjera directa, que está repuntando lentamente, así como con flujos

Gráfico 2.12. La actividad en el Caribe se está recuperando lentamente y la consolidación fiscal sigue siendo modesta.

El Caribe: Indicadores clave¹

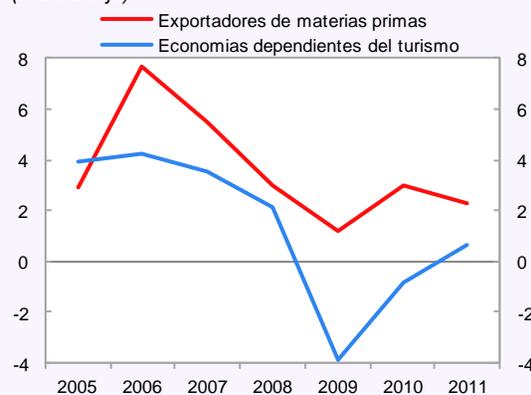
	2010	2011	Proy.	
			2012	2013
	(Porcentaje)			
Crecimiento real del PIB	-0.8	0.5	1.6	2.0
Inflación, fin del período	3.9	4.6	3.0	3.1
	(Porcentaje del PIB)			
Balance en cuenta corriente	-14.6	-14.3	-15.5	-15.1
Balance primario fiscal	-0.4	0.4	-0.1	1.2
Deuda pública bruta	91.5	91.3	93.1	92.9
	(Porcentaje)			
Memo: Crecimiento del PIB real				
Haití	-5.4	5.6	7.8	6.9
Exp. de materias primas ²	3.0	2.5	3.5	4.7

Fuentes: FMI, *Perspectivas de la economía mundial*.

¹ Promedio simple para Bahamas, Barbados, Belice, Jamaica, y los miembros de la Unión Monetaria del Caribe Oriental.

² Incluye a Guyana, Suriname, y Trinidad y Tobago.

El Caribe: Crecimiento real del PIB¹ (Porcentaje)



Fuentes: FMI, *Perspectivas de la economía mundial* y cálculos del personal técnico del FMI.

¹ Incluye a Guyana, Suriname y Trinidad y Tobago

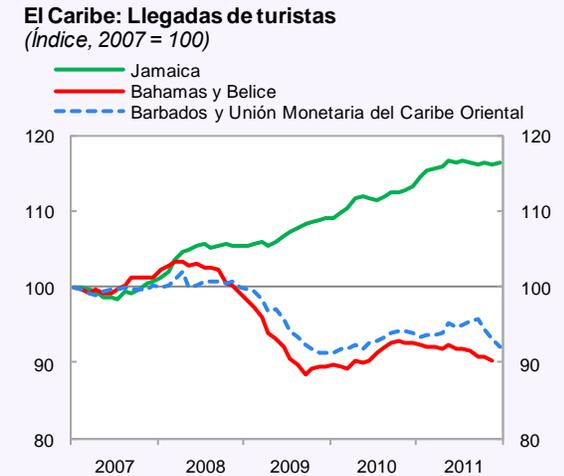
² Incluye a Bahamas, Barbados, Belice, Jamaica y los países miembros de la Unión Monetaria del Caribe Oriental.

oficiales, incluyendo recursos del FMI¹². El financiamiento a través de préstamos concesionarios otorgados por Petrocaribe de Venezuela también está ayudando a aliviar el impacto del alza del petróleo en algunos países.

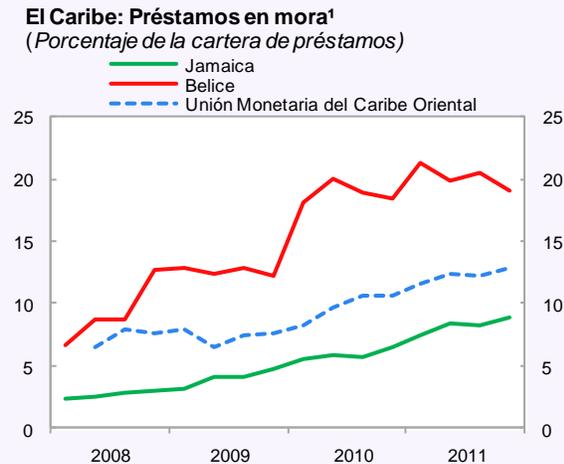
La consolidación fiscal está avanzando, aunque se han producido desviaciones con respecto a

¹² Antigua y Barbuda, Granada y Saint Kitts y Nevis reciben asistencia financiera del FMI en el contexto de un programa. Además, Dominica recibió financiamiento del FMI a principios de 2012 en el marco del Servicio de Crédito Rápido.

Gráfico 2.13. El turismo en el Caribe se recupera a distintas velocidades, y las tensiones financieras y la carga fiscal siguen siendo un obstáculo.

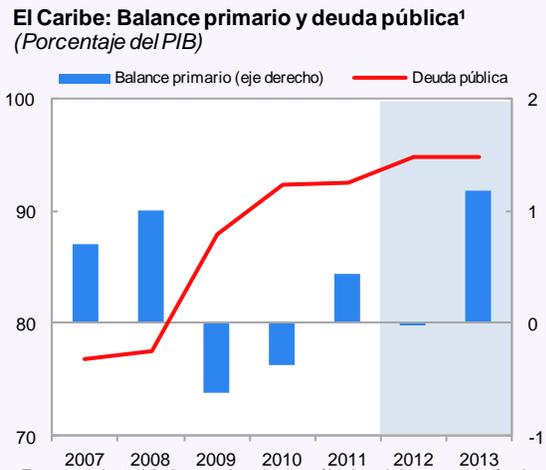


Fuentes: Organización del Turismo del Caribe y cálculos del personal técnico del FMI.



Fuentes: Autoridades nacionales y cálculos del personal técnico del FMI.

¹ Datos hasta 2011:T4.



Fuentes: Autoridades nacionales y cálculos del personal técnico del FMI.

¹ Promedio simple para Bahamas, Barbados, Belice, Jamaica y los países miembros de la Unión Monetaria del Caribe Oriental.

los objetivos previstos en algunos países en 2011 (Barbados y Jamaica). El balance fiscal primario mejoró, en promedio, 1 punto porcentual en 2011, pero los niveles de deuda pública se mantienen en niveles enormemente altos. Deberán redoblar los esfuerzos para encauzar la deuda en una tendencia descendente sostenida. En algunos casos, la consolidación posiblemente deberá complementarse con una reestructuración de la deuda en condiciones de mercado, como en el caso reciente de Saint Kitts y Nevis¹³.

Las deficiencias en el sector financiero de la región siguen siendo elevadas. La calidad del crédito bancario, especialmente en el caso de los bancos locales, continúa deteriorándose. Se han adoptado medidas para evaluar los balances de los bancos débiles y desarrollar estrategias para sanarlos. La elevada exposición a entidades soberanas (incluidas aquellas que han reestructurado su deuda recientemente), así como la falta de recursos públicos, hace que sea realmente difícil fortalecer los balances de los bancos.

En el ámbito no bancario, se ha avanzado a paso desigual en el proceso de resolución de los problemas de las subsidiarias aseguradoras de un grupo financiero con sede en Trinidad y Tobago (*Colonial Life Insurance Company* o CLICO, y *British American Insurance Company* o BAICO) tres años después del colapso del conglomerado financiero. Trinidad y Tobago ha liquidado sus obligaciones frente a CLICO, pero en Barbados el proceso de resolución sigue pendiente. En la Unión Monetaria del Caribe Oriental (ECCU), se ha puesto a la venta una

¹³ En febrero de 2012, Saint Kitts y Nevis presentó una oferta de canje formal a sus tenedores de bonos y acreedores comerciales externos. La oferta fue aceptada con una tasa de participación superior al 95 por ciento. Continúan las deliberaciones con los acreedores domésticos.

parte de la subsidiaria de seguros, y una fracción de los créditos está pendiente de una resolución regional.

Los riesgos para las perspectivas de la región del Caribe se inclinan a la baja. En el ámbito externo, se han intensificado las tensiones en Europa, lo que no es un buen presagio para el turismo y los flujos de inversión extranjera directa, y un fuerte aumento del precio del petróleo intensificaría la presión sobre las cuentas externas (dado que en las economías altamente dependientes del turismo el petróleo representa más de la mitad del total de importaciones). En el plano doméstico, la fatiga fiscal podría socavar la confianza del mercado, y

las vulnerabilidades del sector financiero podrían afectar los ya elevados niveles de deuda pública.

De cara al futuro, deberán redoblar los esfuerzos para hacer frente a las deficiencias estructurales a fin de fortalecer la competitividad y el crecimiento (los costos de los insumos son altos en comparación con las islas pequeñas de otras regiones; véase el recuadro 2.4). La aplicación de políticas para reducir los costos de la energía y de la mano de obra mejoraría la competitividad y revitalizaría el crecimiento. La diversificación del turismo hacia los mercados emergentes también podría ayudar.

Recuadro 2.1. La exposición a los bancos extranjeros y el riesgo de desapalancamiento en América Latina y el Caribe

Los activos de los bancos extranjeros en América Latina y el Caribe han aumentado considerablemente durante la última década. En efecto, los activos externos en la región han crecido a un ritmo equiparable a los de otras regiones emergentes, aunque en las economías emergentes de Asia el aumento ha sido ligeramente más rápido. A diferencia de lo ocurrido en las economías emergentes de Europa, los activos de los bancos extranjeros en América Latina y el Caribe han seguido incrementándose después de la crisis financiera mundial, a pesar de una breve interrupción.

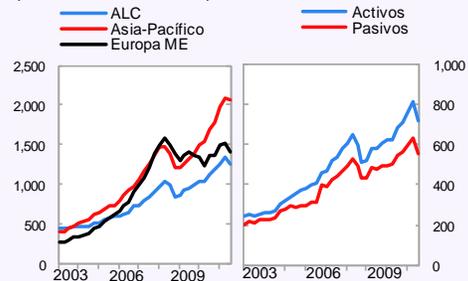
La exposición de los bancos extranjeros (por tamaño y composición) en la región varía considerablemente de un país a otro.

- Los activos de los bancos extranjeros en las economías más grandes e integradas a los mercados financieros (AL-6: Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Uruguay) representan, en promedio, aproximadamente 30 por ciento del PIB, de los cuales alrededor de la mitad corresponden a activos locales en moneda doméstica (concretamente, crédito a residentes otorgado por subsidiarias de bancos extranjeros), y la otra mitad a activos internacionales (una combinación de crédito y préstamos transfronterizos directos en moneda extranjera otorgados por subsidiarias bancarias). Los activos de bancos europeos en la región se concentran principalmente en las economías de AL-6 (más del 60 por ciento de todos los activos), dada la fuerte presencia de bancos españoles.
- El volumen de activos externos que sostienen los bancos extranjeros en otras economías que no forman parte del grupo AL-6, es mucho menor, con la notable excepción del Caribe. Además, el volumen de activos europeos en América Central y el Caribe es pequeño (menos del 30 por ciento del total).

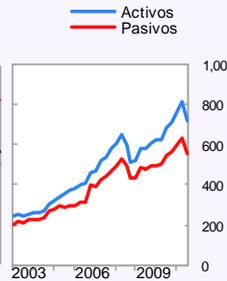
Los datos más recientes sugieren que ha habido una pequeña reducción de los activos extranjeros en la región durante el tercer trimestre de 2011. Si bien esto se debe en parte a la depreciación de las monedas de la región (dada la relevancia de los activos en moneda doméstica), la evidencia también indica que el financiamiento a corto plazo en moneda extranjera estuvo sometido a cierta presión a finales de 2011, lo que llevó a las autoridades de algunos países a inyectar liquidez en moneda extranjera y proporcionar crédito al comercio, aunque este último también fue suplido en parte por bancos extrarregionales que cubrieron el espacio dejado por la contracción de las actividades de los bancos europeos. Además, los criterios de concesión de crédito y las condiciones de financiamiento se endurecieron en algún grado durante el segundo semestre de 2011.

La vulnerabilidad de la región a un fuerte desapalancamiento de los bancos europeos parece manejable, aunque no es despreciable. La mayor parte de la exposición europea a la región se canaliza a través de las subsidiarias de bancos españoles las cuales están bien capitalizadas, son de alta rentabilidad y se autofinancian principalmente con depósitos domésticos; esto coloca a la

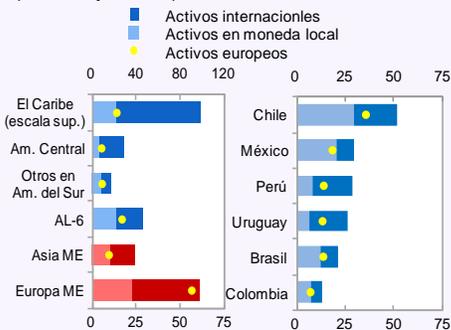
Activos de bancos extranjeros en la región, 2003–11
(Miles de millones, US\$)



ALC: Activos y pasivos de bancos extranjeros, moneda local, 2003–11
(Miles de millones, US\$)



Activos de bancos extranjeros, 2011:T3¹
(Porcentaje del PIB)



Fuentes: Banco Internacional de Pagos (BIS, por sus siglas en inglés) y cálculos del personal técnico del FMI.
¹ Promedios simples. Datos del BIS sobre la base de prestamista inmediato, reportada en estadísticas consolidadas. Los activos internacionales incluyen activos transfronterizos y activos locales en moneda extranjera. AL-6 incluye Brasil, Chile, Colombia, México, Perú, y Uruguay. Excluye centros offshore (Aruba, Bahamas, Barbados, Panamá).

Nota: Preparado por Luis Cubeddu y Camilo E. Tovar.

Recuadro 2.1. (conclusión)

región en una posición sólida para hacer frente a los shocks de desapalancamiento. Las simulaciones realizadas por el personal técnico muestran que en un escenario de fuerte desapalancamiento en Europa (en el que los bancos europeos reducen el crédito en un monto de €500.000 millones adicionales a la contracción contemplada en el escenario base) el crédito en América Latina se contraería lo suficiente como para generar una disminución de ½ punto porcentual del PIB real en un período de dos años (Sección especial de Perspectivas de la economía mundial: “Efectos transfronterizos del desapalancamiento de los bancos de la zona del euro”). Sin embargo, el impacto sobre el crédito y el producto sería aún mayor en el contexto de un proceso de desapalancamiento intenso y desordenado, es decir, un evento extremo, en el que las incertidumbres ejercen presión sobre los precios de las acciones de los bancos extranjeros y limitan su capacidad para liquidar sus activos. La decisión tomada en noviembre de 2011 por un banco español sobre la venta de una participación del 8 por ciento de sus operaciones en Brasil y Chile tuvo un impacto no menor en los precios de las acciones bancarias (las acciones cayeron alrededor del 15 por ciento); aunque este impacto fue temporal y no afectó al crédito bancario.

La región debe seguir monitoreando de cerca cualquier signo de desapalancamiento. En este sentido, las autoridades deberían elaborar planes de contingencia para evitar ventas forzadas e imprevistas a gran escala de activos de bancos extranjeros que operan en la región, y de esta forma garantizar la venta y transferencia ordenada de los balances de los bancos. Es más, la creciente dependencia de las subsidiarias de bancos extranjeros de formas de financiamiento no relacionadas con depósitos (y, por lo tanto, menos estables) también requieren de atención.

Recuadro 2.2. La importancia de los márgenes de maniobra fiscal: Escenarios adversos de deuda pública para economías financieramente integradas de América Latina

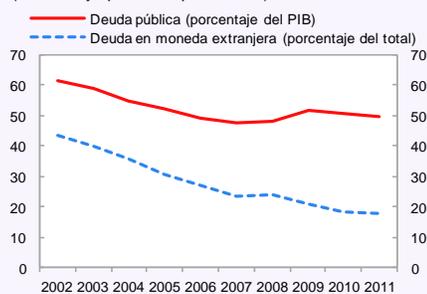
La reducción gradual de los niveles de deuda pública durante la primera mitad de la última década creó en muchas economías latinoamericanas el margen de maniobra para implementar políticas fiscales contracíclicas durante la crisis financiera de 2008–09. Respalda por un crecimiento vigoroso, por la apreciación de sus monedas y por superávits fiscales primarios, la deuda pública bruta como porcentaje del PIB en las economías de América Latina integradas a los mercados financieros (AL-6: Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Uruguay) se redujo, en promedio, 13½ puntos porcentuales del PIB durante 2002–07, mientras que la dependencia de la deuda en moneda extranjera registró una caída pronunciada. Se estima que los programas de estímulo fiscal aplicados durante 2008–09 aumentaron los niveles de deuda pública en 4 puntos porcentuales del PIB para finales de 2009, a pesar de que la vigorosa recuperación económica experimentada desde entonces ha permitido contrarrestar parcialmente dicho incremento.

A pesar de las tendencias actuales, los niveles de deuda pública siguen siendo vulnerables a un deterioro de las condiciones mundiales, en particular a una caída del crecimiento mundial y de los precios de las materias primas. Para cuantificar esta vulnerabilidad, se estima el impacto sobre la deuda pública de los dos escenarios a la baja considerados en la edición de abril de 2012 de *Perspectivas de la economía mundial*, así como de un escenario basado en la evolución de la región después del colapso de Lehman. Las estimaciones se basan en una prueba de resistencia (“stress test”) de la deuda pública de varios países que incluye shocks al PIB, a los ingresos públicos derivados de las materias primas y al tipo de cambio real (depreciación real del 10 por ciento), y suponen que no se aplica una política fiscal discrecional.

- El *escenario a la baja en Europa* supone que la intensificación de las interacciones negativas entre la calidad de los activos bancarios y el riesgo soberano en la zona del euro provoca un despalancamiento bancario aun mayor en Europa y una consolidación fiscal en varios países de la zona del euro. En este escenario, los niveles del PIB de América Latina se reducirían entre ½ por ciento y 1 por ciento en los próximos 5 años en relación al escenario base, y los precios de las materias primas se reducirían un 10 por ciento para finales de 2013 (convergiendo gradualmente hacia el escenario base a partir de ese momento).
- El *escenario a la baja en Asia* supone una revisión a la baja del producto potencial y una desaceleración del crédito bancario en las economías de Asia emergente. Esto reduciría los niveles del PIB en un 3–5 por ciento por debajo de los niveles del escenario base en los próximos 5 años, disminuyendo los precios de las materias primas en un 20–30 por ciento para finales de 2013 (con una convergencia parcial hacia el escenario base a partir de ese punto).
- El *escenario similar al que siguió a la quiebra de Lehman* supone una contracción del PIB y una caída temporal de los precios de las materias primas similar a la observada después de la crisis mundial de 2008–09. Los niveles del PIB se mantendrían aproximadamente en un 4½ por ciento por debajo del escenario base, mientras que los precios de las materias primas se reducirían un 30 por ciento durante el primer año, y volverían poco después a los niveles del escenario base (2014).

AL6: Deuda pública

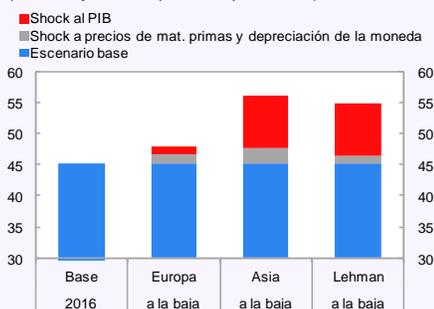
(Porcentaje: promedio ponderado)



Fuentes: Autoridades nacionales y cálculos del personal técnico del FMI.

AL6: Deuda pública en escenarios de riesgo

(Porcentaje del PIB; promedio ponderado)



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: Preparado por José Daniel Rodríguez-Delgado.

Recuadro 2.2. (conclusión)

Consistente con los limitados vínculos comerciales y financieros existentes con esa región, el escenario a la baja en Europa resultaría en un aumento de la deuda pública en AL-6 de 3 puntos porcentuales del PIB, y aproximadamente la mitad de dicho aumento se explicaría por la presencia de estabilizadores automáticos del lado de los ingresos públicos (o el impacto del crecimiento sobre los ingresos públicos no derivados de las materias primas). Por otra parte, un shock originado en las economías emergentes de Asia daría lugar a una rápida acumulación de deuda (más de 10 puntos porcentuales del PIB para 2016), lo que reflejaría no solo el impacto del crecimiento sobre los ingresos, sino también el efecto combinado de una reducción de los ingresos públicos derivados de las materias primas y un aumento del valor de la deuda denominada en moneda extranjera. Se observan efectos similares sobre los niveles de deuda pública en el escenario que replica a la situación posterior a la quiebra de Lehman.

Los sólidos balances del sector público permitieron a muchas economías de América Latina adoptar firmes políticas contracíclicas durante la crisis mundial de 2008–09; en el futuro seguirá siendo prioritario recomponer el espacio de política fiscal utilizado durante la crisis dada la exposición de la región a cambios en las condiciones mundiales, especialmente a las perspectivas de crecimiento en las economías emergentes de Asia.

Recuadro 2.3. ¿Pueden las políticas macroeconómicas mitigar los efectos del ciclo de auge y caída de los precios de las materias primas?

