

Estudios económicos y financieros

Perspectivas económicas

Las Américas

.....



ABR 08

Estudios económicos y financieros

Perspectivas económicas

Las Américas



ABR 08

©2008 International Monetary Fund

Cataloging-in-Publication Data

Perspectivas económicas: Las Américas – [Washington, D.C.]: Fondo Monetario Internacional, 2008.

p. cm. – (Estudios económicos y financieros)

Abril 08.

Translation of: Regional Economic Outlook: Western Hemisphere

Includes bibliographical references.

ISBN 978-1-58906-717-2

1. Economic forecasting – North America. 2. Economic forecasting – Latin America. 3. Economic forecasting – Caribbean Area. 4. North America – Economic conditions. 5. Latin America – Economic conditions – 1982- 6. Caribbean Area – Economic conditions – 1945- 7. North America – Economic conditions – Statistics. 8. Latin America – Economic conditions – 1982- – Statistics. 9. Caribbean Area – Economic conditions – 1945- – Statistics. I. International Monetary Fund. II. Series (World economic and financial surveys) HC94 .R44518 2008

Price: US\$31.00

(US\$26.00 to full-time faculty members
and students at universities and colleges)

Please send orders to:

International Monetary Fund, Publication Services
700 19th St. N.W., Washington, D.C. 20431, U.S.A.
Tel.: (202) 623-7430 Fax: (202) 623-7201
E-mail: publications@imf.org
Internet: www.imf.org

ÍNDICE

Resumen ejecutivo	v
I. Panorama general: Piloteando en medio de la turbulencia financiera	1
Panorama general de los Estados Unidos y del mundo: los shocks financieros empeoran las perspectivas	1
Transmisión de los shocks globales a la región de América Latina y el Caribe (ALC)	7
Perspectivas económicas para América Latina y el Caribe y riesgos latentes	17
Opciones para manejar el shock global	26
II. América Latina y la turbulencia financiera mundial	33
La región ha resistido hasta el momento, pero el contexto global es delicado	33
Potenciales fuentes de presión en los bancos de la región	33
Condiciones de financiamiento más restrictivas para el sector empresarial	38
Conclusiones	40
III. Los precios mundiales de las materias primas y la inflación en ALC	45
La inflación está aumentando en toda la región de ALC	45
Análisis de los factores que impulsan la inflación	47
Conclusiones	53
Principales Indicadores Económicos	55
Bibliografía	56
Recuadros	
1.1. La situación actual de turbulencia financiera en los Estados Unidos	3
1.2. Evolución de la pobreza y la desigualdad en la región de América Latina y el Caribe	11
1.3. Implicaciones para América Latina del alza mundial en los precios de las materias primas	14
1.4. Panorama macroeconómico general de la región del Caribe	20
1.5. Políticas concernientes al impacto social de la inflación en los precios de los alimentos	22

INDICE

1.6	La factibilidad de una política fiscal anticíclica en América Latina	29
2.1.	Flujos financieros de Estados Unidos a América Latina	34
2.2.	Vínculos financieros en la región del Caribe	36
2.3.	Vínculos entre los mercados de acciones de América Latina y de Estados Unidos durante 'eventos extremos' (<i>tail events</i>)	42
3.1	Presiones inflacionarias en el Caribe	46
3.2	Efectos de los precios mundiales de las materias primas sobre los precios internos	50
3.3	¿Qué puede explicar la diferente respuesta de la inflación en los distintos países?	52

La presente edición de *Perspectivas económicas: Las Américas*— que pone al día los temas tratados en mayor detalle en la edición de noviembre de 2007— fue escrita por un equipo liderado por Robert Rennhack y Vikram Haksar, bajo la dirección de Caroline Atkinson y Anoop Singh. El equipo de trabajo incluyó a Rita Babihuga, Jingqing Chai, Ana Corbacho, Roberto Garcia-Saltos, Priyadarshani Joshi, y Herman Kamil. Contribuciones específicas fueron hechas por Andreas Bauer, Ravi Balakrishnan, Tamim Bayoumi, Christina Daseking, Katja Funke, Cleary Haines, Andreas Jobst, Padamja Khandelwal, Daniel Leigh, Rituraj Mathur, Evridiki Tsounta, y Nancy Wagner. Thomas Duffy, Priyadarshani Joshi, Genevieve Lindow, Joan McLeod-Tillman y Carolina Worthington estuvieron a cargo de la investigación y producción.

Resumen ejecutivo

Panorama general. En los últimos cuatro años, la región de las Américas registró un pujante crecimiento económico que ha elevado los niveles de ingreso, generado empleos y reducido la pobreza. Los países de América Latina y el Caribe (ALC), en particular, han cosechado los frutos de una posición macroeconómica más sólida y de una mayor credibilidad de su marco de políticas económicas. En los últimos años, los países también se han beneficiado de flujos crecientes de inversión extranjera directa (IED), del extraordinario dinamismo de la economía mundial y, en el caso particular de algunos, del auge en los precios de las materias primas. Sin embargo, la expansión de la economía mundial está perdiendo dinamismo dada las recientes tensiones financieras. Esta edición es una puesta al día de *Perspectivas económicas: Las Américas*, y examina los shocks a que está expuesta la economía estadounidense, la posición en que se encuentra la región de ALC para hacer frente a estos shocks y su impacto sobre las perspectivas de crecimiento (capítulo 1).

Los riesgos relacionados con el sector de la vivienda y la turbulencia del mercado financiero en Estados Unidos han desmejorado las perspectivas de crecimiento mundial. La reversión del auge en el mercado de vivienda y las tensiones en el centro del mercado financiero han erosionado las perspectivas de crecimiento en EE.UU. en 2008. Se prevé una gradual recuperación en 2009, a medida que se consolide el estímulo proporcionado por la política económica y que se resuelvan paulatinamente los problemas en el sector financiero. Asimismo, se espera que el crecimiento económico en Canadá se vea afectado por la desaceleración en las perspectivas de crecimiento en Estados Unidos.

Pese al shock financiero mundial, los mercados financieros de ALC se han sostenido bien hasta el momento. El efecto del shock de los mercados de la vivienda y los sectores financieros en los países industrializados sobre los mercados financieros de ALC ha sido menor que en anteriores episodios de tensión financiera mundial. Los mercados internos monetarios y de bonos se han mantenido en general estables. No obstante, las condiciones del financiamiento externo se han tornado más estrictas, especialmente para el sector corporativo en ALC, aunque en menor medida en la región que en otros mercados emergentes. Estos temas se tratan en el capítulo 2.

Los altos precios internacionales de las materias primas también han apuntalado las perspectivas de ALC. El auge de precios de las materias primas en los últimos años ha impulsado el crecimiento y ha mejorado las posiciones fiscales y externas en toda la región. Se prevé que los precios de las materias primas se reduzcan levemente, en línea con los indicadores en los mercados de futuros, aunque los niveles de precios permanecerán elevados con respecto a patrones históricos. Esta reducción, combinada con un crecimiento fuerte de las importaciones, se traducirá en una disminución de los superávits en la cuenta corriente externa de la región.

Sin embargo, se espera que el crecimiento en ALC se desacelere en virtud del contexto externo menos favorable. En el escenario de referencia, se prevé una gradual desaceleración del crecimiento económico de la región, que pasará de 5,6% en 2007 a 4,4% en 2008, y 3,6% en 2009. Esto refleja condiciones externas de demanda y financieras más débiles y una moderación en los precios de las materias primas y las remesas.

Las presiones inflacionarias siguen siendo un motivo de preocupación para las autoridades monetarias. La fortaleza de la demanda interna, combinada con los shocks externos, especialmente sobre los precios de los alimentos y los combustibles, ha ejercido presiones al alza sobre la inflación. Esto ha creado riesgos para uno de los logros macroeconómicos más importantes de la región en el último decenio: el descenso sostenido de la inflación a niveles de un dígito. Los altos precios internacionales de los alimentos también han afectado de manera desproporcionada a los sectores más pobres, y los gobiernos han buscado formas de mitigar esos efectos. Estas cuestiones se analizan más detenidamente en el capítulo 3.

El aumento del gasto público ha ido erosionando los balances fiscales. Un logro clave para la región en los últimos años ha sido el considerable fortalecimiento de los balances fiscales primarios. En muchos países, sin embargo, la solidez de la posición fiscal depende de que los precios de las materias prima se mantengan elevados. Además, el gasto ha aumentado considerablemente en años recientes, debilitando los balances fiscales primarios.

El balance de riesgos para las proyecciones de crecimiento se inclina hacia la baja, dada la incertidumbre en las perspectivas de crecimiento mundial y de los precios de las materias primas. Los shocks financieros que afectan actualmente a Estados Unidos y la economía mundial crean un grado muy elevado de incertidumbre para las perspectivas de crecimiento y estabilidad financiera en todo el mundo. La evolución futura en el precio de las materias primas también constituye una gran incógnita, y una fuerte caída en estos precios representaría un importante riesgo a la baja para ALC. Un análisis de escenarios alternativos basados en modelos realizado por el FMI muestra que el balance de riesgos para las perspectivas de crecimiento de la región se inclina a la baja. Al mismo tiempo, los riesgos de inflación siguen siendo fuente de preocupación, dado el fuerte impulso del crecimiento verificado en la región, especialmente si el crecimiento resultara mayor que lo previsto en el escenario de referencia.