Las fluctuaciones de precios de las materias primas suelen generar ciclos económicos pronunciados en América Latina, con efectos negativos sobre el producto, el desempleo y la sostenibilidad fiscal y externa. ¿En qué medida puede una gestión macroeconómica prudente ayudar a suavizar estos ciclos y mitigar sus consecuencias? Para responder a esta pregunta, examinamos los resultados macroeconómicos obtenidos bajo regímenes alternativos de política fiscal y monetaria durante un ciclo de auge y caída de precios de las materias primas —similar al observado en 2007–09 (panel A)— utilizando un modelo dinámico estocástico de equilibrio general (DSGE) calibrado para un país latinoamericano promedio exportador de materias primas¹.

Opciones de política económica. Consideramos dos reglas de política fiscal: 1) el *equilibrio presupuestario*, y 2) el *equilibrio presupuestario estructural*. La primera regla garantiza que el gasto público coincida con los ingresos públicos en todo momento, y la segunda que se ahorren los ingresos públicos extraordinarios derivados del fuerte aumento de precios de las materias primas (y de los ingresos tributarios), y que estos recursos se gasten en tiempos de crisis. También consideramos dos posibles reglas de política monetaria: 1) la adopción de un *régimen de metas de inflación*, y 2) la *estabilización del tipo de cambio*. En el primer caso, la política monetaria se centra solamente en cumplir la meta de inflación establecida, mientras que en la segunda el banco central tiene el doble objetivo de estabilizar los precios y el tipo de cambio real.

Impacto sobre el producto. La combinación de la regla del equilibrio presupuestario estructural y el régimen de metas de inflación es el enfoque más eficaz para mantener al producto a resguardo de las fluctuaciones de precios de las materias primas. En cambio, la regla de equilibrio presupuestario tiende a amplificar el ciclo, generando notables aumentos del producto durante el auge, pero también grandes pérdidas después de la caída (panel B). El ciclo de auge y caída del producto inducido por la regla de equilibrio presupuestario se exagera cuando la política monetaria impide el ajuste del tipo de cambio real. Cabe señalar que las pérdidas de producto estimadas probablemente representen la pérdida mínima que pudiese surgir, dado que la volatilidad macroeconómica tiende a llevar a un menor crecimiento a largo plazo (véase Berg *et al.* 2012); un efecto no capturado en el modelo.

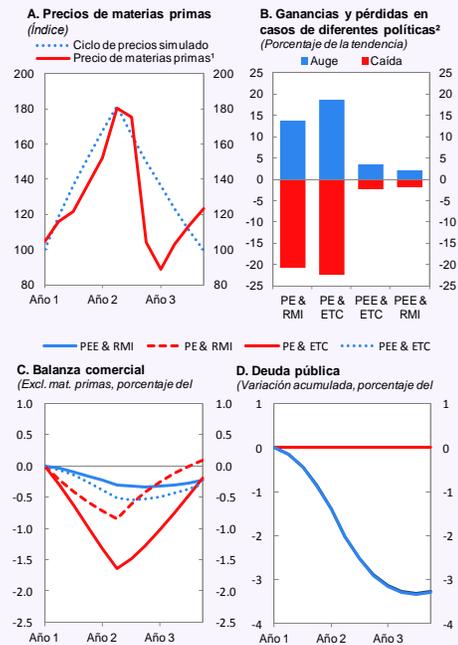
Evolución externa y deuda pública. En las economías productoras de materias primas que aplican la regla de equilibrio presupuestario también tienden a agravarse las vulnerabilidades externas (panel C). Algo aún más importante, y contrariamente a la percepción común, la estabilización del tipo de cambio real no se traduce necesariamente en una reducción de los desequilibrios externos, dado que el descenso de las tasas de interés (necesario para prevenir la apreciación) tiende a estimular la demanda agregada y las importaciones (véase Lama y Medina, 2010). La combinación de la regla del balance estructural y el régimen de metas de inflación es el enfoque más eficaz para limitar los desequilibrios externos. Además, la regla fiscal del balance estructural también permite crear márgenes de maniobra considerables de política fiscal (panel D), lo que permite a los países adoptar políticas contracíclicas más adecuadas durante los episodios de caída en los precios de las materias primas.

Advertencias. El análisis basado en nuestro modelo no abarca el proceso de implementación y definición de las reglas fiscales y monetarias, que suelen requerir marcos institucionales transparentes y eficientes. Además, el modelo es bastante estilizado y no toma en cuenta otras características relevantes de las economías de América Latina, como la dolarización o la prociclicidad de los flujos de capitales y el crédito interno, que podrían exacerbar los efectos sobre el producto provocados por los ciclos de precios de las materias primas.

Nota: Preparado por Ruy Lama y Juan Pablo Medina.

¹ El modelo supone una relación exportaciones totales/PIB del 33 por ciento, una producción de materias primas del 10 por ciento del PIB, e ingresos fiscales derivados de las materias primas del 4 por ciento del PIB. Véanse los detalles del modelo utilizado en Medina y Soto (2007). En FMI (2012a) se presentan simulaciones similares pero se centran en un conjunto diferente de países.

Los supuestos de la simulación y los resultados clave



Recuadro 2.4. Competitividad en los países del Caribe intensivos en turismo

En los países del Caribe intensivos en turismo —que, en su mayoría cuentan con regímenes de tipo de cambio fijo— los crecientes déficits de cuenta corriente y la caída de su participación en el turismo mundial en las últimas dos décadas han suscitado preocupaciones con respecto a los niveles de competitividad. Resolver estos dilemas probablemente requerirá medidas en diversos frentes, con el objeto de reducir los costos de la mano de obra, la energía y el comercio.

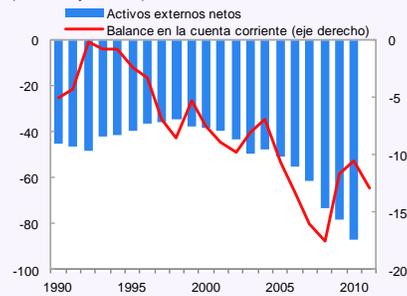
Aumento de los déficits de cuenta corriente y los pasivos externos netos. Los déficits de la cuenta corriente externa han aumentado de una situación próxima al equilibrio a principios de los años noventa a un máximo del 17½ por ciento del PIB en 2008. Al mismo tiempo, la posición de activos externos netos de estos países se ha deteriorado considerablemente: los pasivos externos netos equivalen actualmente, en promedio, al 90 por ciento del PIB. La mayor parte de estos activos corresponden a inversión extranjera directa en el sector del turismo.

Caída de la participación de estos países en el turismo mundial y en las exportaciones de bienes. La pérdida de cuota de mercado de los países del Caribe en el turismo mundial ha sido pronunciada. También han perdido cuota de mercado en el sector exportador, en paralelo a la erosión de su acceso preferencial a los mercados europeos del banano y el azúcar, y a la consiguiente presión de competidores más eficientes.

Aumento de los costos empresariales, incluidas la energía y la mano de obra. A pesar del clima empresarial relativamente positivo, el costo de los insumos clave es más elevado que el de sus competidores. Por ejemplo, el costo de la electricidad en el Caribe es alrededor de un 16 por ciento más alto que en las islas del Pacífico y más del doble que en las islas del océano Índico (Mauricio y Seychelles). Por otra parte, el costo del despido de trabajadores es el doble que el de las islas del Pacífico, mientras que el costo de apertura de una empresa es el doble que el de las islas del océano Índico. (No obstante, cabe señalar que la región del Caribe supera a esos competidores en importantes aspectos de gobernabilidad, como la eficacia gubernamental, la calidad regulatoria, el estado de derecho y el control de la corrupción.)

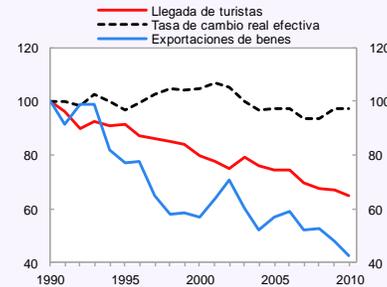
Opciones de política. Las políticas para mejorar la competitividad deberían centrarse en varias deficiencias estructurales claves, tales como: 1) reducir el costo de la energía, incluso a través de la exploración del uso de energías renovables; 2) reducir el costo de la mano de obra, como por ejemplo mejorando la productividad y reduciendo los costos de despido; 3) bajar los costos del comercio transfronterizo; y 4) diversificar los mercados de turismo. Estas políticas deberán ir acompañadas de nuevas medidas orientadas a reducir los elevados niveles de déficit fiscal y deuda pública a fin de corregir los desequilibrios externos, y resolver las desalineaciones del tipo de cambio real que pudiesen existir.

El Caribe¹: Activos externos netos y balance en la cuenta corriente (Porcentaje del PIB)



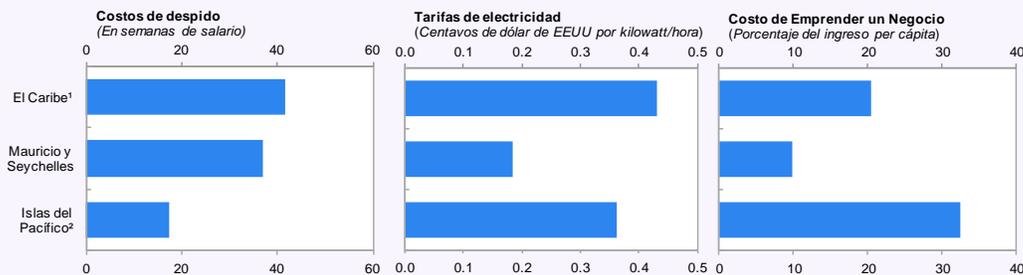
Fuentes: Base de datos External Wealth of Nations y FMI, *Perspectivas de la economía mundial*.
¹ Incluye a Bahamas, Barbados, Belice, Jamaica y los países miembros de la Unión Monetaria del Caribe Oriental.

El Caribe¹: Tasa de cambio real efectiva, exportaciones y turismo² (Índice promedio simple, 1990 = 100)



Fuentes: base de datos Direction of Trade Statistics, Consejo Mundial de Viajes y Turismo, Sistema de Notificación de Información y la Organización del Turismo del Caribe.
¹ Incluye a Bahamas, Barbados, Belice, Jamaica y los países miembros de la Unión Monetaria del Caribe Oriental.
² Participación de las exportaciones y del turismo mundial.

Indicadores del Clima de Negocios: El Caribe vis-à-vis otras Islas Pequeñas



Fuentes: Caribbean Electric Utility Service Corporation; Caribbean Tourism Organization; Central Electricity Board Annual Reports; Doing Business Reports y World Development Indicators; External Wealth of Nations Database; Fiji Commerce Commission Energy Information Administration; FMI Direction of Trade Statistics; Seychelles Abstract of Statistics; Banco Mundial; World Travel and Tourism Council; y cálculos del personal técnico del FMI.
¹ El Caribe incluye a Bahamas, Barbados, Belice, Jamaica, y los estados miembros de la Unión Monetaria de Europa Oriental.
² Las Islas del Pacífico incluyen Palau, Fiji, las Islas Salomón, Samoa, Vanuatu, Kiribati, y Singapur.

Nota: Preparado por Kevin Greenidge, Garth Nicholls y Alexandra Peter.

Cuadro 2.2. Hemisferio Occidental: Indicadores económicos y sociales, 2001-11¹

	2005-11 Promedio										2011		Últimos disponibles		2011
	PIB ² (US\$, miles de mil.)	Población (mill.)	PIB per cápita (\$PPA)	Proporc. del producto de ALC ² (Porcent.)	Crecimien- to real del IPC ³ (Porcent.)	Inflación del IPC ³ (Porcent.)	Cuenta corriente (% del PIB)	Ahorro interno (% del PIB)	Apertura del comercio (% del PIB)	Reservas brutas (% del PIB)	Tasa de desempleo (Porcent.)	Tasa de pobreza ⁵	Coefficiente de Gini ⁶	Calificación del crédito soberano ⁶	
América del Norte															
Canadá	1,736.9	34.4	40,541	-	1.9	2.1	0.3	21.8	68.0	3.8	7.5	-	32.0	AAA	
México	1,154.8	113.7	14,610	20.6	1.9	4.4	-1.0	23.8	57.1	12.9	5.2	14.0	50.5	BBB	
Estados Unidos	15,094.0	311.9	48,387	-	1.6	2.4	-4.4	14.1	26.8	1.0	9.0	-	46.9	AAA	
América del Sur															
Argentina ⁴	447.6	40.9	17,516	8.0	5.0	10.5	2.5	23.0	40.4	9.8	7.2	6.6	44.3	B	
Bolivia	24.6	10.6	4,789	0.4	4.0	5.7	4.3	22.4	62.8	42.6	-	33.5	57.2	B+	
Brasil	2,492.9	194.9	11,769	44.4	3.6	6.6	-0.7	17.6	24.7	14.1	6.0	15.1	53.7	BBB	
Chile	248.4	17.2	17,420	4.4	4.3	3.3	0.8	23.5	71.2	17.1	7.1	4.3	51.9	A+	
Colombia	328.4	46.1	10,249	5.9	4.3	5.3	-1.9	19.5	34.4	9.7	10.8	17.0	57.9	BBB-	
Ecuador	66.4	15.0	8,492	1.2	4.7	6.5	-0.2	25.3	67.1	3.1	6.0	19.4	48.9	B-	
Guyana	2.5	0.8	7,466	0.0	2.6	5.9	-9.9	7.4	127.1	32.5	-	-	-	-	
Paraguay	21.2	6.5	5,413	0.4	4.1	7.7	-0.1	18.1	107.1	23.4	5.6	20.6	50.7	BB-	
Perú	173.5	30.0	10,062	3.1	5.8	2.5	-0.6	21.4	46.7	27.7	7.5	20.0	49.1	BBB	
Suriname	3.8	0.5	9,475	0.1	4.8	11.0	-3.7	18.0	123.3	22.8	-	45.1	61.6	B+	
Uruguay	46.9	3.4	15,113	0.8	3.5	8.9	-1.1	17.1	53.8	21.9	6.1	3.4	44.4	BB+	
Venezuela	315.8	29.8	12,568	5.6	3.5	22.9	9.7	33.0	47.3	10.9	8.1	19.8	43.5	B+	
América Central															
Belize	1.5	0.3	8,264	0.0	3.8	2.6	-10.3	11.6	121.4	16.5	10.9	38.1	52.9	CCC	
Costa Rica	40.9	4.6	11,927	0.7	4.3	9.7	-4.9	17.4	91.1	11.6	7.3	8.1	50.2	BB+	
El Salvador	22.8	6.2	7,550	0.4	1.9	3.5	-3.9	11.4	71.1	9.7	5.8	21.1	46.6	BB	
Guatemala	46.9	14.7	5,070	0.8	3.4	6.7	-4.1	14.0	64.7	12.5	-	46.7	53.2	BB+	
Honduras	17.4	8.2	4,345	0.3	4.1	7.3	-6.7	20.3	122.3	16.3	4.4	39.4	55.3	B	
Nicaragua	7.3	5.9	3,206	0.1	3.1	8.4	-16.6	12.3	119.8	25.9	7.8	42.7	52.3	B-	
Panamá	30.6	3.6	14,097	0.5	6.8	3.2	-5.9	16.4	70.0	7.5	4.2	16.1	52.1	BBB-	
El Caribe															
Bahamas	8.1	0.3	30,959	0.1	0.8	2.4	-10.9	13.3	87.0	14.4	13.7	3.9	-	BBB+	
Barbados	4.5	0.3	23,417	0.1	1.1	4.8	-6.3	10.3	95.1	19.9	11.5	16.4	48.9	BBB-	
República Dominicana	56.7	10.1	9,287	1.0	5.3	12.0	-3.5	12.0	66.0	6.3	14.6	16.4	48.9	B+	
Haití	7.4	10.0	1,235	0.1	0.6	13.4	-2.0	25.6	59.8	26.9	-	78.8	59.2	-	
Jamaica	14.8	2.7	9,029	0.3	0.8	11.2	-10.5	14.5	90.9	17.6	12.8	43.1	59.9	B-	
Trinidad y Tobago	22.7	1.3	20,053	0.4	5.2	6.8	17.6	36.9	100.4	45.6	5.8	-	-	A-	
Unión Monetaria del Caribe Oriental	5.1	0.6	14,429	0.1	1.8	2.8	-19.2	13.7	100.0	16.9	-	-	-	-	
Antigua y Barbuda	1.2	0.1	17,981	0.0	1.5	2.3	-17.2	21.1	113.9	11.0	-	-	-	-	
Dominica	0.5	0.1	13,816	0.0	1.7	2.4	-19.1	7.7	88.6	16.7	9.8	-	-	-	
Granada	0.8	0.1	13,896	0.0	1.9	2.9	-18.8	7.6	85.1	14.0	-	-	-	B-	
Saint Kitts y Nevis	0.7	0.1	15,573	0.0	1.7	3.6	-21.0	24.3	84.2	29.3	-	-	-	-	
Santa Lucía	1.2	0.2	12,607	0.0	1.8	2.6	-18.9	13.0	114.9	19.0	20.6	-	-	-	
San Vicente y las Granadinas	0.7	0.1	11,491	0.0	2.4	3.2	-22.0	2.8	87.2	14.4	-	-	-	B+	
América Latina y el Caribe	5,613.5	567.7	11,863	100.0	3.5	6.8	-0.2	20.7	44.0	13.7	-	-	-	-	

Fuentes: Bloomberg Financial; Banco Mundial; Base de datos de World Development Indicators, y cálculos del personal técnico del FMI.

¹ Las estimaciones pueden ser distintas de aquellas reportadas por las autoridades nacionales debido a cambios de fuente y metodología.

² A tipo de cambio de mercado, con excepción de Venezuela, país para el que se utiliza el tipo de cambio oficial.

³ Fin de período, variación porcentual a 12 meses.

⁴ Exportaciones más importaciones como porcentaje del PIB.

⁵ Datos de la Base de Datos Socioeconómicos para América Latina y el Caribe (SEDILAC, por sus siglas en inglés). La tasa de pobreza está dada por la proporción de la población que gana menos de US\$2.50 diarios. Datos para los EE.UU. provienen del U.S. Census Bureau, y para Canadá, de Statistics Canada.

⁶ Mediana de las calificaciones publicadas por Moody's, S&P y Fitch.

⁷ Las cifras se basan en los datos oficiales del PIB y del índice de precios al consumidor (IPC-GBA). El FMI ha llamado a Argentina a adoptar medidas inmediatas para mejorar la calidad de las estadísticas oficiales del PIB y del índice de precios al consumidor. El FMI también utiliza medidas alternativas de crecimiento del PIB e inflación para llevar a cabo su supervisión macroeconómica, incluyendo datos producidos por analistas privados, que han mostrado un crecimiento del PIB real significativamente menor al oficial desde 2008; y datos producidos por oficinas estadísticas provinciales y analistas privados, que muestran una inflación considerablemente más alta que los datos oficiales desde 2007.