El desafío clave para la política económica a corto plazo consiste en superar este período de turbulencia financiera y de gran incertidumbre. La región se enfrenta a la actual coyuntura desde una posición mucho más sólida que en el pasado, especialmente gracias a los regímenes cambiarios flexibles. No obstante, mantener el equilibrio entre la desaceleración prevista del crecimiento y las presiones inflacionarias recientes requerirá una cuidadosa gestión de la política económica:

- *Política monetaria.* La política monetaria se ha orientado a contener las actuales presiones sobre la inflación general y las expectativas de inflación. La moderación de la demanda interna y el endurecimiento de las condiciones financieras que se observan en el escenario de referencia servirán para reducir las presiones de recalentamiento y podrían facilitar la tarea de las autoridades de política económica. Los tipos de cambio flexibles constituirían el primer amortiguador de los shocks en caso de que el entorno externo resultara más desfavorable que lo previsto en el escenario de referencia.
- *Política fiscal.* A diferencia del pasado, ya no resulta tan necesario que los países reduzcan el gasto ante una desaceleración cíclica de los ingresos, y varios de ellos tienen espacio para permitir que operen los estabilizadores fiscales automáticos. Pero estudios analíticos del personal técnico del FMI no aconsejan un estímulo fiscal discrecional. En el contexto de

ALC, un aumento en el gasto público podría socavar la credibilidad de la política económica y, en última instancia, producir un efecto negativo sobre el crecimiento, al elevarse las primas de riesgo y reducirse la inversión.

- *Políticas del sector financiero.* Las autoridades de supervisión continúan monitoreando de cerca los riesgos del sector financiero, y mantienen un estrecho diálogo con las entidades regulatorias de otros países, dado el carácter internacional de los shocks actuales.
- *Políticas sociales.* Una preocupación importante de política económica es atenuar el impacto de los altos precios de los alimentos sobre los sectores más pobres. Una herramienta eficaz para ello serían los programas de transferencias de efectivo adecuadamente focalizadas. Por el contrario, la adopción de medidas administrativas para reducir el grado de traspaso de los aumentos de precios de los alimentos podría suponer altos costos fiscales y cuasifiscales, distorsionar los incentivos económicos y reducir la eficiencia.

I. Panorama general: Piloteando en medio de la turbulencia financiera

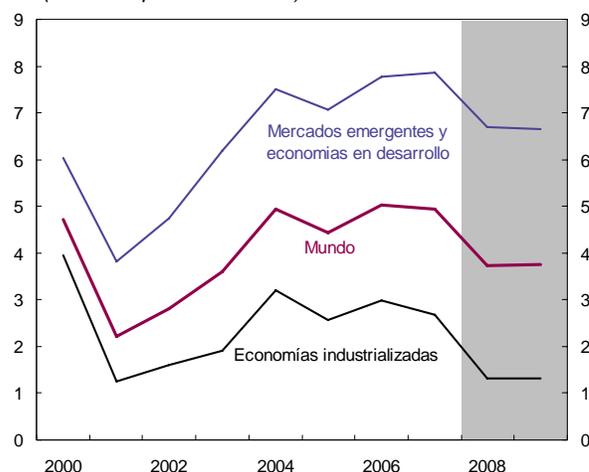
Se prevé que los shocks al sistema financiero debilitarán el crecimiento de Estados Unidos, aun considerando el sustancial estímulo fiscal previsto. Según las proyecciones, el crecimiento mundial se desacelerará a 3,7% en 2008, comparado con una tasa de 4,9% en 2007. Los riesgos asociados a la proyección global de corto plazo están sesgados a la baja. El crecimiento en la región de América Latina y el Caribe ha sido muy pujante en los últimos años, en parte debido al auge en el precio internacional de las materias primas (commodities). Sin embargo, la firme demanda interna, sumada a los shocks de oferta, han creado presiones inflacionarias. Actualmente, las perspectivas de la región se ven ensombrecidas por las tensiones en los mercados financieros mundiales y por la fuerte desaceleración proyectada para Estados Unidos. En el resto de este capítulo se analiza: 1) los shocks financieros en Estados Unidos y las perspectivas menos promisorias de crecimiento, 2) la transmisión de los shocks mundiales a la región de América Latina y el Caribe a través de los mercados financieros, los precios de las materias primas y los flujos de capital, 3) los riesgos a las perspectivas de crecimiento vinculados con la intensificación de las presiones inflacionarias, y 4) las opciones de política económica para manejar estos riesgos.

1. Panorama general de los Estados Unidos y del mundo: los shocks financieros empeoran las perspectivas

La desaceleración mundial es atribuible en gran medida a la evolución en las economías avanzadas, y en particular en Estados Unidos, donde el deterioro del sector de la vivienda generó los actuales trastornos financieros mundiales. Se prevé que la economía estadounidense se desacelerará sustancialmente este año. El crecimiento interanual proyectado en el cuarto trimestre de 2008 es de -0,7%, con lo cual el crecimiento anual promedio alcanzará apenas un 0,5%, frente a una tasa del 2,2% registrada el año pasado. Según las

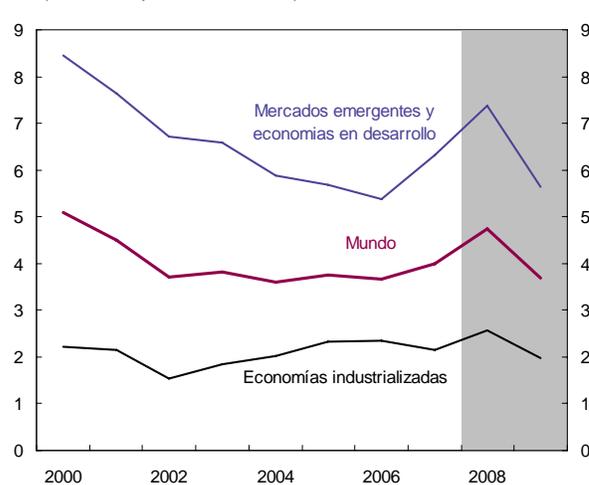
proyecciones, los mercados emergentes y las economías en desarrollo, liderados por China e India, no serán inmunes a la desaceleración mundial, pero se espera que mantengan un crecimiento relativamente fuerte apuntalado por una pujante demanda interna.

Crecimiento del PIB mundial y regional
(Variación porcentual anual)



Fuente: Perspectivas de la economía mundial (World Economic Outlook, WEO), Abril 2008.

Inflación mundial y regional
(Variación porcentual anual)



Fuente: Perspectivas de la economía mundial.

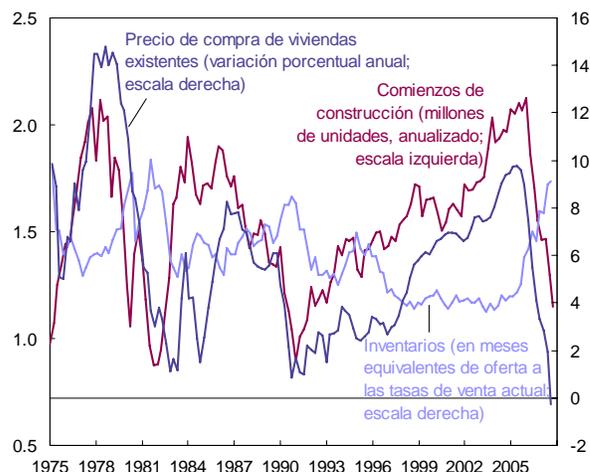
La inflación ha aumentado en todo el mundo como reflejo, en parte, de la creciente demanda en los mercados emergentes, que ha impulsado al alza los precios de los alimentos y la energía. En Estados Unidos, la zona del Euro y algunos mercados emergentes también se observa un repunte en la inflación subyacente. De cara al futuro, es posible que la desaceleración de la actividad económica a escala mundial y una menor presión sobre la capacidad productiva atenúen en cierta medida las presiones sobre los precios, aun considerando el relajamiento sustancial de la política monetaria en Estados Unidos y de algunos otros países en los últimos seis meses.

El debilitamiento del sector inmobiliario y la turbulencia financiera

Las perspectivas a corto plazo para el sector inmobiliario en Estados Unidos siguen siendo poco promisorias. La inversión residencial se redujo por octavo trimestre consecutivo—lo cual representa el período contractivo más prolongado desde mediados de los años setenta— y probablemente se mantenga en niveles deprimidos durante varios trimestres más. El número de nuevas construcciones de viviendas se redujo a menos de la mitad, de una cifra anualizada de 2,3 millones en enero de 2006—el nivel más alto en 33 años—a poco más de un millón dos años después. Sin embargo, el inventario de nuevas unidades residenciales disponibles para la venta creció hasta un nivel equivalente a casi 10 meses de oferta, nivel que no se registraba desde 1981. Dado este exceso de oferta en el mercado, a nivel nacional los precios están bajando en términos nominales, y en general, se espera que en los dos próximos años se registren reducciones adicionales de entre 10% y 20% (dependiendo del índice que se utilice).