Cuadro 2.3. Hemisferio Occidental
Principales indicadores económicos: Abril de 2012¹

	Crecimiento del producto (Porcentaje)					Inflación ² (Fin de período, porcentaje)					Balance de la cuenta corriente (Porcentaje del PIB)				
	2009	2010	2011	2012	2013	2009	2010	2011	2012	2013	2009	2010	2011	2012	2013
			Est.	Proy.	Proy.			Est.	Proy.	Proy.			Est.	Proy.	Proy.
América del Norte															
Canadá	-2.8	3.2	2.5	2.1	2.2	0.8	2.2	2.7	2.0	2.0	-3.0	-3.1	-2.8	-2.7	-2.7
México	-6.3	5.5	4.0	3.6	3.7	3.6	4.4	3.8	3.6	3.1	-0.6	-0.3	88.0	-0.8	-0.9
Estados Unidos	-3.5	3.0	1.7	2.1	2.4	1.9	1.7	3.0	1.9	1.9	-2.7	-3.2	-3.1	-3.3	-3.1
América del Sur															
Argentina ³	0.9	9.2	8.9	4.2	4.0	7.7	10.9	9.8	10.3	10.3	2.1	0.6	-0.5	-0.7	-1.1
Bolivia	3.4	4.1	5.1	5.0	5.0	0.3	7.2	6.9	5.0	4.4	4.0	4.9	2.2	1.6	1.1
Brasil	-0.3	7.5	2.7	3.0	4.1	4.3	5.9	6.5	5.0	5.0	-1.5	-2.2	-2.1	-3.2	-3.2
Chile	-0.9	6.1	5.9	4.3	4.5	-1.5	3.0	4.4	3.2	3.0	2.0	1.5	-1.3	-2.4	-2.4
Colombia	1.7	4.0	5.9	4.7	4.4	2.0	3.2	3.7	3.1	3.1	-2.1	-3.1	-2.8	-2.7	-2.4
Ecuador	0.4	3.6	7.8	4.5	3.9	4.3	3.3	5.4	5.7	4.5	-0.3	-3.3	-0.3	0.5	0.6
Guyana	3.3	4.4	4.2	3.9	6.3	3.7	4.5	6.2	4.9	6.2	-9.1	-9.5	-13.7	-12.3	-20.6
Paraguay	-3.8	15.0	3.8	-1.5	8.5	1.9	7.2	4.9	5.0	5.0	0.5	-3.4	-1.2	-3.5	-1.4
Perú	0.9	8.8	6.9	5.5	6.0	0.2	2.1	4.7	2.6	2.3	0.2	-1.7	-1.3	-2.0	-1.9
Suriname	3.5	4.5	4.5	4.9	5.4	1.3	10.3	15.3	7.5	4.0	-1.0	2.0	1.1	-13.0	-15.2
Uruguay	2.4	8.9	5.7	3.5	4.0	5.9	6.9	8.6	7.0	6.0	-0.4	-1.2	-2.2	-3.6	-3.2
Venezuela	-3.2	-1.5	4.2	4.7	3.2	25.1	27.2	25.2	33.4	28.7	2.6	4.9	8.6	7.4	5.6
América Central															
Belize	0.0	2.7	2.5	2.8	2.5	-0.4	0.0	3.8	2.5	2.5	-5.9	-3.1	-1.6	-3.0	-3.9
Costa Rica	-1.0	4.7	4.2	4.0	4.2	4.0	5.8	4.7	6.5	5.5	-2.0	-3.5	-5.2	-5.5	-5.5
El Salvador	-3.1	1.4	1.4	2.0	2.5	0.0	2.1	5.1	4.0	2.8	-1.5	-2.3	-5.9	-4.8	-4.1
Guatemala	0.5	2.8	3.8	3.1	3.2	-0.3	5.4	6.2	5.0	4.5	0.0	-1.5	-2.8	-3.2	-3.4
Honduras	-2.1	2.8	3.6	3.5	3.5	3.0	6.5	5.6	6.3	6.2	-3.7	-6.2	-8.6	-7.8	-6.3
Nicaragua	-1.5	4.5	4.7	3.7	4.0	0.9	9.2	8.0	7.5	7.3	-12.2	-14.4	-17.8	-19.8	-18.7
Panamá	3.9	7.6	10.6	7.5	6.6	1.9	4.9	6.3	6.2	5.5	-0.7	-10.8	-12.7	-12.5	-12.4
El Caribe															
Antigua y Barbuda	-10.3	-8.9	-0.5	1.0	2.5	2.4	2.9	3.9	3.4	3.0	-19.2	-12.9	-10.8	-13.7	-15.5
Bahamas, Las	-5.4	1.0	2.0	2.5	2.7	1.3	1.6	4.0	1.5	2.0	-11.4	-11.7	-17.0	-18.4	-19.4
Barbados	-4.2	0.2	0.5	0.9	1.5	4.3	6.6	9.5	6.0	5.3	-5.6	-8.2	-8.4	-8.3	-7.1
Dominica	-0.7	0.3	0.5	1.5	1.7	3.2	1.4	4.0	2.0	2.3	-21.3	-21.1	-23.9	-25.6	-19.8
República Dominicana	3.5	7.8	4.5	4.5	4.5	5.8	6.2	7.8	6.0	5.0	-5.0	-8.6	-7.9	-6.9	-6.7
Granada	-5.7	-1.3	1.1	1.5	2.0	-2.3	4.2	3.5	2.4	2.2	-24.1	-25.5	-22.9	-24.0	-26.2
Haiti ⁴	2.9	-5.4	5.6	7.8	6.9	-4.7	4.7	10.4	8.0	4.9	-3.5	-2.6	-3.5	-4.5	-5.5
Jamaica	-3.1	-1.4	1.5	1.0	1.0	10.2	11.8	6.0	6.9	6.5	-10.9	-8.1	-9.9	-12.5	-12.4
Saint Kitts y Nevis	-5.6	-2.7	-2.0	1.0	1.8	1.2	5.0	1.2	2.1	2.5	-25.7	-20.6	-14.0	-18.7	-17.9
Santa Lucía	-1.3	3.4	0.2	1.9	2.4	-3.1	4.2	4.8	2.0	2.6	-12.6	-15.2	-17.1	-16.9	-16.0
San Vicente y las Granadinas	-2.3	-1.8	-0.4	2.0	2.0	-2.2	0.9	4.7	0.7	2.6	-29.4	-31.6	-28.8	-25.1	-22.9
Trinidad y Tobago	-3.3	0.0	-1.3	1.7	2.4	1.3	13.4	5.3	4.0	4.0	8.2	19.9	20.7	20.0	18.2
Partidas informativas:															
América Latina y el Caribe (Promedio simple)	-1.6	6.2	4.5	3.7	4.1	4.8	6.6	6.7	6.3	5.9	-0.6	-1.1	-1.2	-1.8	-2.0
AL-7 ⁵	-1.8	6.3	4.5	3.7	4.1	5.2	6.8	6.9	6.6	6.2	-0.4	-0.9	-1.0	-1.6	-1.8
Unión Monetaria del Caribe Orienta ⁶	-5.7	-2.4	-0.2	1.5	2.2	-0.3	3.2	4.1	2.5	2.5	-20.2	-20.0	-19.9	-21.4	-20.5

Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

¹ Los agregados regionales se calculan como promedios ponderados por el PIB en función de la PPA, salvo que se indique lo contrario.

² Tasas de fin de período (diciembre). Estas generalmente diferirán de las tasas de inflación promedio del período presentadas en el informe del FMI, *Perspectivas de la economía mundial*, si bien ambas están basadas en las mismas proyecciones básicas.

³ Las cifras se basan en los datos oficiales del PIB y del índice de precios al consumidor (IPC-GBA). El FMI ha llamado a Argentina a adoptar medidas remediales para mejorar la calidad de las estadísticas oficiales del PIB y del índice de precios al consumidor. El FMI también utiliza medidas alternativas de crecimiento del PIB e inflación para llevar a cabo su supervisión macroeconómica, incluyendo datos producidos por analistas privados, que han mostrado un crecimiento del PIB real significativamente menor al oficial desde 2008; y datos producidos por oficinas estadísticas provinciales y analistas privados, que muestran una inflación considerablemente más alta que los datos oficiales desde 2007.

⁴ Datos correspondientes al año fiscal.

⁵ Incluye Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela. Estos corresponden a las siete economías más grandes de América Latina y el Caribe.

⁶ Incluye Antigua y Barbuda, Dominica, Granada, Saint Kitts y Nevis, Santa Lucía, y San Vicente y las Granadinas, así como Anguila y Montserrat, que no son miembros del FMI.

Cuadro 2.4. Hemisferio Occidental
Principales indicadores fiscales: Abril de 2012¹

	Ingreso del sector público					Gasto primario del sector público					Balance primario del sector público ²					Deuda bruta del sector público				
	(Porcentaje del PIB)					(Porcentaje del PIB)					(Porcentaje del PIB)					(Porcentaje del PIB)				
	2009	2010	2011 Est.	2012 Proj.	2013 Proj.	2009	2010	2011 Est.	2012 Proj.	2013 Proj.	2009	2010	2011 Est.	2012 Proj.	2013 Proj.	2009	2010	2011 Est.	2012 Proj.	2013 Proj.
América del Norte																				
Canadá	39.2	38.3	38.1	38.4	38.4	40.2	40.1	39.0	38.3	38.1	-1.1	-1.8	-0.9	-0.3	0.3	83.6	85.1	85.0	84.7	82.0
México	23.6	22.6	22.8	22.2	22.2	25.6	24.4	23.8	22.0	21.7	-1.9	-1.7	-1.0	0.2	0.5	44.6	42.9	43.8	42.9	42.9
Estados Unidos	30.9	31.7	31.8	31.9	32.9	41.4	39.4	38.5	37.1	36.2	-10.4	-7.7	-6.7	-5.2	-3.4	89.9	98.5	102.9	106.6	110.2
América del Sur																				
Argentina ³	34.3	37.2	36.7	36.4	36.7	34.1	35.5	37.0	36.6	36.4	0.2	1.7	-0.4	-0.2	0.3	58.7	49.1	44.2	43.3	41.9
Bolivia	36.1	33.2	35.4	36.4	35.7	33.8	30.1	33.3	34.3	34.3	2.3	3.1	2.1	2.0	1.4	40.5	39.1	32.9	31.5	30.3
Brasil	35.0	36.6	36.2	36.3	36.4	32.9	34.3	33.1	33.2	33.3	2.1	2.4	3.1	3.1	3.1	66.9	65.2	66.2	65.1	63.1
Chile	20.5	23.3	24.5	23.3	23.2	24.1	23.1	22.7	22.9	22.6	-3.6	0.2	1.8	0.5	0.6	5.8	8.6	9.9	10.1	9.8
Colombia ⁴	26.5	25.9	26.7	27.2	27.1	25.7	26.2	26.0	25.7	25.7	0.8	-0.2	0.7	1.5	1.4	35.9	36.1	34.7	32.3	32.3
Ecuador	30.2	34.0	40.9	41.4	40.5	33.8	34.9	41.1	41.5	40.2	-3.6	-0.9	-0.2	-0.1	0.3	15.7	16.1	18.0	18.3	18.1
Guyana ⁵	29.3	28.2	32.0	30.1	29.1	31.2	29.2	32.2	30.6	29.6	-1.9	-1.0	-0.2	-0.4	-0.5	61.2	60.2	61.8	63.4	64.5
Paraguay	23.2	22.0	23.2	24.2	24.0	22.1	20.2	21.8	25.9	25.3	1.2	1.9	1.5	-1.7	-1.3	18.0	15.0	13.7	13.5	11.9
Perú	18.7	20.0	20.9	20.9	21.0	19.6	19.1	17.9	18.7	19.0	-0.8	0.9	3.0	2.2	2.1	28.4	24.6	21.6	20.7	19.8
Suriname ⁶	29.9	26.7	27.9	26.3	24.3	31.6	29.3	26.8	25.7	24.9	-1.6	-2.6	1.1	0.6	-0.6	18.5	22.0	20.6	19.8	19.8
Uruguay ⁷	31.4	32.2	31.7	32.5	32.7	30.3	30.3	29.6	30.6	30.8	1.1	1.9	2.1	1.9	2.0	62.7	58.4	54.2	49.0	47.2
Venezuela	24.6	31.1	35.3	36.5	36.8	31.2	33.7	39.0	40.6	40.0	-6.6	-2.6	-3.7	-4.1	-3.2	33.8	40.2	45.5	51.6	56.8
América Central																				
Bélice ⁸	27.0	27.4	28.6	27.5	27.5	24.6	25.5	26.4	25.6	25.6	2.4	1.9	2.2	1.8	2.0	82.2	83.3	80.3	78.1	76.7
Costa Rica ⁹	14.0	13.7	13.8	14.7	15.6	15.3	16.8	15.8	16.4	16.7	-1.3	-3.0	-1.9	-1.7	-1.0	27.2	29.2	30.8	32.4	33.2
El Salvador ⁷	15.9	17.3	17.9	18.5	18.9	18.9	19.4	19.8	18.8	18.4	-3.0	-2.1	-1.9	-0.4	0.5	48.2	50.1	50.8	50.0	49.3
Guatemala ⁸	11.1	11.3	11.8	11.8	12.7	12.8	13.1	13.2	12.5	13.1	-1.7	-1.8	-1.3	-0.7	-0.5	22.9	24.2	24.1	24.8	25.2
Honduras ⁹	20.8	20.6	19.1	19.4	18.3	29.0	26.8	25.2	24.3	23.4	-8.2	-6.3	-6.1	-4.9	-5.1	23.9	26.3	28.1	31.2	31.0
Nicaragua ⁷	32.6	32.8	34.6	34.4	33.7	33.2	31.9	32.7	33.7	32.8	-0.5	0.9	1.9	0.7	0.9	82.1	79.9	72.0	68.7	64.7
Panamá ¹¹	24.5	24.9	24.8	24.4	24.1	22.5	23.5	24.8	24.5	23.5	2.0	1.4	0.1	-0.2	0.6	43.5	39.2	37.8	36.0	34.4
El Caribe																				
Antigua y Barbuda ¹⁰	18.5	22.0	20.1	21.6	21.4	29.4	20.2	19.7	23.8	17.9	-10.9	1.8	0.3	-2.2	3.5	83.7	75.2	74.6	82.4	79.3
Bahamas, Las ⁸	16.5	16.8	17.8	17.5	17.8	19.1	18.9	19.9	20.1	19.8	-2.6	-2.1	-2.2	-2.6	-2.0	37.9	45.4	48.6	49.9	51.8
Barbados ¹²	32.7	35.0	34.7	36.1	36.6	34.9	36.5	33.6	33.5	32.6	-2.2	-1.6	1.1	2.5	4.0	104.0	116.8	117.3	117.8	116.6
Dominica ¹⁰	36.7	37.3	33.8	32.5	30.8	35.6	39.2	34.3	33.4	30.8	1.1	-1.9	-0.5	-0.9	0.0	64.5	69.3	69.9	70.7	70.5
República Dominicana	13.7	13.6	13.2	13.7	13.7	15.3	14.2	13.7	13.6	13.9	-1.6	-0.6	-0.4	0.0	-0.2	28.4	28.7	29.3	29.9	30.5
Granada ¹⁰	22.6	24.2	22.4	21.1	20.6	25.6	25.2	24.5	23.7	22.9	-3.0	-1.0	-2.2	-2.6	-2.3	85.3	86.9	86.6	88.5	90.2
Haití ⁸	17.9	28.4	29.8	29.5	26.1	21.7	25.4	33.1	36.9	31.5	-3.8	3.0	-3.3	-7.3	-5.4	27.7	17.1	10.6	16.3	19.8
Jamaica ¹⁰	27.1	26.4	25.2	24.7	24.8	21.0	21.8	22.2	21.8	22.4	6.1	4.5	3.0	2.9	2.5	139.5	141.3	139.0	145.9	148.2
Saint Kitts y Nevis ¹⁰	32.6	31.0	37.2	30.3	29.4	28.9	31.9	28.8	26.9	24.8	3.7	-0.8	8.4	3.4	4.6	148.5	163.6	153.4	151.2	147.3
Santa Lucía ¹⁰	27.1	27.1	27.3	26.7	25.9	27.5	28.7	31.7	30.6	27.4	-0.4	-1.6	-4.4	-3.9	-1.4	63.2	65.3	71.9	76.4	78.5
San Vicente y las Granadinas ¹⁰	29.6	27.3	25.9	27.1	27.6	30.1	30.2	27.4	26.7	26.7	-0.4	-3.0	-1.4	0.4	0.9	64.9	67.8	71.4	70.4	70.4
Trinidad y Tobago	30.3	34.0	36.6	36.1	35.4	36.6	35.3	34.4	36.8	36.3	-6.3	-1.3	2.2	-0.7	-0.8	30.8	35.9	32.4	37.3	38.6
ECCU ¹³	26.6	27.6	27.3	26.4	25.7	29.5	28.4	27.6	27.8	25.0	-2.9	-0.8	-0.3	-1.4	0.8	85.5	86.1	86.9	88.6	88.5
América Latina y el Caribe																				
<i>Promedio ponderado por el PIB</i>	28.9	30.6	31.0	30.7	30.7	32.8	33.6	33.6	33.1	32.9	-1.3	-0.6	-0.3	-0.3	-0.1	50.5	50.1	50.6	49.4	48.5
<i>Promedio simple</i>	25.6	26.6	27.2	27.1	26.8	26.8	26.7	27.0	27.2	26.4	-1.4	-0.3	0.1	-0.3	0.2	53.1	53.9	52.9	53.2	52.7

Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

¹ Los datos del balance total del sector público incluyen el gobierno general y las empresas públicas. Las definiciones de las cuentas del sector público varían según el país en función de las diferencias institucionales, incluido lo que constituye la cobertura apropiada desde una perspectiva de la política fiscal, tal como se la define por el personal técnico del FMI. Todos los indicadores se reportan en base al año fiscal. Los agregados regionales son promedios ponderados por el PIB en función de la PPA, salvo que se indique lo contrario.

² El balance primario se define como ingreso total menos gasto primario (por lo tanto, los intereses recibidos se incluyen en el ingreso total).

³ Gobierno federal y provincias; incluye intereses pagados en base al criterio devengado.

⁴ Sector público no financiero bajo ingresos, gastos y balances (excluidas las discrepancias estadísticas); sector público combinado, incluido Ecopetrol y excluida la deuda externa pendiente del Banco de la República, bajo deuda pública bruta.

⁵ Incluye el gobierno central y el sistema nacional de seguros. La deuda bruta corresponde solamente al sector público no financiero.

⁶ El gasto primario de Suriname excluye préstamos netos.

⁷ Corresponde sólo al gobierno general, los datos de El Salvador incluyen las operaciones de los fideicomisos de pensiones.

⁸ Corresponde sólo al gobierno central. La deuda bruta de Belice incluye la deuda pública y la deuda pública garantizada.

⁹ Los ingresos y el balance primario excluyen intereses recibidos.

¹⁰ Gobierno central bajo ingresos, gastos y balances, y sector público bajo deuda bruta.

¹¹ Los datos fiscales corresponden al sector público no financiero, excluyendo la Autoridad del Canal de Panamá.

¹² Los balances totales y primarios incluyen las actividades no presupuestadas y las público-privadas para Barbados y el sector público no financiero. Los componentes de ingresos y gastos de estas partidas no están disponibles y no son incluidos en las estimaciones de ingresos y gastos primarios.

¹³ La Unión Monetaria del Caribe Oriental incluye a Anguila, Antigua y Barbuda, Dominica, Granada, Montserrat, Saint Kitts y Nevis, Santa Lucía y San Vicente y las Granadinas.

Gobierno central bajo ingresos, gastos y balances; sector público bajo deuda bruta.

3. Shocks financieros globales y su efecto sobre el producto en América Latina

Los riesgos financieros continúan acechando a la economía mundial y plantean interrogantes sobre el impacto potencial que puedan tener en América Latina. Esta nota estudia el efecto que los shocks financieros globales tienen sobre el nivel de actividad económica de esta región y de otras economías emergentes, examinando qué características de dichas economías influyen sobre la propagación del mismo, prestando especial atención al grado de integración financiera y los fundamentos relacionados con la sostenibilidad externa y fiscal de los países. Nuestros resultados muestran que la sostenibilidad externa y, en particular, la flexibilidad cambiaria, desempeñan un papel clave en mitigar el impacto de estos shocks. Igualmente, el grado con el cual una mayor integración financiera amplifica o mitiga estos shocks depende de la flexibilidad del régimen cambiario.

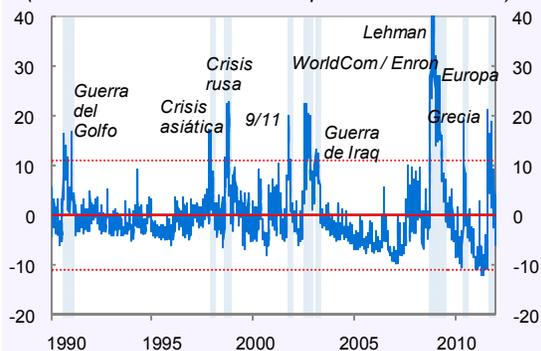
Episodios de tensión financiera global

El índice de volatilidad del mercado de opciones de Chicago S&P 500 (VIX) ha ganado de forma reciente aceptación como indicador de incertidumbre o de tensión financiera mundial¹. De acuerdo a este indicador, durante las dos últimas décadas el mundo experimentó períodos de tensión financiera cada 2½ años en promedio (gráfico 3.1). Más allá de que estos se hubieran originado en economías avanzadas (por ejemplo, los atentados del 11 de septiembre o la quiebra de Lehman) o en economías emergentes (por ejemplo, la crisis asiática o rusa a finales de la década de los noventa), sus repercusiones mundiales afectaron a numerosas economías emergentes y a

Nota: Preparado por Gustavo Adler y Camilo E. Tovar, con asistencia de Andresa Lagerborg.

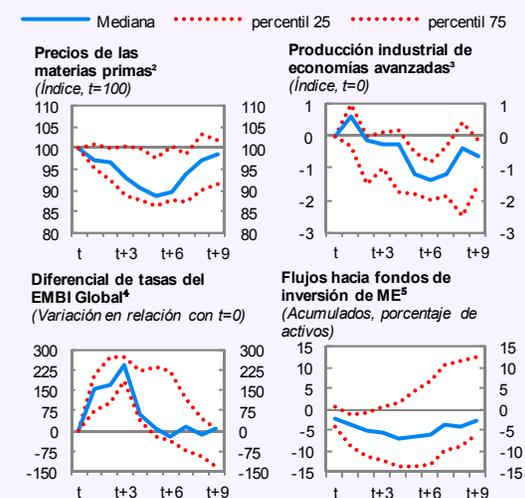
¹ La interpretación exacta de los saltos del VIX aún es tema de debate en los estudios académicos. Sin embargo, Bloom (2009) muestra que existe una fuerte correlación entre la volatilidad del mercado accionario e indicadores de incertidumbre, incluyendo de variables financieras. Esto avala su uso como indicador de tensión financiera mundial. Véase también Carrière-Swallow y Céspedes (2011).