Las tensiones generadas por la crisis hipotecaria continúan afectando al sector financiero, y los riesgos de crédito están despertando ahora más preocupación que los riesgos de liquidez. El

Indicadores de oferta y demanda inmobiliaria en Estados Unidos



Fuente: Haver Analytics.

Informe sobre la Estabilidad Financiera Mundial de Abril 2008 reporta pérdidas significativas asociadas a créditos de bancos y otros intermediarios no bancarios. Estas pérdidas están relacionadas tanto con el mercado de hipotecas de alto riesgo, como con otros segmentos del mercado financiero, entre los que se incluyen los préstamos hipotecarios de alta calidad, créditos para inmuebles comerciales, préstamos apalancados y créditos a los hogares. Frente a esta situación, los bancos estadounidenses han actuado con rapidez en reconocer sus pérdidas y aumentar su capital. Sin embargo, según las encuestas, los bancos también están reaccionando frente a las presiones sobre sus balances aplicando normas crediticias más estrictas. Ello, sumado al aumento de los diferenciales (*spreads*) de una variedad de títulos, está contrarrestando el estímulo a la actividad proporcionado por las medidas de expansión monetaria y por las futuras medidas de expansión fiscal (recuadro 1.1).

Respuesta de política económica en Estados Unidos

La Reserva Federal de Estados Unidos (la Reserva Federal) ha estado adoptando medidas fuertes de expansión monetaria dados los riesgos para el crecimiento y las tensiones en el mercado financiero. Desde septiembre del año pasado, la

Recuadro 1.1. La situación actual de turbulencia financiera en los Estados Unidos

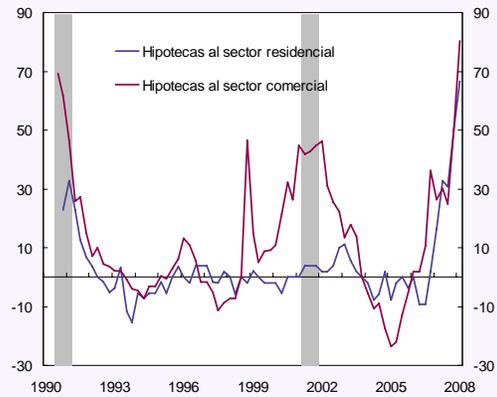
Las dificultades del sistema financiero en los Estados Unidos y en el mundo han acaparado los titulares de prensa desde hace ya un buen tiempo. Sin embargo, muchos se han sorprendido por la forma en que se ha propagado un problema que inicialmente se originó en un segmento relativamente pequeño del mercado hipotecario estadounidense (que sólo representa alrededor de un 10% del total). Los problemas financieros del mercado de hipotecas de alto riesgo (*sub-prime*) han afectado a otros segmentos importantes en el mercado financiero, y casi llevan a la quiebra a Bear Stearns, uno de los principales bancos de inversión en los Estados Unidos. En este recuadro se examinan los mecanismos de propagación de la crisis, sus efectos sobre las condiciones financieras de Estados Unidos y su probable impacto sobre las perspectivas económicas de los Estados Unidos.

La morosidad crediticia ha crecido. El aumento de la morosidad en las hipotecas otorgadas a tasa de interés reajutable (“*ARMs*” por sus siglas en inglés) no sólo se ha observado entre deudores que se consideran de alto riesgo, sino también y de manera creciente entre deudores con alta calificación crediticia. El consiguiente aumento en el número de embargos hipotecarios junto con la caída en los precios de las viviendas, ha hecho que los índices de precios de títulos estructurados a partir de hipotecas nuevas (los denominados índices ABX) hayan perdido hasta un 80% de su valor en los segmentos de menor calificación crediticia. Los precios de otros tipos de activos titularizados también han caído aceleradamente, y las emisiones en la mayoría de estos mercados se han desplomado. Esto ha obligado a bancos de Estados Unidos y de Europa a contabilizar en sus balances pérdidas significativas, aunque las últimas estimaciones indican que los bancos han reconocido una gran parte del potencial de pérdidas vinculadas a esta clase de operaciones.

La presión sobre el capital bancario se ha intensificado. Los bancos se han visto obligados a reflejar en sus balances los préstamos efectuados a través de filiales no bancarias, tales como vehículos financieros especializados en negociar papeles comerciales garantizados con activos. Adicionalmente, otras tensiones han emergido en cuanto algunos deudores han procedido a usar las líneas de crédito previamente contratadas en respuesta a la mayor incertidumbre. Esto se ha traducido en mayores diferenciales en los *swaps* de riesgo de incumplimiento (CDS) emitidos por los bancos.

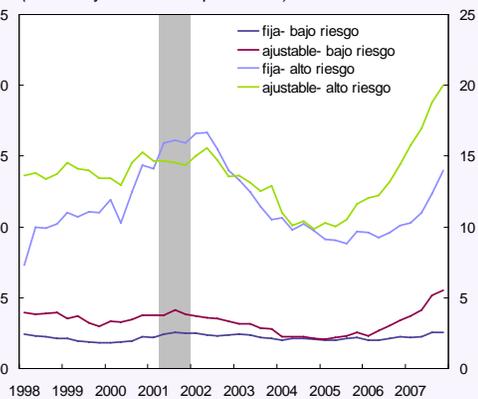
Nota: Este recuadro fue preparado por Ravi Balakrishnan.

Porcentaje neto de bancos con criterios de asignación de créditos más estrictos



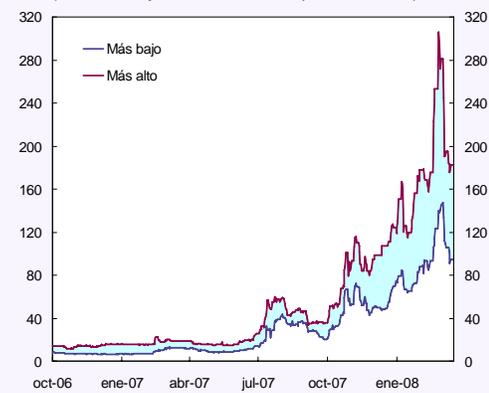
Fuente: Haver Analytics.

Tasa de morosidad de los préstamos hipotecarios
(Porcentaje del total de préstamos)



Fuente: Bloomberg.

EE.UU. Diferenciales de los swaps de riesgo de incumplimiento de bancos comerciales (CDS)
(Para los mayores cinco bancos; puntos básicos)



Fuente: Bloomberg.

Recuadro 1.1 (continúa)

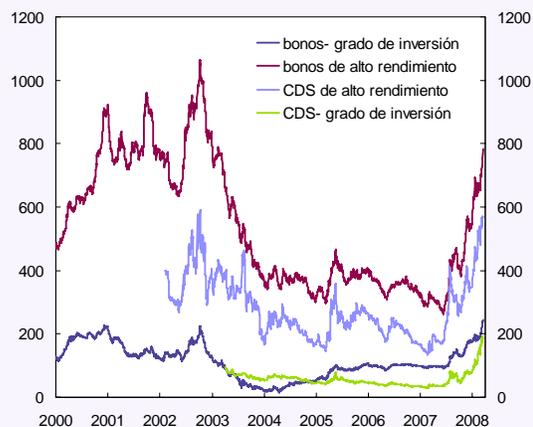
Las instituciones financieras más débiles han atravesado problemas de liquidez. Ante el rechazo a los productos estructurados por parte de los inversionistas, las crecientes pérdidas asociadas con la tenencia de estos instrumentos y la consiguiente necesidad de reponer márgenes de garantía por su tenencia, los acreedores empezaron a alejarse de las instituciones en riesgo, pese a las iniciativas para suministrar liquidez a los mercados dirigidas por la Reserva Federal. Esta cadena de falta de confianza casi llevó a la quiebra, a principios de marzo, al banco de inversión Bear Stearns, uno de los principales bancos de inversión de Estados Unidos. La Reserva Federal de Nueva York intermedió el rescate de Bear Stearns, proceso que involucró su venta a JP Morgan Chase por una fracción del valor previo. Además, para garantizar el normal funcionamiento del mercado financiero, la Reserva Federal creó una nueva ventana de préstamos que expande aun más la gama de garantías aceptables, incluyendo a activos financieros respaldados por hipotecas de alta calidad. También se permitió el acceso de los bancos de inversión a este tipo de financiamiento.

Al agudizarse las presiones con respecto a la capitalización de los bancos, los criterios utilizados por los bancos para la concesión de crédito se han hecho más estrictos. Los resultados de la más reciente encuesta efectuada a los oficiales de crédito sugiere que se están aplicando estándares más estrictos para el otorgamiento de todo tipo de préstamos, ya sean hipotecas para vivienda o créditos a clientes comerciales e industriales. Como agravante a las condiciones difíciles por las que atraviesa el sector de la vivienda, se han ampliado los diferenciales sobre los préstamos *jumbo* de alta calidad en 100 puntos básicos y ha disminuido la demanda de préstamos inmobiliarios y de hipotecas residenciales.

A escala mundial, los mercados interbancarios y de crédito corporativo también se han visto afectados. Los diferenciales de los bonos corporativos y los *swaps* de riesgo de incumplimiento han subido considerablemente; sin embargo, los diferenciales de los bonos de alto rendimiento todavía están por debajo de los niveles registrados en recesiones pasadas. Este aumento de los diferenciales ha ocurrido pese a la solidez patrimonial que muestran las empresas y a sus niveles históricamente bajos de incumplimiento de pago, lo que podría responder a una creciente aversión al riesgo y a mayores preocupaciones sobre un deterioro rápido en sus condiciones financieras. En cuanto a los mercados de dinero, la tasa LIBOR a tres meses y el diferencial entre las tasas de interés de los depósitos en eurodólares respecto de los títulos del Tesoro estadounidense siguen siendo volátiles y están por encima de sus niveles históricos, lo cual indica que no se han disipado las inquietudes en torno al riesgo de liquidez y de crédito.

En términos generales, las condiciones financieras en Estados Unidos se han deteriorado considerablemente en los últimos seis meses. Esto ha ocurrido a pesar del recorte en 300 puntos básicos de la tasa interbancaria a un día fijada como objetivo por la Reserva Federal, y de la depreciación real

Diferenciales de retorno de bonos empresariales y de *swaps* de riesgo de incumplimiento del deudor (CDS)
(Puntos básicos)



Fuentes: Bloomberg; Merrill Lynch; JPMorgan; y cálculos del personal técnico del FMI.

Diferenciales de tasas de interés de corto plazo
(Puntos básicos)

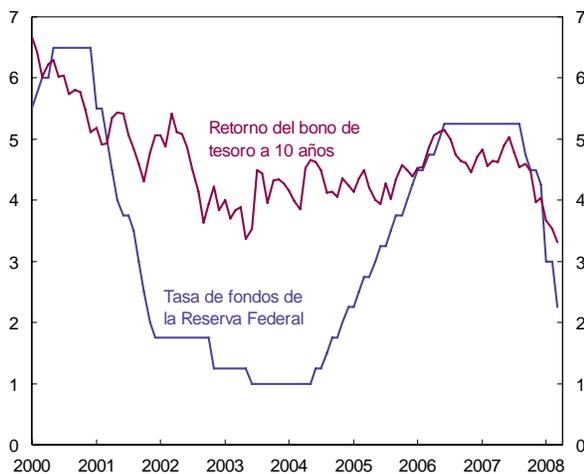


Fuentes: Bloomberg; y cálculos del personal técnico del FMI.

efectiva del dólar. Los criterios para préstamos se han puesto más exigentes, la prima de riesgo de instrumentos de renta fija se ha ampliado, los precios de las acciones han bajado y los diferenciales interbancarios continúan en niveles moderadamente elevados. Estas condiciones afectarán al crecimiento durante los próximos trimestres y es probable que el tiempo de recuperación resulte prolongado. Aunque algunos de los principales bancos estadounidenses ya han recibido sustanciales inyecciones de capital, resolver los problemas financieros que afectan al sector de la vivienda llevará tiempo e implicará un repunte lento en el crédito (véase el capítulo 2 de la edición de abril de 2003 de *Perspectivas de la economía mundial*). Los riesgos todavía se inclinan moderadamente a la baja. Si la contracción crediticia actual tiene un impacto profundo, la morosidad de las empresas aumentará, intensificando de esta manera las presiones sobre los balances bancarios y ejerciendo una fuerte presión a la baja de la actividad económica.

tasa de interés de referencia (*federal funds rate*) se redujo un total de 300 puntos básicos. La Reserva Federal también adoptó medidas adicionales para proporcionar liquidez a los mercados financieros, incluidos los bancos de inversión que anteriormente no tenían acceso a fondos de emergencia. También se adoptaron medidas extraordinarias que ayudaron a limitar las repercusiones del desplome de un importante banco de inversión—Bear Stearns—a principios de marzo, aunque la situación sigue siendo inestable.

Tasa de interés de corto y largo plazo en Estados Unidos
(Porcentaje)



Fuente: Haver Analytics.

Las medidas adoptadas por la Reserva Federal se complementaron con un paquete de estímulo fiscal de US\$170.000 millones (1¼% del PIB), que comprende fundamentalmente reintegros de impuestos para las personas físicas (que

comenzarán a distribuirse en mayo), exenciones de impuestos a las inversiones de empresas y apoyo al mercado de la vivienda a través de límites más altos a los préstamos que pueden ser garantizados por las instituciones de crédito hipotecario patrocinadas por el Estado. Este plan de medidas parece tener la dimensión adecuada y estar razonablemente bien focalizado, mientras que su naturaleza temporal limita las repercusiones sobre la sostenibilidad fiscal a largo plazo.

La desaceleración y el sesgo a la baja en el balance de riesgos

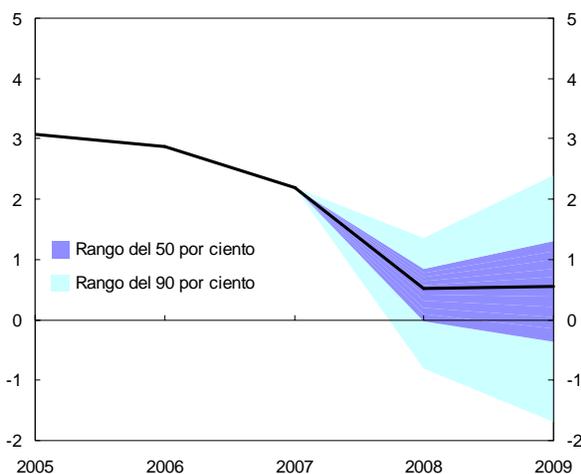
Lo más probable es que la economía de Estados Unidos registre una desaceleración durante gran parte de 2008. En el escenario de referencia, el consumo, que hasta ahora ha sido el principal motor de la economía, se desacelera de manera abrupta debido a las diversas presiones que afectan a los consumidores. Las proyecciones también muestran que la inversión residencial le quita dinamismo a la economía, y la inversión empresarial se desacelera al tornarse más restrictivas las condiciones de financiamiento. Probablemente, un factor positivo sean las exportaciones netas, que se beneficiarán de la contracción de la demanda interna, la depreciación del dólar y la persistencia de un fuerte crecimiento en el exterior, sobre todo en los mercados emergentes.

A partir de 2009 se espera que la economía repunte gradualmente, impulsada por las medidas recientes de política fiscal y monetaria. El crecimiento interanual tomando como base el

cuarto trimestre sería de 1,6%, con lo cual el crecimiento anual promedio aumentaría ligeramente, a 0,6%. Dado que el ritmo de la recuperación se ve limitado por las tensiones que siguen afectando al mercado inmobiliario y a los mercados financieros, se espera que la brecha del producto continúe ampliándose hasta el final de 2009.

El balance de riesgos en torno al escenario de referencia sigue sesgado a la baja. A pesar de que algunos factores, como por ejemplo un desempeño más robusto de las exportaciones, podrían sin duda tener un efecto positivo, persiste la preocupación de que las tensiones en el sistema financiero se agudicen más de lo previsto. Si las pérdidas se acumulan aun más, los bancos podrían verse forzados a limitar sus actividades de manera más rápida y prolongada de lo que se espera, lo cual restringiría la disponibilidad de crédito tanto para el sector de los hogares como para el sector empresarial y agravaría aun más la desaceleración del crecimiento. Los bancos estadounidenses ya han comenzado a aumentar su capital, entre otras

Proyecciones de crecimiento en EE.UU.:
balance de riesgos
(Variación porcentual anual)



Fuente: Estimaciones del personal técnico del FMI.

formas mediante infusiones de capital realizadas por fondos soberanos de inversión. Esto ha proporcionado un cierto alivio, aunque posiblemente hagan falta mayores inyecciones de capital.

Las perspectivas para Estados Unidos influyen en Canadá

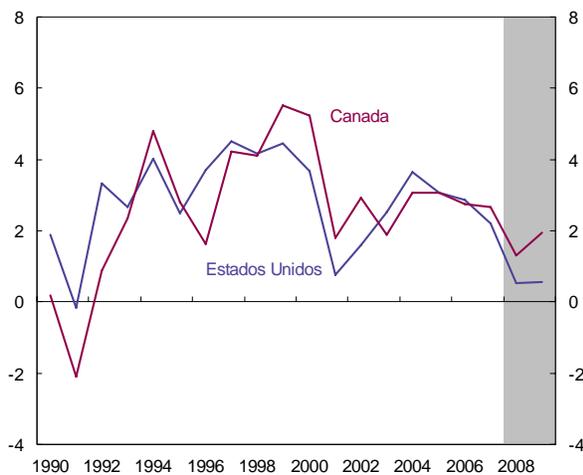
Tras varios años de sólido desempeño económico, basado en políticas fiscales y monetarias prudentes, se prevé que el crecimiento de Canadá registre una abrupta desaceleración este año. Se espera que el efecto de arrastre negativo provocado por la economía de Estados Unidos supere el impulso de la sólida demanda interna apuntalada por los altos precios de las materias primas. De hecho, la fuerte caída de las exportaciones netas reales redujo el crecimiento (anualizado) del PIB real al 0,8% en el cuarto trimestre de 2007, pese al dinamismo del gasto interno. Un fuerte repunte de las compras transfronterizas de canadienses en Estados Unidos contribuyó al deterioro de las cuentas externas. Este aumento en la demanda fue una reacción frente al hecho de que el dólar canadiense llegara a la paridad con el dólar de EE.UU., lo cual facilitó la comparación de precios y ejerció presión a la baja sobre la inflación de precios al consumidor. Las crecientes tensiones financieras mundiales también están aumentando la incertidumbre en torno al paquete de medidas propuesto para desbloquear el mercado de papel comercial garantizado por activos, que quedó paralizado el año pasado. En términos generales, las proyecciones indican que el crecimiento se desacelerará al 1,3% en 2008 y sólo repuntará lentamente al 1,9% en 2009.