Gráfico 3.1. Shocks financieros globales¹
(Desviaciones del VIX con respecto a su tendencia)



Fuentes: Haver Analytics y cálculos del personal técnico del FMI.
¹ Se identifica un episodio si el valor supera 1,65 desviaciones estándares respecto de la media (como en Bloom, 2009). El episodio comienza y termina cuando el valor cruza el umbral de una desviación estándar.

Gráfico 3.2. Variables claves durante episodios de shocks globales, 1990-2011¹



Fuentes: FMI, *International Financial Statistics*; Haver Analytics y cálculos del personal técnico del FMI.

¹ Meses reportados en el eje horizontal. t=0 es el inicio del episodio indicado en el gráfico 3.1. Los percentiles corresponden a la muestra de episodios.

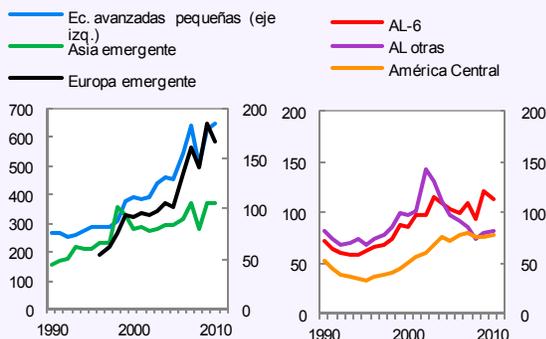
² Índice amplio de precios de las materias primas del FMI, en términos reales, ajustado por efectos de valuación del tipo de cambio (véase Adler y Sosa, 2011).

³ Variación del componente cíclico de la producción industrial. Promedio ponderado de Estados Unidos, Japón, Alemania y Francia.

⁴ EMBI=índice de bonos para mercados emergentes. Se excluye la Guerra del Golfo y la crisis asiática por falta de datos.

⁵ Flujos hacia fondos de inversión en acciones y bonos de mercados emergentes, como porcentaje de activos totales administrados. Excluye episodios previos a 2000 debido a la falta de datos.

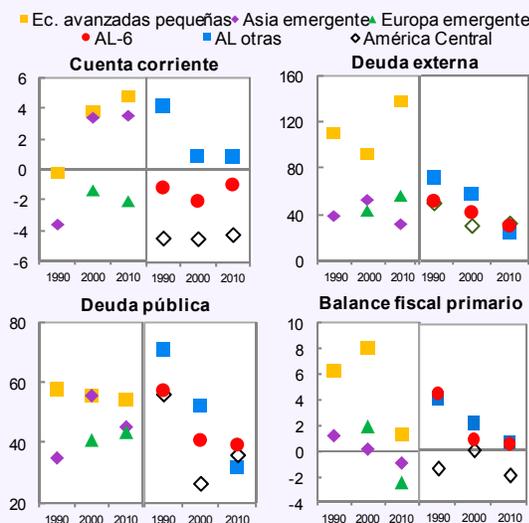
Gráfico 3.3. Integración financiera, 1990-2010¹
(Porcentaje del PIB)



Fuentes: Versión actualizada y ampliada de la base de datos de Lane y Milesi-Ferretti (2007) y cálculos del personal técnico del FMI.

¹ Activos externos más pasivos externos menos reservas internacionales y deuda externa oficial.

Gráfico 3.4. Fundamentos macroeconómicos 1990-2010¹
(Porcentaje del PIB)



Fuentes: FMI, *Perspectivas de la economía mundial*, y Lane y Milesi-Ferretti (2007).

¹ Promedios móviles de 5 años sobre promedios muestrales.

economías avanzadas pequeñas (gráfico 3.2) a través de dos tipos de shocks o efectos indirectos:

- *Shocks de comercio (de precio y cantidad)*: Exceptuando los episodios vinculados a tensiones geopolíticas en Medio Oriente, todos los demás episodios de tensión financiera mundial estuvieron acompañados de fuertes caídas de los precios de las materias primas. Asimismo, la mayoría de los episodios fueron seguidos de una desaceleración

de la demanda mundial (tal y como se captura por el nivel de actividad económica de las grandes economías avanzadas).

- *Shocks financieros*: Estos episodios también estuvieron acompañados por una revaloración significativa del riesgo soberano —reflejada en el aumento de los diferenciales de riesgo del Índice de Bonos de Mercado Emergentes (EMBI)— así como una desaceleración abrupta o una reversión de los flujos de capital.

Es probable que ambos canales hayan influido en la transmisión de los shocks mundiales a las economías emergentes. Los shocks comerciales tienen un impacto evidente en América Latina, dada su dependencia de las materias primas, y ya han sido objeto de estudio². Por lo tanto, este capítulo estudiará solamente el canal financiero y sus efectos en las fluctuaciones del producto de estas economías.

Integración financiera y fundamentos macroeconómicos: ¿Fuerzas en oposición?

El impacto de los shocks financieros mundiales en cualquier economía depende primordialmente de dos factores: 1) el *grado de integración financiera* de la economía en cuestión con el resto del mundo, que, en igualdad de condiciones, incrementa la sensibilidad a aquellos shocks³, y 2) la *solidez de los*

² Véase un análisis de los efectos de los choques de los términos de intercambio en la edición de octubre de 2011 de *Perspectivas económicas: Las Américas* (FMI, 2011c), y Adler y Sosa (2011).

³ El grado de integración financiera es un concepto difícil de definir que ha sido estudiado desde diferentes ángulos. En este sentido, existen dos aspectos de la integración financiera que son relevantes para nuestra discusión: i) los efectos de corto plazo vis-à-vis los de largo plazo; y ii) su medición. Con relación al primero, este capítulo se enfoca en vulnerabilidades de corto plazo a shocks financieros externos que surgen de una mayor integración, en lugar de centrarse en los efectos de largo plazo—por ejemplo, relacionados a la distribución de riesgo y al crecimiento económico de largo plazo. Con relación al segundo punto, la integración financiera se mide como la suma de los activos y pasivos externos (en relación con el PIB), para captar tanto el grado de arbitraje entre los mercados financieros

(continúa)

fundamentos macroeconómicos, que contribuiría a mitigar el efecto del shock en la economía real, bien sea desalentando la salida de capitales o (si esta se produce) amortiguando el impacto económico del shock a la cuenta de capital.

Sin embargo, la integración financiera y los fundamentos macroeconómicos varían con el tiempo, y han cambiado significativamente durante las dos últimas décadas en todas las economías emergentes, y sobre todo en América Latina.

América Latina ha estado a la vanguardia de la liberalización financiera y de la cuenta de capital especialmente entre 1985 y 2000, y hoy se sitúa junto a Europa oriental entre las regiones de mercados emergentes con menos barreras a los flujos financieros⁴. Este proceso de liberalización ha conducido a una mayor integración financiera con el resto del mundo (es decir, a un creciente volumen de activos y pasivos externos), particularmente en la segunda mitad de la década de 1990 (gráfico 3.3).

Al mismo tiempo, los países latinoamericanos han fortalecido significativamente sus fundamentos macroeconómicos durante la última década, sobre todo en los frentes externo y fiscal (gráfico 3.4). Estos fundamentos macroeconómicos también mejoraron en las economías del Asia emergente durante este período, aunque no en el caso de las economías emergentes de Europa.

El avance en estos dos terrenos probablemente haya tenido implicaciones opuestas y no menores para la transmisión de los shocks financieros globales a las economías emergentes. La profundización de la integración financiera puede haber agudizado la sensibilidad del producto doméstico a estos shocks externos, mientras que el fortalecimiento de los fundamentos macroeconómicos puede haber atenuado su impacto sobre la actividad doméstica.

externos y nacionales como el impacto potencial de los shocks externos sobre la economía doméstica.

⁴ Los países del grupo AL-6 (Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Uruguay) y de América Central han estado a la vanguardia de la integración financiera dentro de la región, en tanto que otros países de América del Sur se han movido en la dirección opuesta.

Por lo tanto, evaluar el impacto de estos shocks en el producto de la región requiere necesariamente un análisis multivariado que separe el efecto de estos dos factores que varían a través del tiempo.

Impacto de los shocks financieros globales en el producto doméstico

Evaluamos el impacto de los shocks financieros mundiales en el producto doméstico de distintas economías utilizando una estimación de corte transversal⁵. Esta se basa en observaciones trimestrales de una muestra de 49 economías emergentes y economías avanzadas “pequeñas”, durante siete episodios de shocks financieros globales ocurridos desde 1990⁶.

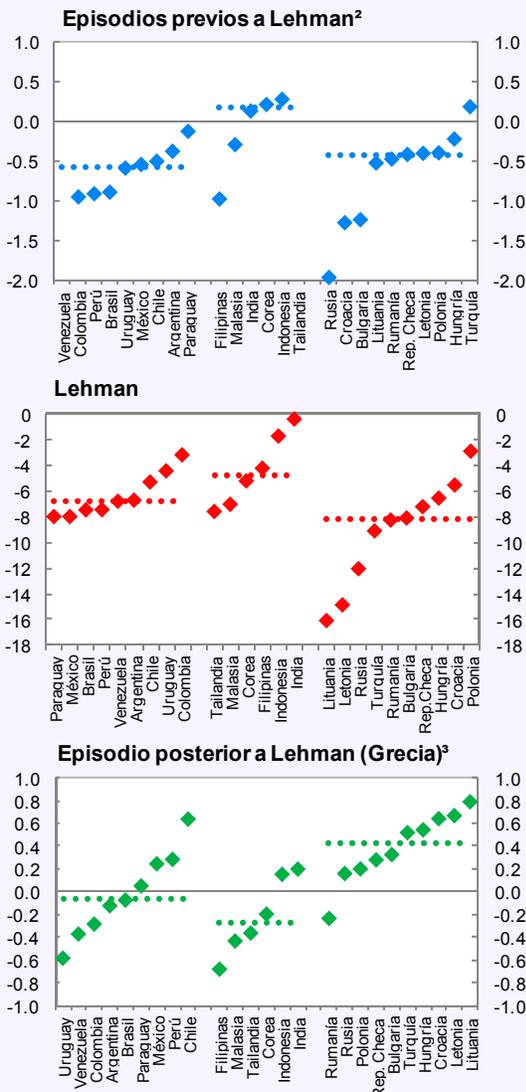
La estimación tiene tres características distintivas. Primero, define la variable dependiente como la variación acumulada del componente cíclico del producto (PIB) de cada economía en cada episodio. Este indicador capta tanto la duración como la intensidad de cada episodio (gráfico 3.5) y nos permite abstraernos de considerar otros factores fundamentales que puedan influir en el crecimiento a largo plazo de cada país⁷. Segundo, utiliza una especificación que evalúa el impacto de los shocks financieros globales sobre el nivel de actividad económica, al tiempo que controla por cualquier

⁵ Nuestro enfoque es algo diferente del empleado en la mayoría de los estudios publicados, ya que se centra en los shocks reflejados en el VIX, separando los efectos vinculados al comercio a fin de aislar el efecto de la turbulencia financiera. Al igual que Calvo *et al.* (2004); Calvo y Talvi (2005); FMI (2007), y Ocampo (2012), estudiamos el rol de los fundamentos en la determinación del impacto de dichos shocks.

⁶ De los nueve episodios identificados en el gráfico 3.1, el de Enron y el de la guerra de Iraq se tratan como si fueran uno solo, dada su proximidad. También se descartó el último evento (relacionado con la crisis europea) debido a la insuficiencia de datos para las regresiones.

⁷ La variación acumulada en el componente cíclico del producto se calcula sobre un período que comprende la duración del episodio y los dos trimestres siguientes (siempre que no se superpongan a un evento posterior) a fin de captar posibles efectos rezagados. La medida incluye efectos tanto transitorios (cíclicos) como permanentes (de tendencia). Para un análisis de estos últimos, ver Cerra y Saxena (2008).

Gráfico 3.5. Desempeño del producto durante shocks financieros globales, 1990-2011¹
(Acumulado)



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.
¹ Variación acumulada del componente cíclico del PIB, como porcentaje del PIB (potencial). Las líneas punteadas reflejan las medianas regionales.
² Promedio de diferentes episodios, excluidos eventos idiosincráticos identificados: crisis asiática (1997), Rusia (1998), Brasil (2002) y Uruguay (2001-02).
³ Evento de Grecia de mayo de 2010. No se incluye el episodio de mediados de 2011 porque en el momento de la publicación no se disponía de datos completos.

efecto que pueda surgir de los shocks de términos de intercambio y de demanda externa asociados. Esto se logra incluyendo como regresor una variable

que mide la pérdida acumulada de exportaciones (en relación a la tendencia) durante el episodio^{8,9}.

Tercero, la especificación permite que el shock global interactúe con el indicador del grado de integración financiera de cada país, así como con sus fundamentos macroeconómicos. Además, como estas dos variables pueden tener efectos interconectados, el modelo incorpora una interacción de estas variables junto con el VIX.

Los fundamentos macroeconómicos utilizados como regresores (evaluados al comienzo de cada episodio) son¹⁰:

- El grado de flexibilidad del tipo de cambio (de acuerdo con la clasificación del régimen cambiario ‘de facto’ de Ilzetzki, Reinhart y Rogoff, 2008).
- Indicadores de la posición externa (balance en cuenta corriente, deuda externa, activos externos netos y reservas internacionales, como porcentaje del PIB).
- Indicadores de la posición fiscal (deuda pública y saldo primario, como porcentaje del PIB).

⁸ El modelo de referencia es el siguiente:

$$y_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{Exp}_{i,t} + \beta_2 \text{GFS}_{i,t} + \beta_3 \text{FI}_{i,t} * \text{GFS}_{i,t} + \beta_4 \mathbf{X}_{i,t} * \text{GFS}_{i,t} + \beta_5 (\mathbf{X}_{i,t} * \text{FI}_{i,t}) * \text{GFS}_{i,t} + \epsilon_{i,t}$$

donde i y j denotan el país y el episodio, respectivamente; $\text{Exp}_{i,t}$ es la variación acumulada de las exportaciones excluyendo su tendencia; $\text{GFS}_{i,t}$ es el shock financiero global (VIX); $\mathbf{X}_{i,t}$ es un vector de fundamentos macroeconómicos al comienzo de cada episodio; y $\text{FI}_{i,t}$ denota el grado de integración financiera. El efecto de amplificación de cualquier fundamento (x) está, entonces, dado por

$$\frac{\partial^2 y_{i,t}}{\partial \text{GFS} \partial x} = \beta_{4,x} + \beta_{5,x} * \text{FI}_{i,t}$$

⁹ Como las exportaciones no son completamente exógenas, la inclusión de esta variable puede resultar en un “control excesivo”. Para confirmar que los resultados son robustos, las regresiones también se efectuaron incluyendo como regresores los términos de intercambio y el PIB mundial. Los resultados son cualitativa y cuantitativamente similares.

¹⁰ Otras características de los países (por ejemplo, la desalineación del tipo de cambio, los indicadores de solidez del sistema financiero, las regulaciones del sector financiero, las políticas macroprudenciales, etc.) también pueden influir, pero las limitaciones de datos impiden incluirlas en el análisis econométrico.

- Grado de dolarización de los depósitos, obtenido a partir de la base de datos de Levy Yeyati (2006) (complementado con otras fuentes para los efectos del presente análisis).

Los resultados —resumidos en el cuadro 3.1— sugieren que los shocks financieros globales tienen un efecto no lineal y significativo sobre el producto doméstico que, como se conjeturó, puede verse amplificado o mitigado por el efecto agregado de la integración financiera y de la solidez de los fundamentos macroeconómicos. Los indicadores de la flexibilidad del tipo de cambio y de la sostenibilidad externa parecen ser particularmente importantes. Por el contrario, se encontró que las variables fiscales y los indicadores de la dolarización no son estadísticamente significativos.

Para ilustrar la importancia de cada variable y de sus interacciones, utilizamos los coeficientes estimados de la regresión principal a fin de calcular el impacto proyectado de un shock global para diferentes grados de integración financiera y fundamentos (gráfico 3.6).

Este análisis muestra que:

- El rol de la integración financiera en mitigar o amplificar shocks financieros depende fuertemente del régimen cambiario del país en cuestión. En particular, un mayor grado de integración amplifica el shock cuando el tipo de cambio es fijo, pero lo mitiga cuando es flotante.
- Al mismo tiempo, para la mayoría de los niveles de integración financiera, una mayor flexibilidad cambiaria reduce el costo del shock global en términos de producto. Este efecto de mitigación es particularmente pronunciado para niveles altos de integración financiera.
- Como cabría esperar, la vulnerabilidad del país es mayor cuando el déficit en cuenta corriente es más grande, aunque la magnitud del efecto es baja.

Cuadro 3.1. Principales resultados de la estimación de corte transversal¹

Variable dependiente:	Desempeño del producto ²		
	Modelo básico	Principal	Robustez
Nivel			
VIX	-0.176*** (0.018)	-0.047*** (0.017)	0.010 (0.028)
Shock de comercio		0.117*** (0.019)	0.113*** (0.020)
Términos de intercambio			7.637** (3.553)
PIB mundial			0.945*** (0.207)
Interacción del VIX con:			
Integración financiera		-0.077+ (0.049)	-0.123** (0.049)
Balance de la cuenta corriente		0.001+ (0.001)	0.001 (0.001)
Flexibilidad cambiaria		-0.096** (0.046)	-0.117** (0.050)
Deuda externa		-0.000+ (0.000)	-0.000 (0.000)
Interacción del VIX con integración financiera y:			
Balance de la cuenta corriente			
Flexibilidad cambiaria		0.190*** (0.070)	0.235*** (0.074)
Deuda Externa			
Constante	15.757*** (1.756)	4.015** (1.619)	3.229* (1.674)
Observaciones	337	337	268
R ² -cuadrado	0.418	0.562	0.641
F	98.24	68.37	23.94

Errores estándares robustos en paréntesis.

*** p < 0.01, ** p < 0.05, * p < 0.10, + p < 0.15

¹ En la nota a pie 8 se explica cómo derivar a partir de los coeficientes estimados el efecto de amplificación de un fundamento.

² Cambio acumulado del componente cíclico del PIB, como porcentaje de la tendencia.

- Del mismo modo, un elevado nivel de deuda externa significa que el país es más vulnerable a los shocks financieros, sea cual fuere el nivel de integración financiera.

En términos generales, estos resultados avalan la idea de que aquellos países integrados a los mercados financieros que tienen fundamentos sólidos (especialmente los que cuentan con un tipo de cambio flexible) están en mejores condiciones de hacer frente a los shocks financieros globales que los países con fundamentos débiles o con menor grado de integración financiera. Si bien las limitaciones de los datos impiden analizarlo aquí, el efecto de absorción que ofrece el tener unos fundamentos sólidos probablemente opere de dos maneras: primero, desalentando la salida de capitales en caso de un shock mundial adverso (recuadro 3.1); y, segundo, contribuyendo a absorber el impacto económico que pueda ocurrir ante una salida de capitales.

Simulación

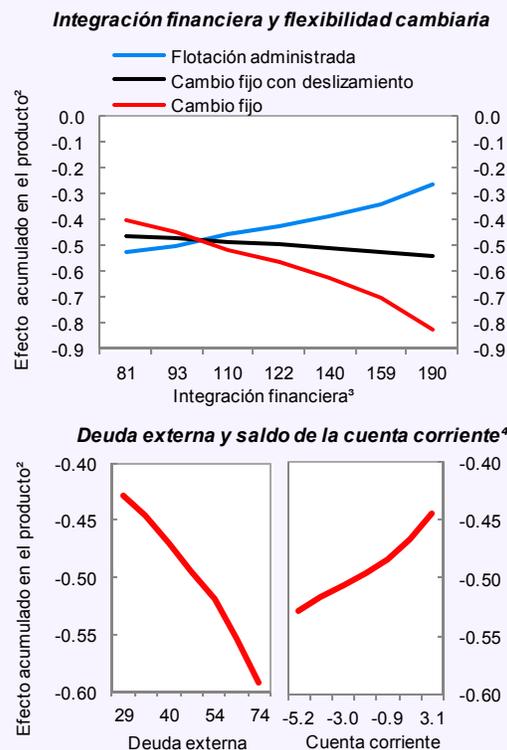
Empleamos los parámetros de la regresión principal en el cuadro 3.1 para ilustrar las diferencias de impacto en distintas regiones y momentos del tiempo (gráfico 3.7). Estas simulaciones se basan en los valores observados de los fundamentos macroeconómicos y del grado de integración financiera correspondientes a 1997T2 (justo antes de la crisis asiática), 2008T2 (justo antes de la quiebra de Lehman) y 2010T1 (justo antes del evento de Grecia).

Las simulaciones muestran que, a pesar de que aún son elevados, los costos de los shocks financieros globales en términos de producto en América Latina parecen haber caído en los últimos 15 años. Esta mayor capacidad de resistencia coincide, en general, con los resultados obtenidos para economías emergentes de otras regiones. La excepción es Europa oriental, donde los países parecen ser actualmente más vulnerables a los shocks financieros globales que en el pasado.

Conclusiones

Nuestros resultados muestran que, aun cuando América Latina continúa siendo vulnerable, el impacto que los shocks financieros externos tienen sobre el nivel de actividad económica de los países de la región parece haber disminuido en cierta medida a lo largo del tiempo. En este sentido, el fortalecimiento de los fundamentos macroeconómicos parece haber compensado los efectos que trae consigo una mayor integración financiera con el resto del mundo. Los fundamentos macroeconómicos relacionados con la sostenibilidad externa, y especialmente la flexibilidad del tipo de cambio, parecen ser particularmente importantes para mitigar el efecto de estos shocks financieros globales, tanto al desalentar la salida de capital como al suavizar el impacto económico del shock resultante en la cuenta de capital.

Gráfico 3.6. Fundamentos macro y el impacto de shocks globales¹



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

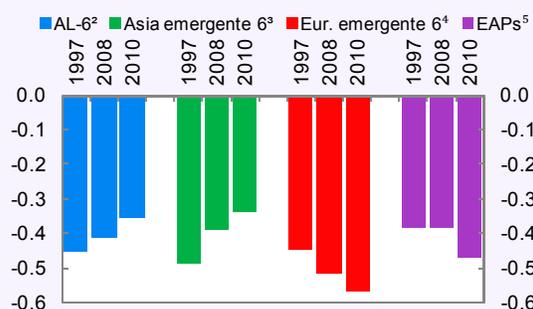
¹ Impacto de un shock de 10 puntos del VIX para diferentes niveles de integración financiera y fundamentos (las demás variables se mantienen al valor de la mediana de mercados emergentes)

² Desviaciones acumuladas respecto de la tendencia del producto, como porcentaje de la tendencia.

³ Activos extranjeros totales más pasivos extranjeros totales, como porcentaje del PIB. Los niveles reportados corresponden a los deciles 20–80.

⁴ Porcentaje del PIB. Los niveles corresponden a los deciles 20–80.

Gráfico 3.7. Impacto de un shock global¹
(Efecto en el PIB de un shock de 10 puntos en el VIX)



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

¹ Impacto estimado, evaluado para los fundamentos antes de la crisis asiática, la crisis de Lehman y la crisis griega. Se utiliza la mediana de los valores para cada grupo.

² Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Uruguay.

³ Corea, India, Indonesia, Filipinas, Malasia y Tailandia.

⁴ Bulgaria, Hungría, Polonia, República Checa, Rumanía y Rusia.

⁵ Australia, Canadá, Finlandia, Hong Kong, Israel, Noruega, Nueva Zelanda, Singapur y Suecia.

Recuadro 3.1: Los fundamentos macroeconómicos y las presiones de balanza de pagos

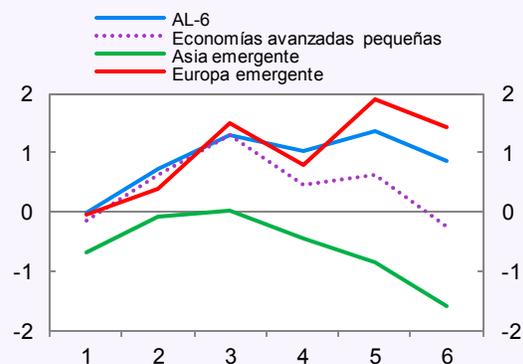
El tener unos fundamentos macroeconómicos sólidos puede ayudar a suavizar el impacto de los shocks financieros globales sobre el producto doméstico, por una parte, al mitigar la salida de capitales y, por otra, al ayudar a la economía para que pueda ajustarse gradualmente al shock en la cuenta de capital.

Para evaluar la importancia del primer efecto, construimos una medida de la presión en el mercado del tipo de cambio (PTC) —que contempla la variación de los activos externos netos del banco central y del tipo de cambio nominal frente al dólar de Estados Unidos— y evaluamos, utilizando una estimación sobre el mismo corte transversal de países y episodios considerados en el texto principal, si los fundamentos macroeconómicos pueden explicar las diferencias en las presiones de balanza de pagos (aproximadas por la PTC, al tiempo que se controla por el impacto de los choques comerciales asociados) durante períodos de tensión financiera global.

Encontramos evidencia de que los fundamentos macroeconómicos juegan un papel importante en mitigar las presiones sobre la cuenta de capital que acompañan a los shocks globales. En particular, los países con fundamentos macroeconómicos más fuertes, especialmente aquellos fundamentos relacionados con la sostenibilidad externa (balance de cuenta corriente, apertura en la cuenta de capital, reservas internacionales), parecen enfrentar menos presiones.

Presiones cambiarias durante shocks financieros, 1990-2011¹

(Índice de presión en el mercado cambiario, medianas)



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

¹ Mediana de todos los países y episodios, excluidas las crisis 'idiosincráticas'. Eje horizontal indica meses transcurridos desde el comienzo del episodio. Ver Adler y Tovar (próximamente) para mayores detalles.

Fundamentos y presiones de balanza de pagos¹

Variable dependiente:	Índice de presión cambiaria ²
Nivel	
VIX	-0.010 (0.015)
Shock de comercio	-0.04*** (0.010)
Interacción del VIX con:	
Integración financiera	-0.019+ (0.012)
Balance de la cuenta corriente	-0.00** (0.000)
Apertura de la cuenta de capital	-0.003+ (0.002)
Reservas internacionales	-0.00** (0.000)
Constante	2.198* (1225)
Observaciones	313
R-cuadrado	0.195
F	7.865

¹ Resultados econométricos de un modelo similar al presentado en la nota a pie número 8 del texto principal, pero utilizando el índice de presión cambiaria como la variable dependiente. *** $p < 0.01$, ** $p < 0.05$, * $p < 0.10$, + $p < 0.15$

² Un valor del índice más elevado denota mayores presiones de devaluación cambiaria.

4. La influencia de los vecinos grandes en América Latina

El mapa económico de América Latina se caracteriza por la presencia de dos países grandes (Brasil en el sur y México en el norte) que pueden afectar significativamente al resto de las economías de la región. Este capítulo documenta los vínculos comerciales entre estos países grandes y sus vecinos, y cuantifica el impacto económico de los shocks originados en estas grandes economías. Los resultados muestran que existen “efectos derrame” (spillovers) importantes de Brasil a algunos de sus vecinos, pero no a otros. Estos efectos ocurren tanto por la transmisión de shocks idiosincráticos originados en Brasil, como por el rol de Brasil en amplificar shocks globales. Por otro lado, los vínculos comerciales de América Central con México son muy débiles, lo que sugiere que los efectos derrame desde este último son pequeños.

Introducción

Históricamente, los ciclos económicos de los países latinoamericanos han estado fuertemente correlacionados con los ciclos de las dos grandes economías de la región: Brasil en el sur y México en el norte (cuadro 4.1). Estas altas correlaciones podrían sugerir que un shock al producto de alguno de estos dos países podría tener un impacto significativo en el producto de los vecinos¹. Sin embargo, también podrían reflejar en gran medida shocks globales comunes (por ejemplo, a los precios de las materias primas², a las condiciones financieras internacionales, a la demanda global o —en el caso de México y América Central— a las condiciones económicas de Estados Unidos).

Nota: Preparado por Gustavo Adler y Sebastián Sosa, con asistencia de Alejandro Carrión.

¹ Los coeficientes de correlación son congruentes con esta interpretación, y sugieren que los ciclos de Brasil y México son contemporáneos o anticipan a los ciclos de la mayoría de los países vecinos.

² Adler y Sosa (2011) documentan el grado de dependencia de materias primas que existe en América Latina.

Cuadro 4.1. Comovimiento del ciclo económico con el ciclo de los vecinos grandes, 1990:T1–2011:T4¹

Correlaciones cruzadas entre el ciclo del PIB en el período t y el ciclo del vecino grande en el período ²					
	$t-2$	$t-1$	t	$t+1$	$t+2$
<i>América del Sur (vecino grande: Brasil)</i>					
Argentina ²	0.37	0.42	0.43	0.41	0.36
Bolivia	0.59	0.57	0.51	0.38	0.23
Chile	0.58	0.65	0.65	0.58	0.48
Colombia	0.59	0.66	0.69	0.67	0.62
Ecuador	0.33	0.35	0.32	0.24	0.13
Paraguay ²	0.57	0.72	0.76	0.61	0.39
Perú ²	0.75	0.85	0.87	0.75	0.62
Uruguay	0.41	0.44	0.47	0.48	0.45
Venezuela ²	0.48	0.47	0.44	0.38	0.32
<i>América Central (vecino grande: Brasil)</i>					
Costa Rica	0.63	0.65	0.64	0.58	0.47
Rep. Dominicana	0.29	0.34	0.37	0.39	0.37
El Salvador	0.40	0.36	0.28	0.18	0.07
Guatemala ²	0.58	0.61	0.60	0.41	0.16

Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

¹ Componentes cíclicos del PIB obtenidos a través del filtro de Hodrick-Prescott.

² La muestra comienza en 1992 (Argentina), 1993 (Perú, Venezuela), 1994 (Paraguay) y 2001 (Guatemala).

Un examen más detallado de los vínculos comerciales entre los dos países grandes y sus vecinos indica que los canales de transmisión reales de los efectos derrame son limitados en la mayoría de los países³:

- Si bien en América del Sur se ha registrado un marcado aumento de la integración comercial intrarregional durante la última década —en el marco de una creciente apertura comercial total— la contribución de Brasil a ese proceso ha sido pequeña (gráfico 4.1). En consecuencia, la proporción del total de exportaciones de los países vecinos que se destina a Brasil regresó a los niveles de comienzos de la década de 1990.

³ El análisis se centra en las exportaciones de los países vecinos a Brasil y México.

Gráfico 4.1. América del Sur: Comercio intrarregional y exposición a Brasil, 1990-2010

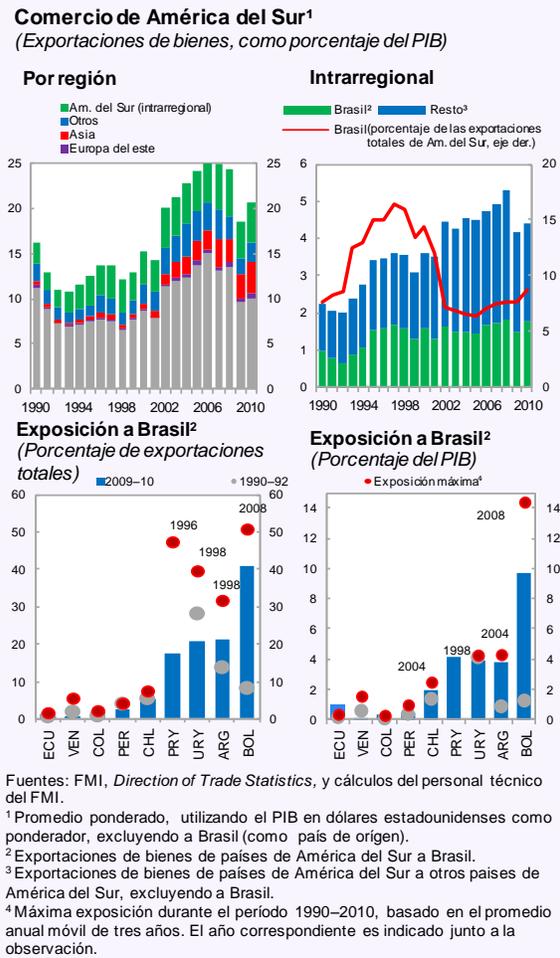
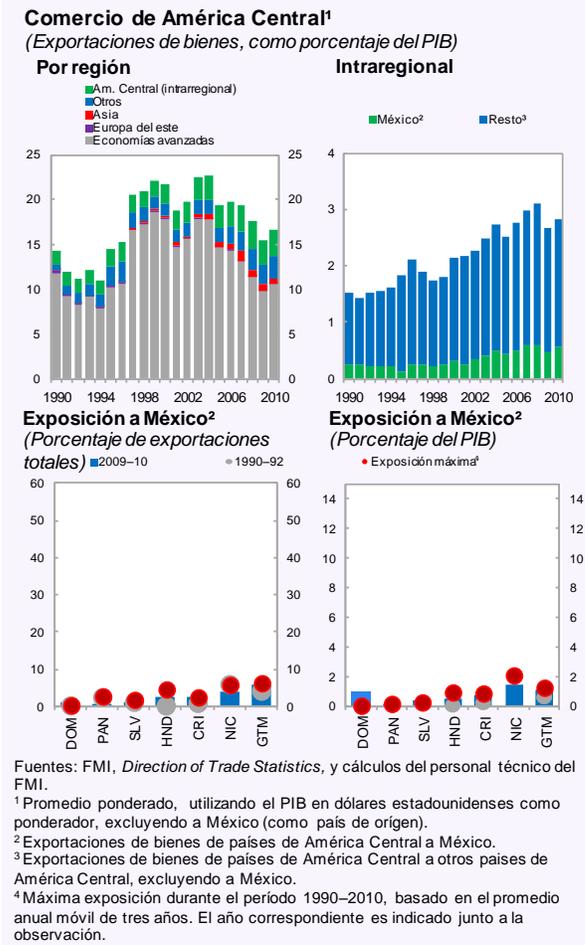


Gráfico 4.2. América Central: Comercio intrarregional y exposición a México, 1990-2010



- Sin embargo, dentro de América del Sur la situación varía según el país. Las economías del Cono Sur (Argentina, Bolivia, Paraguay, Uruguay, y, en menor medida, Chile) han mantenido una exposición comercial a Brasil relativamente elevada, a pesar de algunas fluctuaciones observadas durante las dos últimas décadas⁴. En el caso de Colombia, Ecuador, Perú y Venezuela, el comercio con Brasil ha sido históricamente, y continúa siendo, muy bajo.

⁴ La integración comercial con Brasil se intensificó en la década de 1990, en parte como consecuencia de la creación del Mercosur, un acuerdo comercial regional con Argentina, Paraguay y Uruguay. No obstante, en la última década, el comercio del Cono Sur con Brasil ha disminuido, excepto en el caso de Bolivia.

- El comercio al interior de América Central y el de esta región con México también han crecido en las dos últimas décadas, aunque el comercio total (como porcentaje del PIB) mantiene una tendencia descendente desde fines de la década de 1990. Aun así, la contribución de México al comercio intrarregional ha sido limitada, y la exposición comercial a ese país (como porcentaje del total de exportación y del PIB) sigue siendo muy baja (gráfico 4.2).

La debilidad de los vínculos comerciales de los países andinos y de América Central con sus vecinos grandes constituye una evidencia a priori de que los efectos derrame reales originados en las economías grandes de la región son pequeños. Sin embargo, es posible que los efectos derrame reales de Brasil sobre sus vecinos del Cono Sur —con los cuales

mantiene lazos comerciales estrechos— sean importantes⁵.

El resto de este capítulo se enfoca en esta cuestión. El análisis requiere controlar por factores externos comunes que puedan afectar en forma similar los ciclos económicos de los distintos países de la región. Por lo tanto, para aislar los efectos derrame provenientes de las grandes economías vecinas es necesario realizar un análisis multivariado.

Efectos derrame reales originados en Brasil: Un enfoque de VAR

Un análisis detallado de las exportaciones de los países del Cono Sur a Brasil permite tener una visión preliminar de cómo podrían operar los efectos derrame (gráfico 4.3).

- Como era de esperarse, las exportaciones a Brasil son bastante sensibles al ciclo económico de este país, lo cual indica que los shocks idiosincráticos de Brasil probablemente sean importantes para la magnitud del efecto derrame.
- Además, resulta interesante constatar que las exportaciones de los países vecinos a Brasil se ven afectadas significativamente durante episodios de recesiones *globales*, incluso tendiendo a caer más que las exportaciones de esos mismos países al resto del mundo. Esto sugiere que Brasil podría también jugar un papel relevante como amplificador de shocks de carácter global.

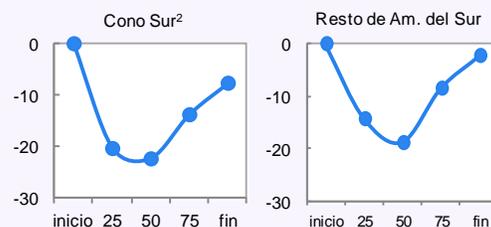
En línea con esta evidencia, estimamos modelos de vectores autorregresivos (VAR) específicos para cada país con la finalidad de cuantificar los efectos derrame de Brasil a sus vecinos del Cono Sur, centrándonos en dos tipos de canales: los efectos de shocks idiosincráticos de Brasil y la amplificación de shocks globales, a través de su impacto en Brasil. Este ejercicio permite determinar la importancia

⁵ Los lazos financieros directos (por ejemplo, los vínculos de crédito bancario transfronterizo, inversión de cartera e inversión extranjera directa) son muy limitados al interior de la región.

Gráfico 4.3. Evolución de las exportaciones de los países vecinos de Brasil, 1990-2011

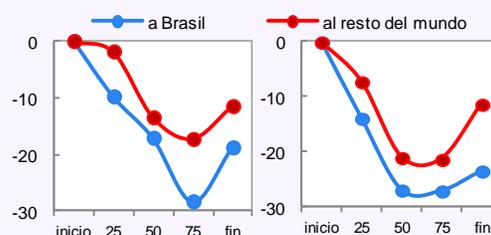
Durante recesiones en Brasil¹

(Componente cíclico de exportaciones a Brasil, como porcentaje de la tendencia, comienzo de recesión en Brasil=0)



Durante recesiones globales³

(Componente cíclico de exportaciones, como porcentaje de la tendencia, comienzo de recesión global=0)



Fuentes: FMI, *Direction of Trade Statistics*, y cálculos del personal técnico del FMI.

¹ Una desaceleración se define como recesión si la brecha negativa de la demanda interna es como mínimo una desviación estándar de su ciclo.

² Incluye a Argentina, Bolivia, Chile, Paraguay y Uruguay.

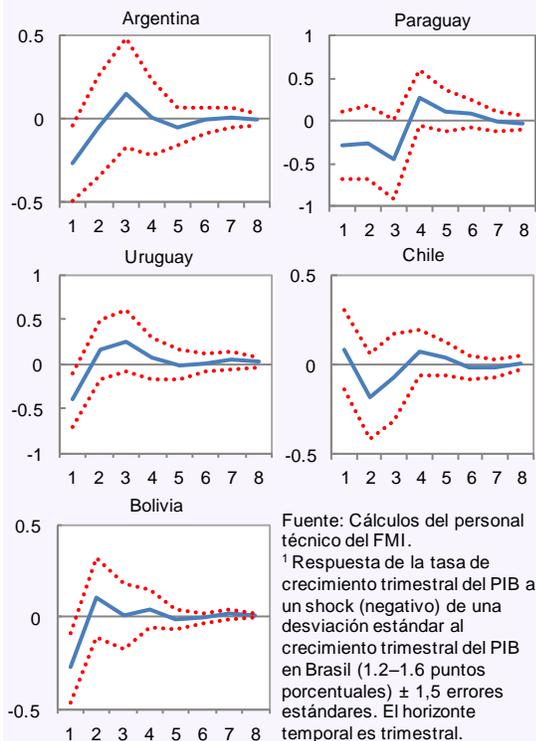
³ Recesiones definidas en Adler y Sosa (2011).

relativa de Brasil como fuente de fluctuaciones del producto de los países vecinos.

Cada modelo de VAR, específico por país, incluye un conjunto de factores globales (demanda, condiciones financieras y precios de las materias primas), el PIB real de Brasil y el PIB real nacional⁶. Las especificaciones correspondientes a Bolivia, Chile, Paraguay y Uruguay incluyen además el PIB de Argentina, ya que este país también puede ser fuente de efectos derrame en las economías vecinas

⁶ Se utiliza el PIB real (ajustado según la paridad del poder de compra, o PPP por sus siglas en inglés) de los países del G-7 y de China como medida de la demanda mundial; el índice de volatilidad del mercado de opciones de Chicago S&P 500 (VIX) para medir las condiciones financieras internacionales; mientras que los precios de las materias primas se miden con un índice general de precios (en términos reales y despojados de los efectos del tipo de cambio, como en Adler y Sosa, 2011).

Gráfico 4.4. Respuesta del producto a un shock negativo del producto de Brasil¹



más pequeñas. El modelo es estimado usando datos trimestrales del período 1990:T1–2011:T4⁷.

Shocks idiosincráticos de Brasil

Los resultados conducen a algunas observaciones interesantes:

- Aun controlando por factores globales comunes, el impacto de los shocks idiosincráticos del producto de Brasil es significativo en sus vecinos del Cono Sur, especialmente en el Mercosur (gráfico 4.4). Estos shocks se transmiten con bastante rapidez, y el grueso del impacto tiene

⁷ Todas las variables se expresan en niveles logarítmicos, y el modelo se estima en primeras diferencias (excepto para el VIX, que se expresa en niveles), usando dos rezagos. Los parámetros estructurales se identifican mediante la descomposición de Choleski. El orden elegido, de variables más exógenas a variables más endógenas, es el siguiente: primero, las variables globales; segundo, las variables regionales (PIB de Brasil y de Argentina); y, por último, el producto doméstico. Los resultados son robustos a la alteración del orden dentro del grupo de las variables globales. Véanse más detalles en Adler y Sosa, de próxima publicación.

lugar en el mismo trimestre (excepto en Chile, donde los efectos son pequeños y se transmiten con un rezago de un trimestre)⁸.