Un elemento que ha apuntalado el crecimiento de Canadá, a pesar de la debilidad de la economía estadounidense, es la continua fortaleza de los mercados de materias primas globales, impulsada en parte por la demanda relativamente robusta de los mercados emergentes. Un factor de incertidumbre clave en la proyección es como evolucionará la demanda interna en el futuro, en la medida que menores exportaciones netas desaceleren el crecimiento del ingreso. Con la inflación subyacente en su nivel más bajo de los últimos dos años y los riesgos de inflación sesgados a la baja, el Banco Central de Canadá ha respondido a las señales que indicaban un

crecimiento más débil con la reducción de 100 puntos básicos de su tasa de referencia en tres instancias consecutivas, al tiempo que ha adoptado un sesgo más expansivo en su política monetaria hacia el futuro.

Las importantes medidas de alivio tributario anunciadas a fines de octubre de 2007, también está proveyendo un oportuno estímulo fiscal de ¾% del PIB en 2008. Se espera que estas medidas apuntalen el crecimiento de la demanda interna. Sin embargo, la demanda interna podría verse comprometida si las condiciones financieras o los precios mundiales de materias primas se debilitan sin que haya un efecto compensatorio a través de una depreciación del tipo de cambio. Al mismo tiempo, dado que el marco de políticas es sólido, el mercado laboral es flexible y las autoridades están focalizadas en reformas estructurales, incluyendo para promover la competitividad, la economía debería estar bien posicionada para enfrentar los desafíos de la coyuntura cíclica.

Crecimiento del PIB real en Estados Unidos y Canadá
(Variación porcentual anual)



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

2. Transmisión de los shocks globales a la región de América Latina y el Caribe (ALC)

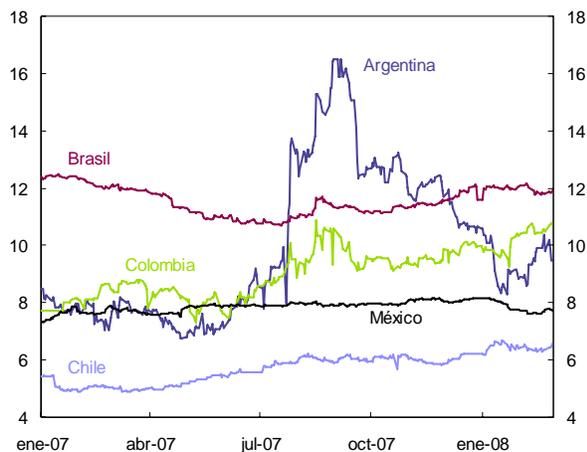
Mercados financieros en general robustos; algunas tensiones se visualizan

Los mercados monetarios y de bonos internos en América Latina y el Caribe se han mantenido en general estables desde que comenzó la turbulencia financiera mundial. Sin embargo, los diferenciales (spreads) sobre el crédito externo se han ampliado, el financiamiento externo para las empresas se ha detenido y se ha producido un retroceso en los mercados de acciones. Si bien el año pasado el financiamiento interno mantuvo su dinamismo, la considerable incertidumbre que existe en torno a las perspectivas financieras mundiales es un riesgo clave para la región y se analiza en más detalle en el capítulo 2.

Mercados financieros internos en general estables

En la región de América Latina y el Caribe, los sistemas bancarios y mercados monetarios han evitado trastornos a pesar de las turbulencias en los mercados financieros mundiales. Los datos disponibles muestran que el crédito mantenía aún su dinamismo. En parte, esto refleja la solidez de los balances y utilidades de los bancos tras un período de expansión continua. Asimismo, el hecho de que los bancos de la región dependan fundamentalmente del financiamiento interno para ampliar sus actividades contribuyó a aislarlos en cierta medida de los shocks financieros externos. Como se documenta en el capítulo 2, los bancos de América Latina y el Caribe no están mayormente expuestos a productos crediticios de alto riesgo (*subprime products*) o estructurados (*structured credit products*). Asimismo, en general los rendimientos de los bonos públicos en el mercado local y las tasas de las operaciones de *swap* se han mantenido estables.

Tasas de interés en moneda doméstica
(Porcentaje; swaps a un año)



Fuentes: Bloomberg; y JPMorgan.

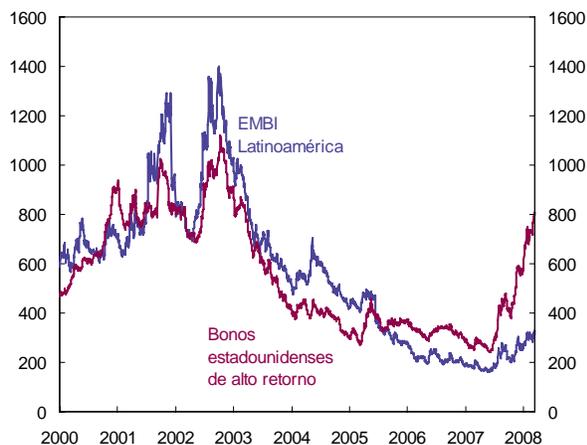
Condiciones de financiamiento externo más restrictivas

Los diferenciales de rendimiento de los títulos latinoamericanos de deuda externa soberana han aumentado desde el segundo semestre del año pasado. En períodos anteriores de inestabilidad financiera, los diferenciales del índice LAC-EMBI y de los bonos estadounidenses de alto rendimiento (*high yield corporate bonds*) han tendido a moverse conjuntamente. Sin embargo, desde

agosto de 2007, los diferenciales de los bonos corporativos de alto rendimiento aumentaron casi 500 puntos básicos, mientras que los diferenciales LAC-EMBI subieron alrededor de 100 puntos básicos. Esta divergencia en la evolución de ambos diferenciales se debe, en parte, a que la posición fiscal de la región es actualmente más sólida, la estructura de la deuda externa ha mejorado y el nivel de reservas internacionales es sustancialmente mayor.

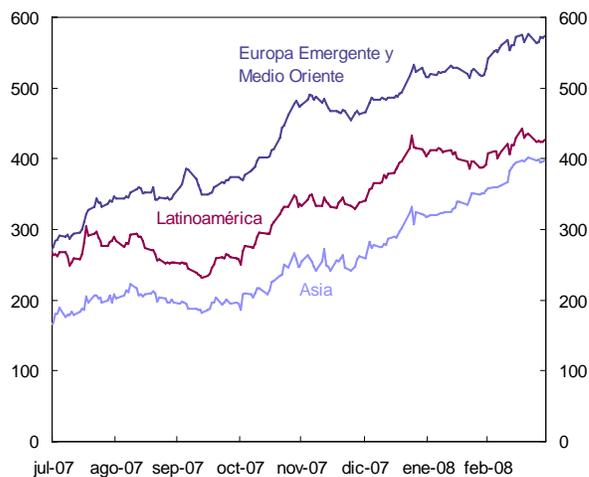
El sector corporativo ha enfrentado mayores diferenciales (*spreads*) en los costos de financiamiento externo, si bien éstos han aumentado menos que en otras regiones de mercados emergentes. Esto se ha dado en un contexto de mayor acceso del sector empresarial de América Latina y el Caribe a los mercados de capital internacionales. Las emisiones de bonos, préstamos y acciones en el mercado internacional han proporcionado a las empresas de la región casi el 15% del financiamiento neto proveniente del sector financiero formal en estos últimos tres años. Desde que surgieron los trastornos en los mercados de crédito mundiales, los diferenciales externos de los bonos corporativos emitidos por los países de América Latina y el Caribe aumentaron entre 150 y 250 puntos básicos. Como señal de una mayor diferenciación en la

Diferenciales de retorno de los bonos soberanos de países emergentes y de los bonos de alto retorno en EE.UU.
(Puntos básicos)



Fuentes: Bloomberg; y Datastream.