- El impacto acumulado de los shocks específicos de Brasil (cuadro 4.2) es muy grande en Paraguay, donde una disminución de 1 punto porcentual del crecimiento en Brasil reduce el producto (en el punto de máximo impacto) en un 0,9 por ciento. El efecto es notablemente más pequeño, pero aun así significativo, en Argentina, Bolivia y Uruguay (con un impacto acumulado máximo de alrededor de ¼ por ciento), y todavía menor en Chile.

Cuadro 4.2. Efecto acumulado sobre el producto (Porcentaje)

País	Horizonte	Shock a:		
		VIX (10 unidades) ¹		PIB de Brasil (1 punto porcentual) ²
		Impacto Total	Del cual: Efecto derrame de Brasil	
Argentina	efecto máximo	-3.05	-0.54	0.24
	8 trimestres	-3.04	-0.46	0.16
Paraguay	efecto máximo	-1.84	-0.50	0.86
	8 trimestres	-1.03	-0.08	0.47
Uruguay	efecto máximo	-2.07	-0.60	0.26
	8 trimestres	-2.07	-0.53	-0.09
Bolivia	efecto máximo	-0.83	-0.27	0.21
	8 trimestres	-0.83	-0.22	0.10
Chile	efecto máximo	-3.11	-0.37	0.10
	8 trimestres	-3.11	-0.26	0.06

Fuentes: Estimaciones del personal técnico del FMI.

¹ Equivalente a 2,1 desviaciones estándares.

² Equivalente a 0,7 desviaciones estándares.

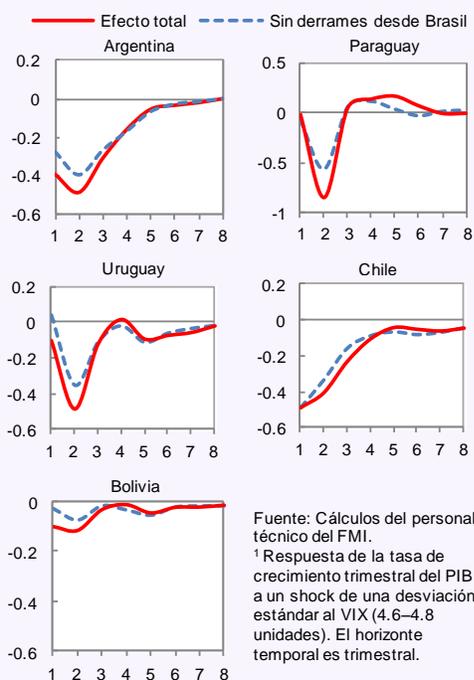
Amplificación de los shocks globales

Para detectar los efectos derrame asociados al rol de Brasil como amplificador de shocks de carácter global, nos basamos en una metodología propuesta por Bayoumi y Swiston (2008). Esta metodología requiere estimar un segundo conjunto de modelos de VAR que incluye el PIB de Brasil como variable exógena.

⁸ Los resultados para Bolivia deben interpretarse con cautela, ya que la exposición comercial a Brasil sufrió cambios marcados durante el período que abarca el análisis (gráfico 4.1). Además, las relaciones comerciales reflejan mayormente las exportaciones de gas, las cuales están regidas por contratos a largo plazo que establecen volúmenes mínimos.

En esa especificación, la respuesta estimada del producto ante un shock global captaría solamente el impacto directo del shock (no el efecto indirecto a través de Brasil). El efecto amplificador de Brasil, por lo tanto, puede calcularse como la diferencia entre las respuestas del producto a los shocks globales en los dos modelos. Este efecto

Gráfico 4.5. Respuesta del producto a un shock del VIX: Rol amplificador de Brasil¹



amplificador refleja: 1) la sensibilidad del producto de Brasil a los shocks globales, y 2) el efecto de esa respuesta del producto brasileño en el producto del país vecino.

Los resultados sugieren que Brasil efectivamente amplifica los shocks globales en la mayoría de los países del Cono Sur (gráfico 4.5). Aun cuando un shock financiero adverso (medido como un incremento del VIX) tiende a producir un impacto negativo en el producto de estos países⁹, una parte no menor de ese efecto puede atribuirse a su efecto indirecto —a través del impacto en el PIB de

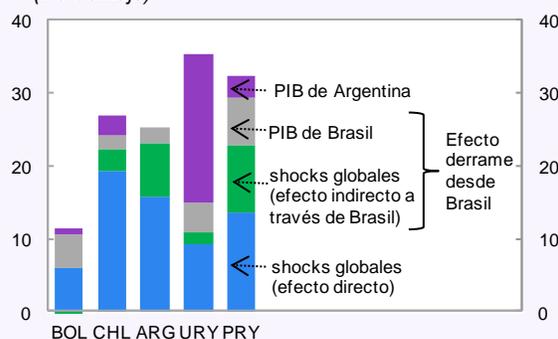
⁹ El efecto en Bolivia es más bien pequeño, probablemente debido a su bajo nivel de integración financiera.

Brasil¹⁰. Concretamente, de acuerdo con las estimaciones, un aumento de 10 unidades del VIX produciría una disminución acumulada del producto (al momento de mayor impacto) de 0,5–0,6 por ciento en Argentina, Paraguay y Uruguay (cuadro 4.2) atribuible al efecto ‘indirecto’ vía Brasil. El impacto es sensiblemente menor en Bolivia y Chile.

Los efectos derrame provenientes de Brasil sobre los países vecinos también son evidentes en un simple análisis de descomposición de la varianza (gráfico 4.6). Estos efectos explican una parte significativa de la varianza del PIB de Paraguay (16 por ciento) y de Argentina (10 por ciento). En Uruguay, los efectos derrame no son insignificantes (6 por ciento), pero tienen una influencia mucho más limitada que los efectos derrame provenientes de Argentina.

Gráfico 4.6. Descomposición de la varianza del producto

Proporción de la varianza del PIB explicada por factores externos¹
(Porcentaje)



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.
¹ Para un horizonte temporal de ocho trimestres.

Conclusiones

Los países del Cono Sur (Argentina, Bolivia, Chile, Paraguay y Uruguay) tienen una exposición relativamente elevada a Brasil en el plano comercial y sufren efectos derrame originados en esta gran economía vecina. Las estimaciones econométricas confirman que el producto de estos países (sobre todo, los miembros del Mercosur) se ve afectado

¹⁰ Los resultados también indican la presencia de efectos de amplificación de otros tipos de shocks globales (demanda global y precios de las materias primas).

tanto por los shocks de producto originados en Brasil como por los shocks globales que Brasil tiende a amplificar. Estos últimos son de particular relevancia en la coyuntura actual, dados los riesgos a la baja para las perspectivas económicas globales.

Los vecinos de la región andina (Colombia, Ecuador, Perú y Venezuela) comercian muy poco con Brasil. México, el otro país grande de la región, también mantiene vínculos comerciales

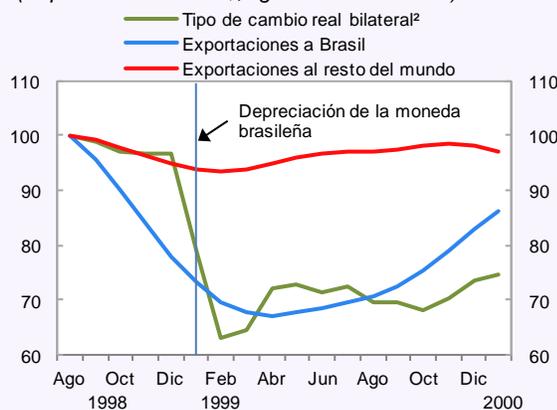
sorprendentemente bajos con las economías de América Central. La debilidad de los lazos comerciales (y financieros) sugiere que la sincronización de los ciclos económicos de la región andina y centroamericana con los grandes países vecinos refleja más que nada el efecto de factores externos comunes, más que efectos derrame generados por esas grandes economías de la región.

Recuadro 4.1. ¿Perjudican a los socios comerciales las depreciaciones del tipo de cambio de Brasil?

Un tema que a menudo preocupa a las autoridades —y a los analistas privados— de la región, especialmente del Cono Sur, es el impacto que podría tener en sus economías una fuerte depreciación del real brasileño, sobre todo en el caso de países con limitada flexibilidad cambiaria. Esa preocupación gira en torno al efecto que un movimiento pronunciado del tipo de cambio (real) bilateral podría tener sobre las exportaciones a Brasil.

La drástica depreciación real que sufrió la moneda brasileña en enero de 1999 ofrece un ejemplo claro que permite evaluar el impacto en los socios comerciales de Brasil. Es interesante observar que la evolución de las exportaciones a Brasil sugiere que un evento de este tipo en realidad podría tener un impacto positivo en los países vecinos (véase el gráfico), ya que las exportaciones a Brasil se desplomaron antes de la depreciación y se recuperaron después. Esta respuesta posiblemente se deba a que los efectos expansivos sobre la demanda y el producto interno de Brasil resultaron más fuertes que el efecto sustitución generado por los movimientos del tipo de cambio bilateral. Un hecho interesante es que este patrón se observa incluso para los socios comerciales que no pudieron ajustar sus respectivos tipos de cambio en respuesta a la depreciación brasileña, lo que implica movimientos pronunciados de los tipos de cambio reales bilaterales¹. La estimación de un modelo de VAR parecido al presentado en el texto principal del capítulo, pero que incluye los tipos de cambios reales de ambos países, sugiere resultados similares (para más detalles, véase Adler y Sosa, de próxima publicación).

Depreciación del tipo de cambio real en Brasil: Evolución de las exportaciones en el Cono Sur (Exportaciones en US\$, agosto de 1998 = 100)¹



Fuentes: *Direction of Trade Statistics*, y cálculos del personal técnico del FMI.

¹ Promedio simple de Argentina, Chile, Paraguay y Uruguay.

² Una disminución refleja una depreciación real de la moneda brasileña frente a las de sus socios comerciales.

¹ Corresponde recalcar que para un país con un tipo de cambio flexible —que por lo tanto puede responder a la depreciación del real frente al dólar de EE.UU. y mantener de esa manera inalterado el tipo de cambio bilateral—, la depreciación del real sería claramente beneficiosa, ya que actuaría únicamente el efecto expansivo.

5. Prestando atención al mercado de vivienda en América Latina

El crédito hipotecario está creciendo con gran rapidez en toda la región, aunque partiendo de niveles bajos. Aun cuando los datos disponibles no parecen apuntar a riesgos inminentes, las vulnerabilidades pueden surgir rápidamente. Por esta razón, los países de la región deben actuar decisivamente para subsanar las carencias de información y afianzar la supervisión del sector de la vivienda.

Las condiciones de financiamiento y los términos de intercambio favorables han alimentado el crédito y la demanda doméstica en gran parte de América Latina desde hace casi una década, con una breve interrupción durante la crisis global de 2008–09. Dada la larga historia en la región de auges crediticios que han terminado en colapso (gráfico 5.1) y pese a que los indicadores crediticios actuales parecen ser manejables, existen inquietudes válidas en torno a la posible acumulación de excesos en el sector financiero. La experiencia revela que las burbujas impulsadas por el crédito se forman lentamente, pero pueden llevar con gran rapidez a una situación de deterioro.

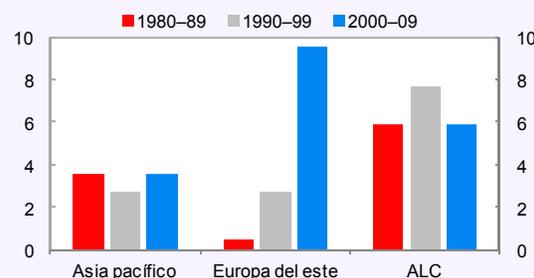
Las hipotecas, en particular, se han expandido rápidamente en algunos países de la región. Aunque esta expansión posiblemente refleje que, en general, los niveles de partida del crédito hipotecario son bajos y existen déficits de vivienda notorios¹, la misma podría generar inestabilidad financiera en caso de mantenerse de forma sostenida. Los casos de colapso del mercado de la vivienda no han sido, en particular, muy comunes en la región, pero la experiencia de Colombia a fines de la década de 1990 sirve como ejemplo para tener presentes los

Nota: Preparado por Luis Cubeddu, Camilo E. Tovar y Evridiki Tsounta, con la asistencia de Marola Castillo y Alejandro Carrión.

¹En 2007, solo 60 por ciento de las familias de América Latina y el Caribe (ALC) tenía una vivienda adecuada; 22 por ciento vivía en casas que necesitaban mejoras estructurales significativas, y el 18 por ciento restante necesitaba una vivienda nueva (Comisión Ministerial de Vivienda y Urbanización para América Latina y el Caribe).

Gráfico 5.1. América Latina ha experimentado desde 1980 más episodios de auges crediticios que cualquier otra región emergente.

Incidencia de los auges de crédito en las economías emergentes¹
(Distribución por frecuencia, porcentaje de todas las expansiones crediticias)



Fuente: Dell'Ariccia et al (2012).

¹ Los auges de crédito se identifican según las desviaciones de la relación crédito/PIB respecto de una tendencia móvil retrospectiva específica de un país.

efectos sistémicos que estos episodios pueden tener sobre la economía incluso cuando el sector hipotecario es pequeño (recuadro 5.1).

Este capítulo documenta la evolución del crédito hipotecario y del sector de la vivienda en América Latina durante la última década, y la compara con la de otras economías emergentes.

Desafortunadamente, las limitaciones de datos restringen el análisis de las tendencias, las vulnerabilidades y los riesgos. La información disponible revela pocas áreas que susciten inquietud, pero urge resolver las deficiencias de información y las lagunas en los datos².

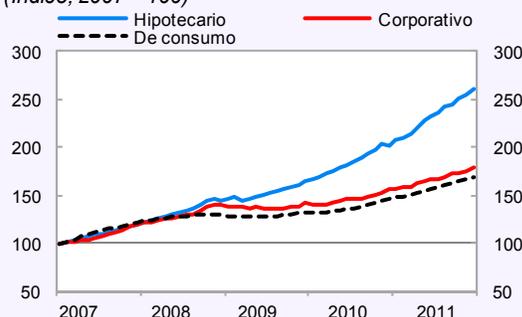
El crédito hipotecario en América Latina

Pese al rápido crecimiento que ha experimentado el crédito en la mayor parte de América Latina en los últimos años, los niveles de intermediación financiera todavía están muy por debajo de los

² En FMI (2011a) se analizan los mercados hipotecarios de los mercados emergentes en términos más amplios.

Gráfico 5.2. Pese a su reciente expansión, el crédito hipotecario (como porcentaje del PIB) sigue siendo relativamente bajo en América Latina.

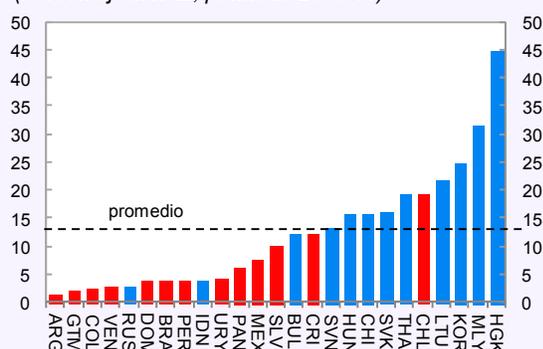
Crédito al sector privado por segmento de mercado¹
(Índice, 2007 = 100)



Fuentes: Autoridades nacionales y cálculos del personal técnico del FMI.

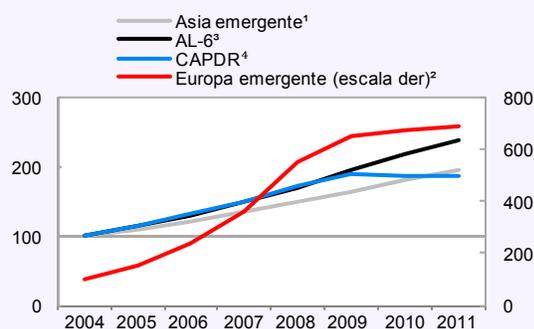
¹ En términos reales. Promedio simple de Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Uruguay.

Economías emergentes: Crédito hipotecario
(Porcentaje del PIB, promedio 2010-11)



Fuentes: Autoridades nacionales, Haver Analytics y cálculos del personal técnico del FMI.

Economías emergentes: Índice de crédito hipotecario real
(Índice, 2004=100)



Fuentes: Autoridades nacionales, Haver Analytics y cálculos del personal técnico del FMI.

¹ China, RAE de Hong Kong, Indonesia, Corea, Malasia y Tailandia.

² Bulgaria, Hungría, Lituania, Rusia, República Eslovaca y Eslovenia.

³ Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Uruguay.

⁴ Costa Rica, República Dominicana, El Salvador, Guatemala y Panamá.

observados en otras regiones emergentes (con la notable excepción de Chile), incluso si se tiene en cuenta el ingreso per cápita. Esta brecha refleja la larga historia de inestabilidad macroeconómica de la región (a menudo asociada a auges y colapsos del crédito), así como la debilidad de las instituciones, en particular las vinculadas a los derechos de los acreedores y los derechos de propiedad (Cottarelli *et al.*, 2005). Lo que subyace a dichos niveles relativamente bajos de la relación crédito/PIB es la falta de profundidad de los mercados hipotecarios. En América Latina, el crédito hipotecario ronda 7 por ciento del PIB, en promedio, y la relación crédito hipotecario/credito total (22 por ciento) es inferior a la de otras economías emergentes (gráfico 5.2).

Sin embargo, a lo largo de la última década, gran parte de la región ha experimentado una expansión sin precedentes del crédito hipotecario. Las condiciones externas favorables, el crecimiento económico sostenido, el afianzamiento de los fundamentos económicos y las reformas jurídicas han elevado los niveles de vida y mejorado las condiciones de financiamiento, lo cual ha contribuido a impulsar el financiamiento para la vivienda. En las economías de la región más integradas a los mercados financieros (Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Uruguay), el crédito hipotecario real ha experimentado un crecimiento anual promedio de 14 por ciento desde 2003, y se ha visto menos afectado que otros sectores (como el consumo y el crédito empresarial) por la crisis financiera global de 2008-09. La expansión del crédito hipotecario ha sido particularmente pronunciada en Brasil, donde el volumen de préstamos hipotecarios ajustado por inflación se ha septuplicado desde 2003.

Las reformas estructurales de los mercados inmobiliario y crediticio, así como los esfuerzos de los gobiernos por ampliar el acceso al crédito, han sido factores cruciales. Tanto Brasil (2005) como México (2007) han reformado el régimen de quiebras para afianzar los derechos de los

acreedores³, y han reorganizado los registros de deudores para que los bancos puedan evaluar mejor la solvencia de los deudores⁴. Además, Brasil (donde ³/₄ partes del crédito total a la vivienda proviene de bancos estatales) utiliza en gran medida subsidios al crédito hipotecario; y México provee seguros y garantías hipotecarias a través de una entidad pública para promover el mercado de títulos respaldados por hipotecas residenciales. La expansión del crédito hipotecario en América Latina también ha estado acompañada por el crecimiento de mercados domésticos de bonos en moneda local y el alargamiento en el vencimiento de las curvas de rendimiento (que en algunos casos han alcanzado 20–30 años) (véase Jeanneau y Tovar, 2008).

Brechas de información estadística

Pese a los avances recientes, los datos sobre los precios y la actividad en el sector de la vivienda son particularmente deficientes en la región de ALC. Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Uruguay son los únicos países que publican datos sobre precios de la vivienda, e incluso en algunos casos las series temporales provistas son cortas y tienen una cobertura limitada a las grandes zonas metropolitanas⁵. También existen pocos datos sobre flujos y saldos relativos al sector de la vivienda, y sobre la actividad de construcción (véase el cuadro 5.1).

Los supervisores bancarios de la región recién están comenzando a establecer la infraestructura necesaria para mantener actualizada la información sobre indicadores de solidez financiera que se refieren específicamente al sector de la vivienda y datos

sobre los balances de los hogares⁶. Estos últimos son críticos para evaluar riesgos crediticios que puedan derivar de los coeficientes de apalancamiento e indicadores de poder adquisitivo significativos. Sin embargo, en este ámbito se ha avanzado menos que en otras regiones.

La falta de series de tiempo exhaustivas sobre los precios de la vivienda quizá sea la carencia más grave a la hora de monitorear y evaluar la evolución del mercado de la vivienda. Las series de datos sobre precios inmobiliarios deben tener alcance nacional y distinguir entre viviendas nuevas y usadas, así como propiedades comerciales y residenciales. Igualmente, deben complementarse con información sobre saldos y flujos de vivienda, así como con indicadores sobre la actividad del sector de la construcción (incluyendo empleo, precio de los insumos y precios de los terrenos). También se necesitan datos adecuados sobre las transacciones de compraventa en el sector de la vivienda.