Diferenciales de retorno de bonos corporativos
(Puntos básicos)



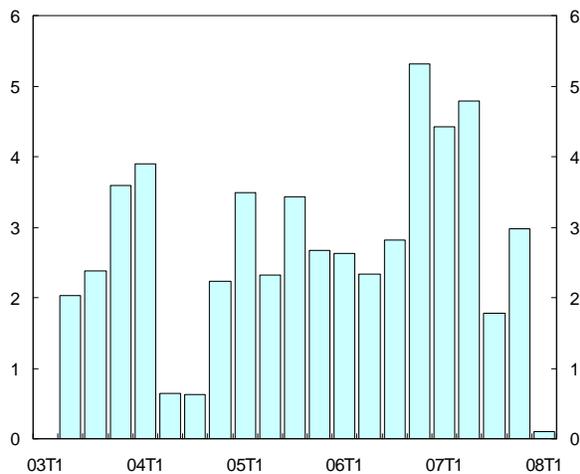
Fuente: Credit-Suisse.

percepción de riesgos, el aumento de los diferenciales fue mayor para las empresas de América Latina y el Caribe con calificación crediticia más baja que para las empresas de primera línea.

Menores flujos de financiamiento externo para las empresas

La emisión internacional de títulos de deuda corporativa también se contrajo en la región al tornarse más restrictivas las condiciones financieras mundiales en el segundo semestre de 2007. Las emisiones de bonos corporativos en los mercados externos quedó prácticamente interrumpida en lo que va de este año, un fenómeno observado también en otras regiones emergentes. En 2007, la firme demanda por acciones de mercados emergentes dio lugar a un marcado aumento de la emisión de acciones de empresas latinoamericanas como forma de financiamiento. Sólo en Brasil, más de 100 empresas cotizaron por primera vez en bolsa en 2007, orientándose a inversionistas tanto locales como extranjeros, captando US\$47.000 millones en nuevo capital. Sin embargo, las emisiones primarias de acciones se redujeron de manera abrupta durante este año al deteriorarse las condiciones en los mercados financieros.

Emisión de bonos externos
(Billones de dólares de EE.UU.)

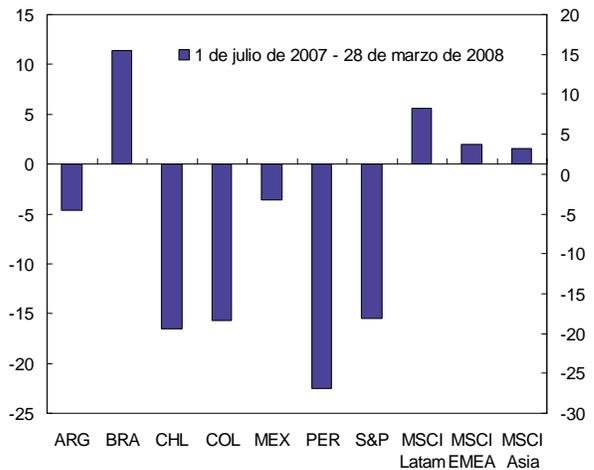


Fuente: Dealogic database.

El índice accionario MSCI¹ para la región de América Latina y el Caribe se ha incrementado desde junio del 2007, y de hecho ha sido algo más alto que en otras regiones de países emergentes. Sin embargo, esto ha reflejado principalmente el comportamiento sólido de las acciones de las empresas brasileñas con alta calificación crediticia. Reflejando la liquidación de posiciones en los mercados accionarios en todo el mundo, especialmente desde comienzos de este año, los mercados bursátiles han retrocedido en muchos países de la región. Es probable que esto contribuya a elevar un poco el costo marginal del capital para nuevas inversiones, y reduzca los incentivos para lanzar nuevas emisiones de acciones. En este contexto, los riesgos se ven resaltados por la evidencia de que los mercados de acciones en los mayores países de la región tienden a seguir más de cerca los movimientos en el mercado accionario en Estados Unidos durante períodos de tensión financiera en este último (véase el capítulo 2, recuadro 2.3). Sin embargo, las empresas de la región siguen siendo líquidas y las perspectivas aún son favorables, en particular,

Precio de acciones

(Cambio porcentual; moneda doméstica) 1/



Fuente: Bloomberg.

1/ Datos de cada país basados en los movimientos de las principales bolsas locales.

¹ Morgan Stanley Capital International index.

para las empresas de primera línea en sectores productores de materias primas.

Fuerte respaldo proveniente de los precios de las materias primas y las entradas de capitales

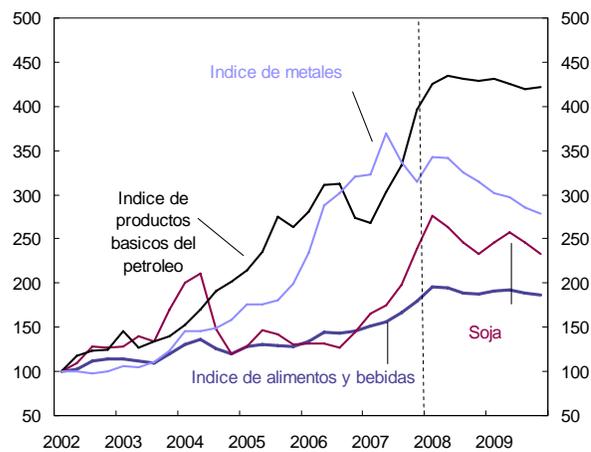
El auge sostenido en el precio internacional de las materias primas ha apuntalado el desempeño de las exportaciones, los ingresos y el crecimiento económico de gran parte de la región, contribuyendo a atraer también mayores niveles de inversión extranjera directa. Sin embargo, dado que las importaciones están aumentando muy rápidamente y previendo que los precios internacionales de los productos primarios se han de estabilizar, se proyecta que la cuenta corriente externa de la región pase de un leve superávit en 2007 a un pequeño déficit en 2008, por primera vez desde 2003. Combinado con entradas netas de capital algo menores, se proyecta que la acumulación de reservas se moderará.

Auge en el precio de materias primas: Impacto desigual

El auge de los precios mundiales de las materias primas en los últimos cuatro años ha sido un factor de gran importancia para explicar el mejor desempeño de crecimiento las cuentas externas de muchos países de América Latina y el Caribe. Los precios internacionales de las principales materias primas exportadas por la región aumentaron en conjunto un 150% desde 2003. Impulsado por los fuertes aumentos en los precios del crudo, el cobre y la soja, se proyecta que en el 2007 el valor de las exportaciones de productos básicos para el grupo de países de AL-6², más Venezuela, llegó a casi el 10% del PIB (7% en 2003) y a más del 40% de los ingresos por exportaciones (35% en 2003).

Evolución del precio internacional de las materias primas

(2002T1 = 100)



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

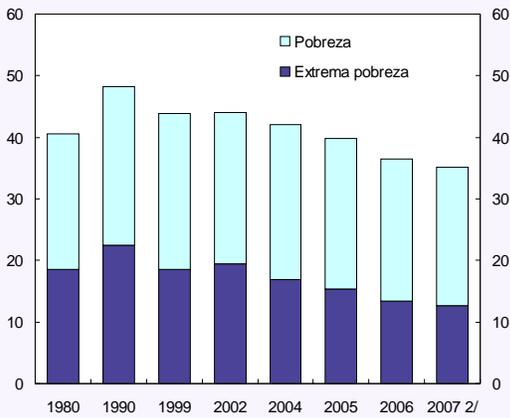
El auge en los precios de las materias primas, sin embargo, no se ha traducido en una mejora en los términos de intercambio para muchos otros países de la región. Varios de ellos, sobre todo en América Central y el Caribe, han enfrentado costos mucho más altos en la importación de petróleo, y a la vez no son grandes exportadores de otros productos básicos. Asimismo, los aumentos recientes de los precios internacionales de los alimentos también han contribuido al debilitamiento de la balanza comercial y al aumento de la inflación, especialmente en algunos de los países de la región más pequeños y de menores ingresos. Esto conlleva un efecto potencialmente adverso en los sectores más pobres (recuadro 1.2).

² Este grupo comprende a Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, y Perú.

Recuadro 1.2. Evolución de la pobreza y la desigualdad en la región de América Latina y el Caribe

La actual expansión de las economías ha tenido un impacto importante en los indicadores sociales, con reducciones marcadas de la pobreza y mejoras moderadas en materia de desigualdad. Según la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL) de Naciones Unidas, la tasa media de la pobreza en América Latina cayó de 44% en 2002 a menos de 36% en 2006, y se prevé que haya disminuido aun más en 2007, hasta llegar al 35% de la población total. Esta reducción incluye una caída radical en el porcentaje de pobreza extrema, que pasó del 19,4% en 2002 a una tasa proyectada de 12,7% en 2007. En valores absolutos, el número de personas pobres ha disminuido de un máximo de 221 millones a una cifra proyectada de 190 millones en 2007. También se ha registrado cierta reducción de la desigualdad: ocho de nueve países en donde hay datos recientes disponibles presentan una declinación de la desigualdad desde comienzos de la década. Estas mejoras sociales pueden atribuirse en parte a un crecimiento económico robusto, una estabilidad macroeconómica sostenida, una estrategia frente a la pobreza mejor focalizada mediante transferencias condicionadas de efectivo y otros programas de asistencia social, la reducción de las tasas de desempleo y, posiblemente, a los flujos de remesas (véase la edición de noviembre de 2007 de *Perspectivas económicas: Las Américas*).

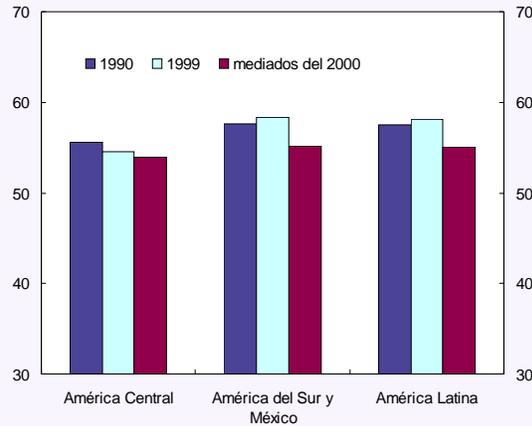
América Latina: Tasa de pobreza, 1980 - 2007 1/



Fuente: CEPAL (2007).
 1/ Promedio ponderado, de acuerdo a la población, para 19 países.
 2/ Estimaciones.

Desigualdad del ingreso

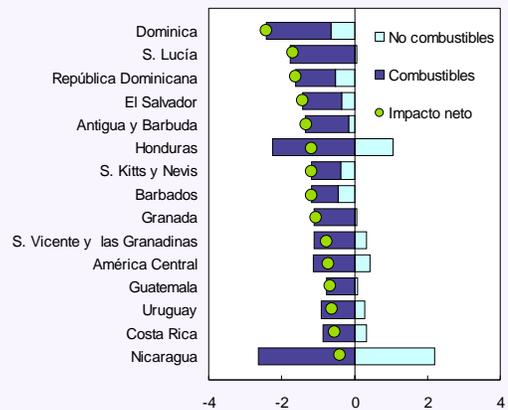
(Coeficiente de Gini; mayor coeficiente indica mayor desigualdad) 1/



Fuente: CEPAL (2007).
 1/ Promedio ponderado de acuerdo a la población. 1990 = dato disponible más cercano a 1990; 1999 = dato disponible más cercano a 1999; mediados del 2000 = dato más reciente disponible.

No obstante, los fuertes aumentos de los precios de las materias primas registrados en los últimos años han provocado impactos negativos sobre algunos países pequeños y de bajos ingresos de la región. Dichos países tienden a ser relativamente grandes importadores netos de combustibles; los principales exportadores de materias primas incluyen los países más grandes y ricos de la región. El aumento de los precios de las materias primas, especialmente de los combustibles, impactó negativamente los términos del intercambio y la balanza comercial de los países pequeños y de bajo ingreso que no son exportadores de energía, afectando los niveles de ingreso real. Por otra parte, el alza de los precios de los alimentos parece haber incidido más en la inflación de los países de bajo ingreso, incluso si se compara con el promedio

Deterioro de la balanza comercial en países afectados por movimientos en los precios internacionales de las materias primas
 (Porcentaje del PIB de 2007) 1/



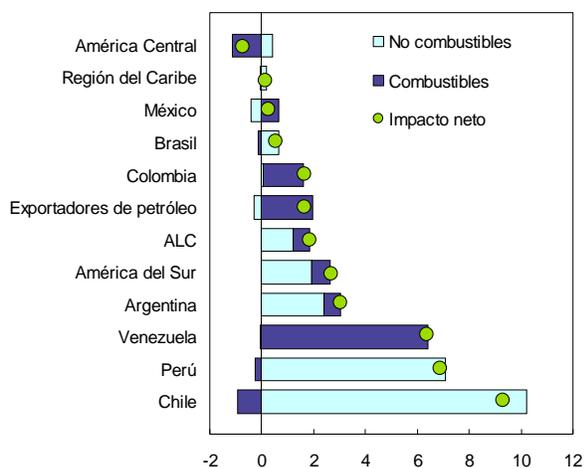
Fuentes: *Perspectivas de la economía mundial*; y cálculos del equipo técnico del FMI.
 1/ Impacto directo de los cambios en el precio internacional de las materias primas desde 2005, en la balanza comercial en 2007.

Nota: Este recuadro fue preparado por Vikram Haksar y Priya Joshi.

correspondiente a América Latina y el Caribe. Esto refleja la alta ponderación que tienen los alimentos en la canasta de consumo de los hogares en esos países. Además, es probable que esa subida de precios haya tenido un impacto perjudicial sobre los grupos de ingresos más bajos dentro de la mayoría de los países de la región (con la posible excepción de los pobres que trabajan en el sector agrícola, que podrían beneficiarse por la subida de los precios de sus productos). Esto se suscita por el mayor peso de los productos alimenticios en la canasta de consumo de los grupos más pobres que se suele observar en los datos de las encuestas de hogares.

Impacto de los movimientos en el precio internacional de las materias primas sobre la balanza comercial

(Porcentaje del PIB de 2007)^{1/}



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

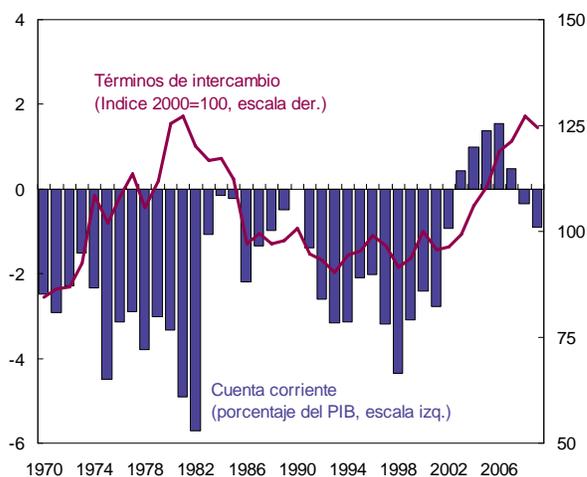
^{1/} Impacto directo de los cambios en el precio de las materias primas desde 2005, en la balanza comercial en 2007.

Deterioro del balance en la cuenta corriente externa ante un fuerte crecimiento de las importaciones

Si bien la cuenta corriente de la balanza de pagos de la región aún registra un superávit, esta comenzó a debilitarse durante el año pasado, tal como se describe en la edición de noviembre de 2007 de *Perspectivas económicas: Las Américas*. Para 2008–09 se proyecta un deterioro aun mayor. Esto refleja principalmente un crecimiento vigoroso de las importaciones (resultado de una demanda interna más fuerte que la externa), especialmente en Argentina, Brasil, Colombia y Venezuela. También juega un rol importante la mayor repatriación de dividendos y utilidades por parte

de empresas extranjeras en sectores que hacen uso intensivo de recursos naturales.

Balance de la cuenta corriente externa y términos de intercambio

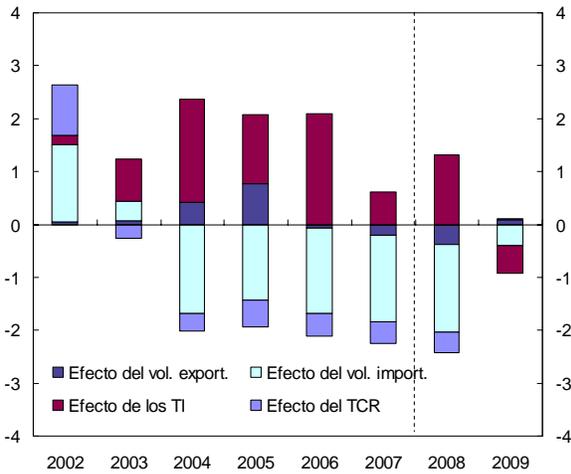


Fuente: *Perspectivas de la economía mundial*.

Aún persiste una gran variación entre los países en sus balances de cuenta corriente. La mayoría de los países de América del Sur que son exportadores de materias primas registran cuantiosos superávits, mientras que Colombia, América Central y, en menor medida, México, registran déficits. Sin embargo, la tendencia al debilitamiento de la cuenta corriente se da en la mayoría de los países de la región.

Asimismo, se prevé que la variación de los términos de intercambio influirá negativamente en la balanza comercial en 2009, revirtiendo la tendencia de los últimos años, período durante el cual las materias primas proporcionaron un fuerte respaldo. Tras las importantes alzas registradas a principios de este año, actualmente se prevé que,

Contribución a los cambios en la balanza comercial/PIB 1/
(Puntos porcentuales; promedio anual)



Fuentes: *Perspectivas de la economía mundial*; y cálculos del personal técnico del FMI.
1/ Un efecto positivo de las exportaciones significa una mejora en la balanza comercial debido a un crecimiento del volumen de exportaciones superior al crecimiento del PIB real. Un efecto positivo de las importaciones significa una mejora de la balanza comercial debido a un crecimiento del volumen de importaciones inferior al crecimiento del PIB real. Los efectos de los TI y los TCR representan la contribución de las variaciones de los términos de intercambio y el tipo de cambio real bilateral (basado en deflatores del PIB) en Estados Unidos, respectivamente.

en promedio, los precios de productos básicos como combustibles, metales y productos agropecuarios se estabilizarán en 2008—aunque a niveles más altos— y bajarán moderadamente en 2009 (tal como se analiza en la edición de abril de 2008 de *Perspectivas de la economía mundial*).