Aprovechando al máximo los datos disponibles

A pesar de las graves carencias de datos, las autoridades de la región necesitan saber si el ritmo de expansión del crédito hipotecario es razonable o excesivo. Abordamos este interrogante con los datos disponibles. Una metodología comúnmente utilizada para identificar episodios de auge del crédito muestra evidencia de crecimiento excesivo del crédito hipotecario en algunas economías de la

³ Desde su establecimiento en 2000, la ley de insolvencia de México ha sido utilizada en muy pocas ocasiones.

⁴ Warnock y Warnock (2008) muestran que el financiamiento de la vivienda tiene una correlación positiva con los mecanismos de protección de los derechos jurídicos, así como con la existencia de sistemas de evaluación del riesgo crediticio.

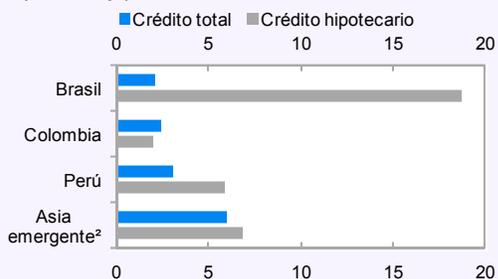
⁵ Los datos sobre precios de la vivienda en la región por lo general son publicados por una amplia variedad de entidades, lo cual hace más engorrosas las comparaciones entre países.

⁶ Brasil, Chile y Colombia realizan encuestas de las finanzas o los gastos de los hogares que recopilan datos microeconómicos sobre activos reales y financieros de los hogares. Esto, por ejemplo, permite observar el acceso al crédito y la concentración de la deuda de hogares pertenecientes a segmentos de ingreso diferentes, y mejora la evaluación del riesgo crediticio y de las implicaciones de la deuda de los hogares para la estabilidad financiera (véase Persson, 2009).

Gráfico 5.3. Crédito hipotecario, precios de la vivienda y actividad de la construcción en algunos países seleccionados.

Episodios de auge crediticio¹

(Desviación máxima desde mediados de 2009, porcentaje)

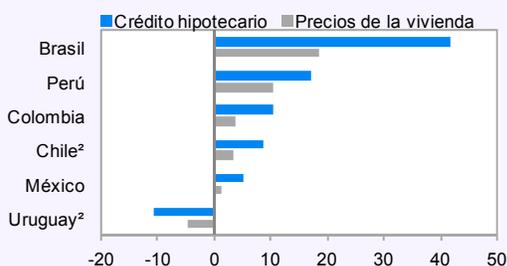


Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

¹ Basado en información mensual disponible desde el 2000 usando el filtro móvil mensual de Hodrick- Prescott ajustado en sus extremos. El parámetro λ se fijó en 129600 con la semilla fijada en enero de 2006, la cual se ajustó en aquellos países con muestras más pequeña. El umbral igual a 1.5 veces la desviación estándar del nivel respecto a la tendencia.

Crédito hipotecario y precios de la vivienda¹

(Variación porcentual real anual, promedio de 2010-11)



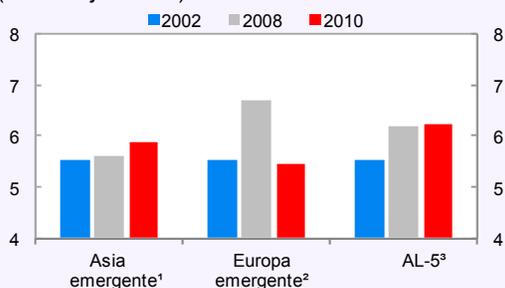
Fuentes: Global Property Guide; Haver Analytics; autoridades nacionales, y cálculos del personal técnico del FMI.

¹ Todos los datos están expresados en moneda local y deflactados por el IPC.

² Datos hasta 2010 solamente.

Tamaño del sector de la construcción

(Porcentaje del PIB)



Fuentes: Haver Analytics y cálculos del personal técnico del FMI.

¹ Promedio de China, Corea, RAE de Hong Kong, Indonesia, Malasia y Tailandia.

² Promedio de Bulgaria, Eslovenia, Hungría, Lituania, República Eslovaca y Rusia.

³ Promedio de Brasil, Chile, Colombia, México y Perú.

región (gráfico 5.3, panel superior)⁷. En el caso de Brasil, las desviaciones respecto del crecimiento crediticio tendencial parecen ser particularmente pronunciadas, aunque este fenómeno podría ser explicado por la introducción de un nuevo programa de vivienda en marzo de 2009 (“*Mia casa, Mia vida*”), orientado a satisfacer las necesidades de hogares de bajos ingresos. En este sentido, y aun cuando la metodología utilizada podría no estar capturando cambios en el crecimiento crediticio tendencial o quiebres estructurales, la rápida expansión del crédito hipotecario requiere un monitoreo cuidadoso de dicho segmento del mercado.

Los precios de la vivienda

Los precios de la vivienda residencial han subido más en los países donde el crédito hipotecario es más abundante. Aunque el aumento real anual promedio de los precios de la vivienda observado en los cinco países de la región sobre los que se dispone de datos es sustancialmente inferior al observado en las economías emergentes de Europa durante los años previos a la crisis de Lehman, dicho aumento es ligeramente superior al registrado en las economías emergentes de Asia. Si bien los aumentos de los precios de la vivienda reflejan sobre todo la situación de los segmentos de la población que viven en zonas metropolitanas y disponen de un nivel superior de ingreso, estos segmentos son también los que cuentan con un mayor acceso al crédito hipotecario (véase Hoek-Smit y Diamond, 2003).

Actividad en el sector de la construcción

La participación de la construcción en el PIB ha aumentado drásticamente durante la década pasada en los países de la región más integrados a los mercados financieros internacionales, y supera holgadamente los niveles registrados en las economías emergentes de Asia, aunque se encuentra

⁷ La metodología identifica una expansión crediticia como un auge cuando el nivel de crédito supera la tendencia subyacente (estimada con un filtro Hodrick- Prescott móvil retrospectivo) en un umbral equivalente a 1,5 veces la desviación estándar en torno a la tendencia. Véanse Mendoza y Terrones (2008) y Gourinchas, Valdés y Landerretche (2001).

por debajo de los máximos registrados en las economías emergentes de Europa antes de la crisis (gráfico 5.3, panel inferior). Naturalmente, la vivienda no es el único factor que explica el aumento de dicha participación; también contribuyen las propiedades comerciales y las obras públicas. Sin embargo, en la medida en que la vivienda sea el principal impulsor de dicho crecimiento, los ciclos de auge y colapso de la construcción suelen tener ramificaciones sociales importantes, dado que la construcción hace un uso intensivo de mano de obra y emplea a trabajadores relativamente poco calificados, cuyos períodos de desempleo tienden a ser más prolongados.

Calidad del crédito

En línea con las tendencias de la calidad del crédito bancario agregado de la región, el nivel de los préstamos hipotecarios en mora es relativamente bajo. A ello han contribuido el fuerte aumento del ingreso de los hogares y un nivel de desempleo que se sitúa en mínimos históricos.

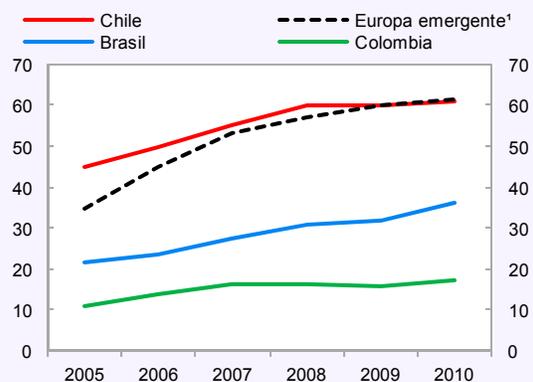
No obstante, esta situación podría cambiar si las condiciones externas dejaran de ser favorables. Además, muchos préstamos son nuevos y las situaciones de mora rara vez se producen en los primeros años de vida de un crédito. Asimismo, parecería que los bancos están otorgando préstamos a hogares que no tienen una trayectoria crediticia o una tradición de pago bien establecida, y que tienden a ser más vulnerables durante la parte baja del ciclo económico.

El que los bancos y los hogares tengan una exposición directa relativamente baja al sector de la vivienda constituye un factor clave que mitiga los riesgos⁸. Las hipotecas representan menos de 20 por

⁸ Si bien no se la analiza en esta nota, la calidad del crédito hipotecario puede tener implicaciones importantes para la política fiscal, de acuerdo con el grado de exposición de los bancos públicos. En Brasil, por ejemplo, los bancos estatales manejan $\frac{3}{4}$ del crédito total a la vivienda (FMI, 2011a), mientras que en México la agencia gubernamental para financiamiento de vivienda promueve el mercado de títulos respaldados por hipotecas residenciales a través del ofrecimiento de seguros hipotecarios.

Gráfico 5.4. La deuda de los hogares y los préstamos en mora están creciendo de forma considerable, pero en la mayoría de casos se mantienen en niveles manejables.

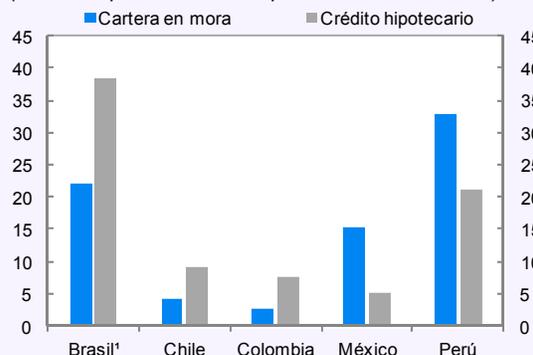
Economías emergentes: Deuda de los hogares (Porcentaje del ingreso disponible)



Fuentes: Autoridades nacionales, Eurostat, CEIC y cálculos del personal técnico del FMI.

¹ Promedio de la República Checa, Estonia, Letonia, Lituania, Hungría, Polonia, Eslovenia y Eslovaquia.

Sector hipotecario: Préstamos en mora (Variación porcentual anual promedio real, 2009-11)



Fuente: Autoridades nacionales y cálculos del personal técnico del FMI.

¹ Los datos sobre los préstamos en mora corresponden solo a la vivienda que no goza de asignaciones específicas. El crédito hipotecario corresponde al total de préstamos para la vivienda.

ciento del crédito bancario total en muchos países de la región, y los bancos tienen una estructura de financiamiento sólida que depende poco del financiamiento extranjero o de instrumentos complejos (gráfico 5.4). Además, los pocos indicadores del endeudamiento de los hogares que existen sugieren que estos se encuentran a niveles manejables, particularmente en el caso de los hogares de bajos ingresos. No obstante, las brechas de información estadística existentes limitan la capacidad para realizar una evaluación más exhaustiva del endeudamiento de las familias.

Conclusiones

El crédito hipotecario está creciendo con rapidez en gran parte de América Latina y el Caribe. Aunque los indicadores disponibles en general no identifican problemas inminentes, los supervisores bancarios no deben bajar la guardia. Los problemas pueden surgir rápidamente, sobre todo en mercados nuevos donde las carencias de datos son significativas.

Es necesario dar pasos firmes para solucionar estas brechas de información estadística y reforzar la supervisión. Los modelos de gestión del riesgo interno que examinan los desajustes en los sectores de crédito —entre ellos, el destinado a la vivienda— pueden ayudar a evaluar y anticipar la acumulación de riesgo. Es necesario también redoblar los esfuerzos por mejorar los registros de crédito y las

normas de evaluación que aplican los originadores y los agentes de préstamos hipotecarios. Las normas deben tener en cuenta el valor de la propiedad en cuestión (determinado mediante tasaciones independientes adecuadas) y la solvencia del prestatario (mediante registros de crédito), con la debida verificación de la información presentada. Estos esfuerzos deben estar complementados por programas de educación financiera, particularmente a medida que el acceso al crédito se difunda y llegue al alcance de los hogares de menores ingresos.

Si la exuberancia en el sector de la vivienda persistiese, se debería considerar el uso de medidas macroprudenciales focalizadas, parecidas a las adoptadas recientemente por países asiáticos. El uso de límites a la relación préstamo/valor y deuda/ingreso podrían ser particularmente útiles.

Cuadro 5.1. Disponibilidad de indicadores seleccionados para los sectores financiero y de vivienda

País	Indicadores de vivienda					Indicadores de los hogares		Indicadores de solidez financiera ¹			Acceso al crédito	
	Precios de vivienda ²		Construcción Vivienda Permisos	Índice de costos de construcción	Tasa de deuda a ingreso de los hogares	Tasa de servicio de deuda a ingreso de los hogares	Préstamos comerciales inmobiliarios sobre préstamos totales	Hipotecas sobre préstamos totales	Hipotecas en mora ³	Derechos de propiedad (0–10) ⁴	Información de crédito (0–6) ⁵	
	Disp. Desde	Frecuencia										Cobertura
Estados Unidos	1987	mensual	nacional	√	√	√	√	√	√	√	9	6
Canadá	1999	mensual	nacional	√	√	√	√	√	√	√	7	6
América Latina												
Brasil	2010	mensual	metropolitana		√	√	√	√	√	√	3	5
Chile	2004	trimestral	nacional	√	√	√	√	√	√	√	6	5
Colombia	1997	trimestral	metropolitana	√	√	√	√	√	√	√	5	5
México	2005	trimestral	nacional		√	√	√	√	√	√	6	6
Perú	1998	trimestral	metropolitana						√	√	7	6
Uruguay	2000	mensual	metropolitana		√	√	√		√	√	4	6
Memo:												
Asia emergente												
China	2005	mensual	ciudad			√	√				6	4
Filipinas	1994	trimestral	metropolitana					√	√		4	3
India	2010	trimestral	metropolitana			√	√				8	4
Indonesia	2002	trimestral	ciudad			√	√	√	√		3	4
Malasia	1999	trimestral	nacional	√	√	√	√			√	10	6
Europa emergente												
Bulgaria	1993	trimestral	nacional								8	6
Croacia	2006	mensual	nacional			√			√		6	5
Estonia	2004	mensual	metropolitana		√						7	5
Hungría	1998	trimestral	nacional					√			7	4
Letonia	2004	mensual	metropolitana		√				√	√	10	5
Lituania	1994	mensual	ciudad								5	6
Polonia	2004	mensual	metropolitana			√		√	√	√	9	5
Rumanía	2009	trimestral	nacional	√		√	√		√	√	9	5
Rusia	2000	trimestral	nacional	√				√	√	√	3	5
Turquía	2007	mensual	nacional	√		√		√			4	5
Ucrania	2000	mensual	metropolitana	√							9	4

Fuentes: Eurostat; Global Property Guide; Haver Analytics; FMI, *Indicadores de Solidez Financiera* (FSI, por sus siglas en inglés) y Banco Mundial, *2012 Doing Business Indicators*.

¹ Información basada en datos reportados al FMI a través de los FSI (negro). En algunos casos, se complementa con datos disponibles de fuentes nacionales (verde).

² Los datos se refieren al punto de partida de las series, frecuencia y cobertura. Algunos países tienen más de un índice, en cuyo caso reportamos aquel publicado con mayor frecuencia.

³ Datos no reportados al FSI pero disponibles de fuentes nacionales.

⁴ Índice publicado por el Banco Mundial que mide el grado en que las garantías y la legislación de bancarrota protege los derechos legales de prestamistas y prestatarios, facilitando así el acceso al crédito. El índice varía entre 0–10, con valores de protección más altos (verde) o más bajos (rojos).

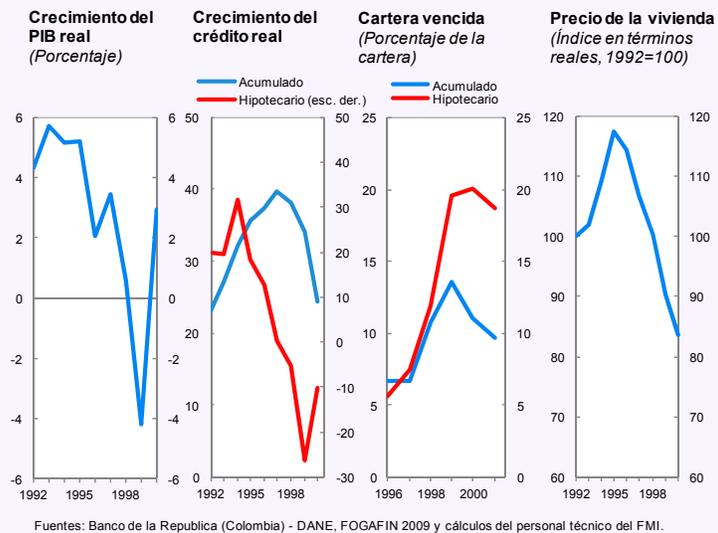
⁵ Índice publicado por el Banco Mundial que mide las regulaciones y prácticas que afectan la cobertura, alcance y accesibilidad de la información crediticia a través de registros de crédito. El índice varía entre 0–6, con valores más altos (verde) indicando mayor disponibilidad de información crediticia.

5.1. La crisis hipotecaria de fines de los años noventa en Colombia: Un caso para no repetir¹

La crisis hipotecaria que sufrió Colombia a fines de la década de 1990 ilustra los efectos sistémicos que pueden generar los problemas del mercado de la vivienda. La crisis se originó a comienzos de la década, cuando un proceso de liberalización financiera creó las condiciones para una expansión crediticia insostenible y una sobrevaloración de los activos, en un contexto de marcos de regulación y supervisión financiera débiles.

Las reformas que emprendió Colombia para promover la competencia y la eficiencia del sistema financiero nacional a comienzos de la década de 1990 facilitaron la rápida expansión de los activos bancarios, la cual vino acompañada de cambios adversos en la estructura de los pasivos.

Adicionalmente, un período de condiciones de financiamiento externo favorables desencadenó una entrada masiva de capitales intermediados por el sistema financiero doméstico. Los precios de los activos (incluida la vivienda) subieron con rapidez y el crédito entró en una fase de auge (el crédito bancario como porcentaje del PIB se duplicó entre 1991 y 1997). Al mismo tiempo, las instituciones financieras adoptaron prácticas agresivas de financiamiento en un ambiente de competencia cada vez mayor.



Las deficiencias de los sistemas de regulación y supervisión y de los modelos de gestión del riesgo interno generaron vulnerabilidad en el sistema financiero. Los modelos de riesgo interno no eran aptos para evaluar la capacidad de pago de los prestatarios, y las garantías a menudo estaban sobrevaloradas. Como consecuencia de las prácticas de regulación y supervisión deficientes, no se incrementaron los requisitos de capitalización ni las provisiones para préstamos en mora a fin de mitigar los riesgos que se acumulaban a medida que el proceso seguía su curso. Además, importantes lagunas de información impidieron evaluar debidamente los riesgos.

Cuando las condiciones externas dejaron de ser tan favorables y la economía comenzó a desacelerarse en 1995, los precios de la vivienda empezaron a caer. Este proceso empeoró debido a la interrupción repentina de la afluencia de capitales a raíz de las crisis asiática y rusa y de los problemas políticos internos. Para 1998, las tasas de interés alcanzaron máximos históricos y los hogares se encontraron imposibilitados de continuar pagando las hipotecas. Se embargaron propiedades, los préstamos en mora alcanzaron niveles estratosféricos y los bancos especializados en créditos hipotecarios se declararon ilíquidos o insolventes.

En 1999, el gobierno se vio forzado a intervenir. Se nacionalizaron, cerraron o recapitalizaron instituciones financieras, y Colombia sufrió su primera recesión desde 1933. La crisis también asestó un revés al desarrollo del mercado inmobiliario de Colombia. Finalmente, el costo fiscal total de la crisis (incluidos los efectos de sentencias judiciales que vulneraron aún más los derechos de los acreedores) superó 15 por ciento del PIB (FOGAFIN, 2009).

Nota: Este recuadro fue preparado por Camilo E. Tovar.

¹ Para una visión detallada sobre la crisis hipotecaria colombiana, véanse FOGAFIN (2009) y Urrutia y Llano (de próxima publicación).

Referencias

- Adler, Gustavo, y Camilo E. Tovar, 2011, “Foreign Exchange Intervention: A Shield Against Appreciation Winds?”, Working Paper 11/165 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Adler, Gustavo, y Sebastián Sosa, 2012, “Intra-Regional Spillovers in South America: Is Brazil Systemic After All?”, Working Paper (Washington: Fondo Monetario Internacional, de próxima publicación).
- _____, 2011, “Commodity Price Cycles: The Perils of Mismanaging the Boom”, Working Paper 11/283 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Barnichon, Regis, Michael Elsby, Bart Hobjin y Aysegul Sahin, 2011, “Which Industries Are Shifting the Beveridge Curve?”, Working Paper No. 2010–32 (San Francisco: Junta de la Reserva Federal).
- Bayoumi, Tamim, y Andrew Swiston, 2008, “Spillovers across NAFTA”, Working Paper 08/3 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Berg, Andrew, Jonathan D. Ostry y Jeromin Zettelmeyer, 2012, “What Makes Growth Sustained”, *Journal of Development Economics*, de próxima publicación.
- Bloom, Nicholas, 2009, “The Impact of Uncertainty Shocks”, *Econometrica*, vol. 77, No. 3, págs. 623–85.
- Calvo, Guillermo A., Alejandro Izquierdo y Luis F. Mejía, 2004, “On the Empirics of Sudden Stops: The Relevance of Balance-Sheet Effects”, NBER Working Paper No. 10520 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Calvo, Guillermo A., y Ernesto Talvi, 2005, “Sudden Stop, Financial Factors and Economic Collapse in Latin America: Learning from Argentina and Chile”, NBER Working Paper No. 11153 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Carrière-Swallow, Yan, y Luis Felipe Céspedes, 2011, “The Impact of Uncertainty Shocks in Emerging Economies”, Working Paper No. 646 (Santiago: Banco Central de Chile).
- Cerra, Valerie, y Sweta Chaman Saxena, 2008, “Growth Dynamics: The Myth of Economic Recovery”, *American Economic Review*, vol. 98, No. 1, págs. 439–57.
- Cottarelli, Carlo, Giovanni Dell'Ariccia e Ivanna Vladkova-Hollar, 2005, “Early Birds, Late Risers, and Sleeping Beauties: Bank Credit Growth to the Private Sector in Central and Eastern Europe and in the Balkans”, *Journal of Banking and Finance*, vol. 29, No. 1, págs. 83–104.
- Dell'Ariccia, Giovanni, Deniz Igan, Luc Laeven y Hui Tong, 2012, “Policies for Macrofinancial Stability: How to Deal with Real Estate Booms”, IMF Staff Discussion Note (Washington: Fondo Monetario Internacional, de próxima publicación).
- Daly, Mary, Bart Hobjin, Aysegul Sahin y Rob Valletta, 2011, “A Rising Natural Rate of Unemployment: Transitory or Permanent?”, Working Paper No. 2011–05 (San Francisco: Junta de la Reserva Federal).
- Estevão, Marcello, y Geoffrey Keim, 2011, “Policies to Facilitate Labor Market Adjustment”, Selected Issues Paper, IMF Country Report No. 11/202 (Washington: Fondo Monetario Internacional).

- Estevão, Marcello, y Evridiki Tsounta, 2011, “Has the Great Recession Raised U.S. Structural Unemployment?”, Working Paper No. 11/105 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Fondo de Garantías de Instituciones Financieras, 2009, “Crisis financiera colombiana en los años noventa: origen, resolución y lecciones institucionales” (Bogotá: FOGAFIN y Universidad Externa de Colombia).
- Fondo Monetario Internacional, 2007, *Perspectivas de la economía mundial* (Washington, abril).
- _____, 2011a, *Global Financial Stability Report: Durable Financial Stability, Getting There from Here*, (Washington, abril).
- _____, 2011b, *Perspectivas económicas regionales: Las Américas* (Washington, abril).
- _____, 2011c, *Perspectivas económicas regionales: Las Américas* (Washington, octubre).
- _____, 2011d, *Perspectivas de la economía mundial* (Washington, septiembre).
- _____, 2012, *Perspectivas de la economía mundial* (Washington, abril).
- Gourinchas, Pierre-Olivier, Rodrigo Valdés y Oscar Landerretche, 2001, “Lending Booms: Latin America and the World”, CEPR Discussion Paper No. 2811 (Londres: Centre for Economic Policy Research).
- Hoek-Smit, Marja C., y Douglas B. Diamond, 2003, “The Design and Implementation of Subsidies for Housing Finance”, estudio preparado para el seminario del Banco Mundial sobre financiamiento para la vivienda, 10–13 de marzo. Disponible en Internet: <http://www.worldbank.org/wbi/banking/capmarkets/housing>
- Ilzetzki, Ethan, Carmen M. Reinhart y Kenneth S. Rogoff, 2008, “Exchange Rate Arrangements Entering the 21st Century: Which Anchor Will Hold?”, disponible en Internet: <http://personal.lse.ac.uk/ilzetzki/data/ERA-IMF%20class.xls>
- Jeanneau, Serge, y Camilo E. Tovar, 2008, “Latin America’s Local Currency Bond Markets: An Overview”, *BIS Papers No. 36: New Financing Trends in Latin America: A Bumpy Road towards Stability*, págs. 46–64 (Basilea: Banco de Pagos Internacionales).
- Katz, Lawrence, 2010, “Long-Term Unemployment in the Great Recession”, declaración ante el Comité Económico Conjunto del Congreso de Estados Unidos, 29 de abril.
- Kruger, Alan B., y Andreas Mueller, 2011, “Job Search, Emotional Well-Being, and Job Finding in a Period of Mass Unemployment: Evidence from High-Frequency Longitudinal Data”, *Brookings Papers on Economic Activity*, vol. 42, No. 1, págs. 1–81.
- Lama, Ruy, y Juan Pablo Medina, 2010, “Is Exchange Rate Stabilization an Appropriate Cure for the Dutch Disease?”, Working Paper No. 10/182 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Lane, Philip R., y Gian Maria Milesi-Ferretti, 2007, “The External Wealth of Nations Mark II: Revised and Extended Estimates of Foreign Assets and Liabilities, 1970–2004”, *Journal of International Economics*, vol. 73, No. 11, págs. 223–50.
- Levy-Yeyati, Luis, 2006, “Financial Dollarization: Evaluating the Consequences”, *Economic Policy*, vol. 21, No. 45, págs. 61–118.
- Medina Cas, Stephanie, Alejandro Carrión-Menéndez y Florencia Frantschek, 2011a, “The Policy Interest-Rate Pass-Through in Central America”, Working Paper 11/240 (Washington: Fondo Monetario Internacional).

- _____, 2011b, “Improving the Monetary Policy Frameworks in Central America”, Working Paper 11/245 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Mendoza, Enrique G., y Marco E. Terrones, 2008, “An Anatomy of Credit Booms: Evidence from Macro Aggregates and Micro Data”, NBER Working Paper No. 14049 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Ocampo, José, 2012, “Balance of Payments Dominance: Its Implications for Macroeconomic Policy” (inédito; Nueva York: School of International and Public Affairs, Columbia University).
- Oficina de Presupuesto del Congreso, 2012, *The Budget and Economic Outlook: Fiscal Years 2012 to 2022*, (Washington: Oficina de Presupuesto del Congreso).
- Persson, Mattias, 2009, “Household Indebtedness in Sweden and Implications for Financial Stability-The Use of Household-Level Data”, en *BIS Papers No. 46* (Basilea: Banco de Pagos Internacionales).
- Swiston, Andrew, y Luis-Diego Barrot, 2011, “The Role of Structural Reforms in Raising Economic Growth in Latin America”, Working Paper 11/248 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Urrutia, Miguel, y Jorge Llano, 2012, *Los actores de la crisis económica de fin de siglo*, de próxima publicación (Bogotá: Universidad de los Andes).
- Warnock, Veronica C., y Francis E. Warnock, 2008, “Markets and Housing Finance”, *Journal of Housing Economics*, vol. 17, No. 3, págs. 239–51.

Publicaciones recientes del Departamento del Hemisferio Occidental, enero 2011–abril 2012

1. IMF Working Papers

WP/12/89 – Commodity Prices and Inflation Expectations in the United States, por Oya Celasun, Roxana Mihet y Lev Ratnovski.

WP/12/84 – Institutions, Informality, and Wage Flexibility: Evidence from Brazil, por Macello Estevão e Irineu de Carvalho Filho.

WP/12/69 – How Do Exchange Rate Regimes Affect Firms' Incentives to Hedge Currency Risk? Micro Evidence for Latin America, por Herman Kamil.

WP/12/62 – The Puzzle of Brazil High Interest Rates, por Alex Segura-Ubiergo.

WP/12/60 – Does Central Bank Capital Matter for Monetary Policy?, por Gustavo Adler, Pedro Castro y Camilo E. Tovar.

WP/12/51 – Fiscal Policy and the Current Account: Are Microstates Different?, por Yehenew Endegnanew, Charles Amo Yartey y Therese Turner-Jones.

WP/12/41 – Capital Inflows, Exchange Rate Flexibility, and Credit Booms, por Nicolas E. Magud, Carmen M. Reinhart y Esteban R. Vesperoni.

WP/12/31 – Barbados: Sectoral Balance Sheet Mismatches and Macroeconomic Vulnerabilities, por Charles Amo-Yartey.

WP/11/299 – Developments in Financial Supervision and the Use of Macroprudential Measures in Central America, por Fernando L. Delgado y Mynor Meza.

WP/11/283 – Commodity Price Cycles: The Perils of Mismanaging the Boom, por Gustavo Adler y Sebastian Sosa.

WP/11/248 – The Role of Structural Reforms in Raising Economic Growth in Central America, por Andrew Swiston y Luis-Diego Barrott.

WP/11/247 – An Assessment of Estimates of Term Structure Models for the United States, por Ying He y Carlos I. Medieros.

WP/11/245 – Improving the Monetary Policy Frameworks in Central America, por Stephanie Medina Cas, Alejandro Carrión-Menéndez y Florencia Frantischek.

WP/11/240 – The Policy Interest Rate Pass-Through in Central America, por Stephanie Medina Cas, Alejandro Carrión-Menéndez y Florencia Frantischek.

WP/11/220 – A Debt Intolerance Framework Applied to Central America, Panama, and the Dominican Republic, por Geoffrey J. Banister y Luis-Diego Barrot.

- WP/11/209** – Communication of Central Bank Thinking and Inflation Dynamics, por Man-Keung Tang y Xiangrong Yu.
- WP/11/199** – Shocks, Financial Dependence, and Efficiency: Evidence from U.S. and Canadian Industries, por Macello Estevão y Tiago Severo.
- WP/11/197** – External Adjustment and the Global Crisis, por Philip R. Lane y Gian Maria Milesi-Ferretti.
- WP/11/191** – Home Sweet Home: Government’s Role in Reaching the American Dream, por Evridiki Tsounta.
- WP/11/165** – Foreign Exchange Intervention: A Shield against Appreciation Winds?, por Gustavo Adler y Camilo E. Tovar.
- WP/11/159** – Policy Instruments to Lean against the Wind in Latin America, por Gilbert Terrier, Rodrigo O. Valdés, Camilo E. Tovar Mora, Jorge A. Chan Lau, Carlos Fernandez Valdovinos, Mercedes Garcia-Escribano, Carlos I. Medeiros, Man-Keung Tang, Mercedes Vera-Martin y Christopher W. Walker.
- WP/11/157** – The Dynamic Implications of Debt Relief for Low-Income Countries, por Alma Lucia Romero-Barrutieta, Ales Bulir y Jose Daniel Rodriguez-Delgado.
- WP/11/105** – Has the Great Recession Raised U.S. Structural Unemployment?, por Macello M. Estevão y Evridiki Tsounta.
- WP/11/92** – International Mutual Funds, Capital Flows Volatility, and Contagion—A Survey, por Gaston Gelos.
- WP/11/84** – The Dynamics of the Term Structure of Interest Rates in the United States in Light of the Financial Crisis of 2007–10, por Carlos I. Medeiros y Marco Rodriguez Waldo.
- WP/11/72** – An Analysis of U.S. Fiscal and Generational Imbalances: Who Will Pay and How?, por Nicoletta Batini, Giovanni Callegari y Julia Guerreiro.
- WP/11/58** – Creditless Recoveries, por Abdul Abiad, Giovanni Dell’Ariccia y Grace Li.
- WP/11/32** – Recession and Policy Transmission to Latin American Tourism: Does Expanded Travel to Cuba Offset Crisis Spillovers?, por Andrew M. Wolfe y Rafael Romeu.
- WP/11/17** – Strengthening Chile’s Rule-Based Fiscal Framework, por Teresa Dabán Sánchez.
- WP/11/14** – Interpreting Currency Movements During the Crisis: What’s the Role of Interest Rate Differences?, por Thomas Dowling y Nicoletta Batini.
- WP/11/10** – What Is Driving Financial De-dollarization in Latin America?, por Mercedes Garcia-Escribano y Sebastian Sosa.
- WP/11/2** – The Chilean Output Gap, por Nicolas E. Magud y Leandro Medina.

2. Selected Issues Papers

Brasil

- *The Monetary Transmission Mechanism in Brazil*, por Carlos Fernandez Valdovinos y Paulo Medas.
- *Brazil's Experience Managing Capital Inflows: The Role of Capital Flow Management Measures*, por Roberto Benelli, Alex Segura-Ubiergo y Chris Walker.
- *A Global Yield Model for Analyzing the Dynamics of Brazil's Term Structure of Interest Rate*, por Marco Rodriguez y Richard Munclinger.
- *Brazil's External Competitiveness: What's the Impact of China's Competition?*, por Roberto Benelli, Karlye Dilts y Kai Guo.
- *How Strong Are Revenue Tailwinds in Brazil?*, por Marialuz Moreno Badia y Fabian Bornhorst.
- *Taking Stock of Housing Finance in Brazil*, por Roberto A. Perrelli y Aloísio Costa.

Canadá

- *House Prices and Household Wealth in Canada*, por Oya Celasun, Alejo Costa y Jihad Dagher.
- *The Role of the CMHC in the Canadian Mortgage Market*, por Jihad Dagher.
- *Dynamics and Composition of Gross and Net Government Debt*, por Paulo Medas y Guilhem Blondy.
- *Bilateral Financial Linkages in an International Perspective*, por Gian Maria Milesi-Ferretti.

Caribe

- *Growth in the ECCU: What Went Wrong and Can It be Fixed*, por Nita Thacker, Sebastian Acevedo, Joong Kang, Roberto Perrelli y Melesse Tashu.
- *Public Debt in ECCU Countries*, por Arnold McIntyre y Sumiko Ogawa.
- *Rationalizing Public Expenditure in the ECCU*, por Shamsuddin Tareq, Alejandro Simone, Koffie Nassar y Arina Viseth.

Chile

- *Chile: Assessment of Real Exchange Rate and External Competitiveness*, por Jiri Podpiera y Yi Wu.
- *Capital Inflows, Exchange Rate Flexibility, and Domestic Credit*, por Nicolas Magud.
- *Do Dynamic Provisions Enhance Bank Solvency and Reduce Credit Procyclicality? A Study of the Chilean Banking System*, por Jorge A. Chan-Lau.

Estados Unidos

- *The U.S. Housing Market Outlook—What Are the Potential Benefits of Mitigating Distressed Sales?*, por Evridiki Tsounta.
- *Household Deleveraging and the Recovery*, por Oya Celasun y Grace Bin Li.
- *Policies to Facilitate Labor Market Adjustment*, por Marcello Estevão y Geoffrey Keim.
- *Strengthening Private Mortgage Securitization*, por Sally Chen y John Kiff.
- *Why are U.S. Firms Hoarding Money?*, por Nicoletta Batini y Joshua Felman.
- *How do Commodity Price Shocks Affect TIPS-Based Inflation Compensation?*, por Oya Celasun, Roxanna Mihet y Lev Ratnovski.
- *Fiscal Challenges Facing the U.S. State and Local Governments*, por Martin Sommer.
- *Budget Institutions for Federal Fiscal Consolidation*, por Martin Sommer.
- *The Challenge of Dealing with Mortgage Delinquencies*, por John Kiff y Evridiki Tsounta.

México

- *Potential Growth and the Output Gap in Mexico*, por Enrique Flories y Francisco Vazquez-Ahued.
- *Understanding Mexico's Recent Export Performance*, por Kai Guo.
- *Long-Term Fiscal Challenges in Mexico*, Pablo Lopez-Murphy.

Paraguay

- *Paraguay—Potential Output Growth and Spillovers from Agriculture*, por Santiago Acosta-Ormaechea.
- *Bank Excess Reserves in Paraguay—Determinants and Implications*, por Teresa Dabán Sánchez.

Perú

- *Towards a Structural Fiscal Framework*, por Isabel Rial.
- *Institutional Framework for Macroprudential Policy*, por Mercedes Vera Martin.
- *Advances and Challenges in Social Policies*, por Yu Ching Wong.

Trinidad y Tobago

- *The Heritage and Stabilization Fund: Key Issues for the 2012 Review*, por Joel Okwuokei, Hunter Monroe y Judith Gold.
- *Developments and Prospects in the Energy Sector*, por Machiko Narita y Judith Gold.
- *Collapse of CL Financial and Government Intervention*, por Hunter Monroe.

- *Monetary Policy in Trinidad and Tobago*, por Yi Wu.

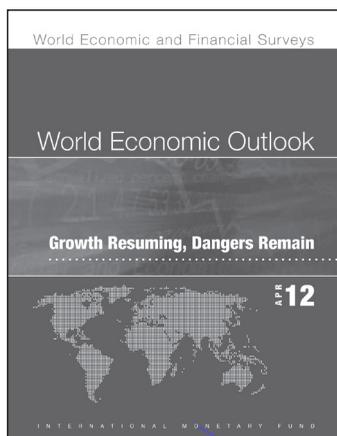
Uruguay

- *Uruguay: Estimating Potential Output and the Output Gap and the Spillovers from Agriculture*, por Manuel Rosales Torres.
- *Investment Grade for Dollarized Countries: The Uruguayan Case*, por María Gonzalez y Lulu Shui.
- *The Uruguayan Labor Market*, por Natalia Melgar y Jiri Podpiera.
- *Uruguay: Some Aspects of Financial Intermediation*, por Jiri Podpiera y Torsten Wezel.
- *Uruguay's Pension System: Overview*, por Manuel Rosales Torres.
- *Uruguay—Assessing the Structural Fiscal Stance*, por Manuel Rosales Torres.
- *Transmission of Policy Rates in Uruguay: A Cross-Country Perspective*, por Santiago Acosta-Ormaechea.
- *Why is the Uruguayan Banking System so Unprofitable?*, por Torsten Wezel.

Expand your global expertise. Visit the IMF Bookstore.

World Economic Outlook

The *World Economic Outlook*, packed with country-specific facts, figures, and worldwide projections, presents the outlook for growth, inflation, trade, and other economic developments in a clear, practical format.



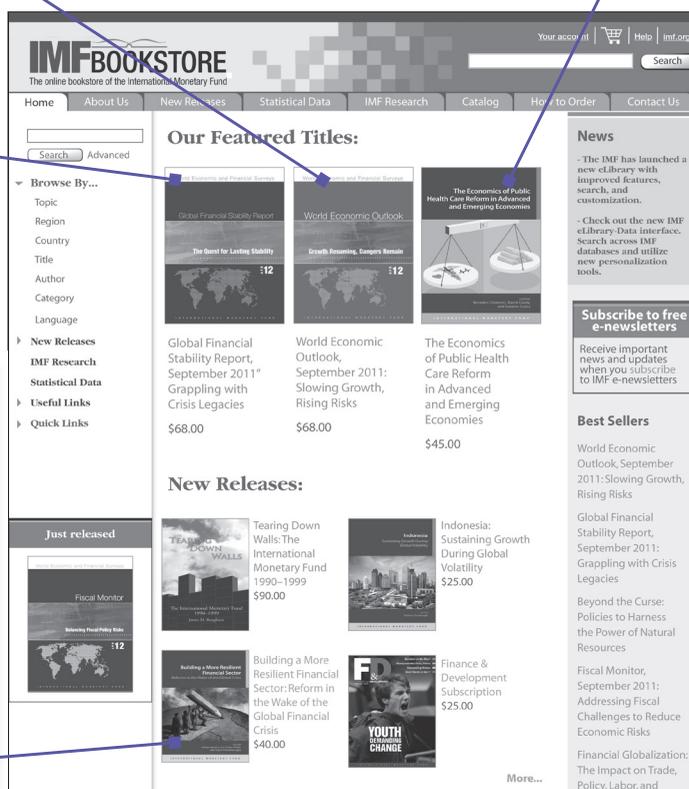
The Economics of Public Health Care Reform in Advanced and Emerging Economies

Health care reform will present fiscal policy challenges in both advanced and emerging economies in coming years. This book provides insights into these challenges, potential policy responses, cross-country analysis, and case studies.



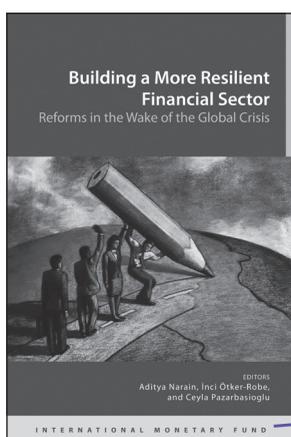
Global Financial Stability Report

The *Global Financial Stability Report* provides expert and up-to-date analysis of global capital flows that play a critical role in world economic growth and financial stability.



Building a More Resilient Financial Sector: Reforms in the Wake of the Global Financial Crisis

This book reviews facets of the discussion on reform of the global financial system, including greater transparency to strengthen market discipline and limit risk taking. It also looks at how the financial system is likely to be shaped by the efforts of policymakers and the private sector response.



Order Now: Visit the IMF Bookstore today and browse the latest reports, publications, and data.