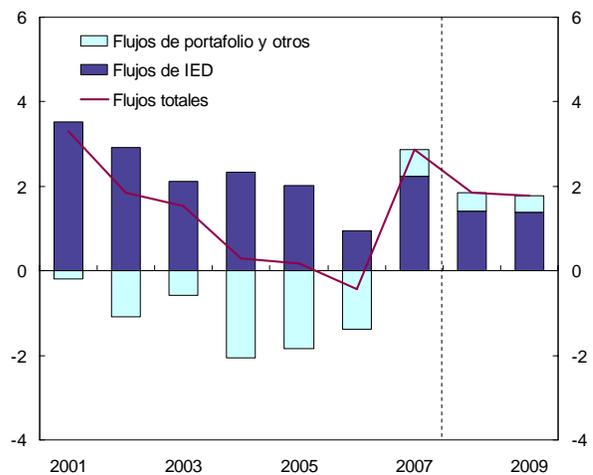
Un interrogante clave para la región radica en si los precios internacionales de las materias primas podrían bajar en relación a los utilizados en el escenario de referencia, en caso de que se produjera un mayor deterioro de las tasas de crecimiento mundiales y una reducción asociada en la demanda de materias primas, especialmente de los países emergentes de Asia. En el recuadro 1.3 se describe la importancia de las exportaciones de materias primas para la región de América Latina y el Caribe, y se presenta evidencia que indicaría una creciente demanda por materias primas como inversión financiera a nivel internacional. Más adelante en este capítulo se analizan los riesgos a la baja que afectarían las

perspectivas de crecimiento en caso de un descenso en los precios de las materias primas.

Se prevé una moderación en los fuertes flujos de capital

El año pasado, la entrada neta de capitales fue bien fuerte. La inversión extranjera directa repuntó, impulsada por inversiones en los sectores de recursos naturales. Los flujos netos de inversión de cartera y otros flujos de capital también registraron un marcado incremento, reflejando en parte los incentivos para las operaciones de arbitraje internacional de tasas de interés (*carry trade*). En agosto de 2007, la turbulencia en los mercados globales redujeron estos incentivos. Desde entonces, tras los recortes de tasas de interés realizado por la Reserva Federal, los diferenciales de tasas se ampliaron a favor de la región de América Latina y el Caribe. Como resultado de ello, las presiones de mercado a la apreciación cambiaria se intensificaron desde finales del año pasado, especialmente en Brasil, Chile, Colombia y Perú. Esto ha dado lugar a una continua acumulación de reservas en algunos países como Brasil y Perú, como resultado de la intervención oficial para reducir las fluctuaciones del tipo de cambio.

Entradas netas de capital
(Porcentaje del PIB)

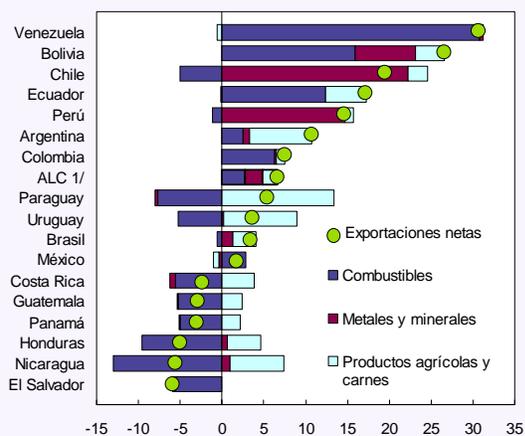


Fuente: *Perspectivas de la economía mundial*.

Recuadro 1.3. Implicaciones para América Latina del alza mundial en los precios de las materias primas

Los precios de las materias primas han causado un auge en muchas economías de América Latina. Mayores precios de las materias primas a nivel mundial han contribuido al fuerte crecimiento y a un mejor desempeño del sector externo de muchos países en la región. América Latina y el Caribe en su conjunto es un exportador neto de combustibles, metales, minerales y productos agrícolas, y la mayoría de los países de la región produce una gran variedad de materias primas. Sin embargo, mayores precios de las materias primas (especialmente de los combustibles) han deteriorado la posición externa de países que son importadores netos de esos productos, muchos de ellos en América Central.

Exportaciones netas de materias primas por país, 2006
(Porcentaje del PIB)



Fuentes: *Perspectivas de la economía mundial*; base de datos de UNCOMTRADE; cálculos del personal técnico del FMI.
1/ Total para 17 países.

Principales materias primas exportadas por los mayores países latinoamericanos

(Porcentaje del total de exportaciones de materias primas, promedio 2003-06)

	ARG	BRA	CHL	COL	MEX	PER	VEN
Productos							
petroleros	21	14	3	47	88	9	96
Cobre	4	1	75	0	3	25	0
Soja y afines	37	22	0	0	0	0	0
Oro	1	1	2	7	1	29	0
Carbón	0	0	0	22	0	0	1
Hierro	0	16	1	0	0	2	0
Piscicultura	2	0	11	1	1	15	0
Café	0	5	0	13	1	3	0
Zinc	0	0	0	0	1	10	0
Azúcar	0	8	0	3	0	0	0
Trigo	6	0	0	0	0	0	0
Otros	28	32	7	8	5	7	3
Total exportado de materias primas (como porcentaje de) 1/:							
Exportaciones PIB	59	42	58	53	15	69	86
	13	6	20	9	4	14	31

■ 20 por ciento o más
■ entre 10 y 20 por ciento
■ entre 5 y 10 por ciento
■ menos de 5 por ciento

Fuentes: *Perspectivas de la economía mundial*; base de datos de UNCOMTRADE; cálculos del personal técnico del FMI.

1/ Las exportaciones de materias primas no incluyen aquellas exportaciones de manufacturas basadas en los recursos naturales.

La mayor demanda proveniente de China y de otras economías asiáticas de rápido crecimiento, es un factor importante que impulsa el auge actual de los precios de las materias primas. El dinamismo industrial en China, con un patrón productivo basado mayormente en el uso intensivo de recursos naturales, ha convertido a ese país en el principal demandante de muchas de las materias primas producidas en América Latina y el Caribe. Además, la rápida urbanización de China y de otros países en Asia, junto con sus mayores niveles de ingreso, han generado un aumento en la demanda por alimentos ricos en proteínas (como la carne), cuya producción requiere de grandes cantidades de granos (véase la edición de abril de 2008 de *Perspectivas de la economía mundial*). Sin embargo, el papel que desempeña China en el aumento en los precios internacionales de las materias primas no se debe tanto a su participación absoluta en la demanda mundial de estos productos, sino más bien a su tasa de crecimiento marginal. Por ejemplo, mientras que en 2006 el consumo de petróleo en China representaba el 7,5% de la demanda mundial de petróleo, alrededor de la mitad del aumento mundial en la demanda de petróleo ese año provino de China (en comparación con 20% en el caso de Estados Unidos). El crecimiento en la demanda de China ha sido muy importante para el mercado de las materias primas producidas y exportadas por la región. Se estima que en 2007, la participación de China en el crecimiento de la demanda mundial de cobre (la principal materia prima de exportación de Chile), hierro (una de las exportaciones más importantes de Brasil) y carbón (exportado por Colombia) fue del 68%, 70% y 82%, respectivamente. Adicionalmente, y como reflejo de la creciente importancia de China, en el año 2006 este país absorbió el 50% de las exportaciones de granos de soja y el 25% de las exportaciones de acero de América Latina.

Otros factores por el lado de la oferta también han presionado al alza el precio de los alimentos. Problemas climáticos, bajos niveles de inventarios y leyes en Estados Unidos que dan más incentivos a la producción de

Nota: Este recuadro fue preparado por Priya Joshi y Herman Kamil.

biocombustibles, también han contribuido al alza de precios de productos agrícolas, especialmente de granos y aceites comestibles. En los Estados Unidos, las iniciativas para estimular el uso de los biocombustibles como fuente alternativa de energía han contribuido al aumento significativo de la demanda y el consiguiente aumento en el precio del maíz— el insumo agrícola más importante para la producción de etanol y biodiesel en los Estados Unidos. En el año 2007, la sustitución de cultivos de soja por cultivos de maíz en los Estados Unidos, produjo aumentos de precio en otros granos blandos, especialmente los del trigo y los productos de soja, producidos principalmente por Argentina y Brasil, y que son sustitutos del maíz para determinados usos. Asimismo, la relación entre existencias y consumo (de maíz y de trigo) está en sus mínimos históricos, lo que ha reforzado la presión alcista sobre los precios.

Los mayores precios de petróleo también han contribuido a alzas de precios de las materias primas

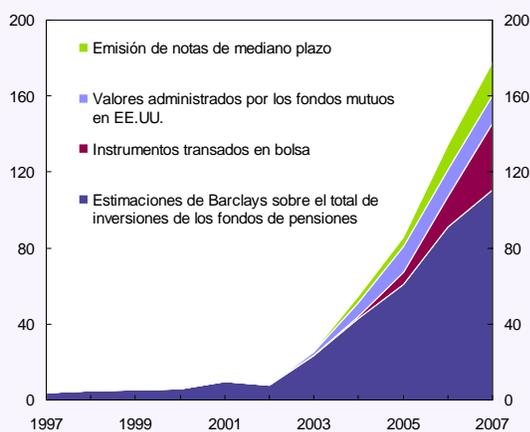
alimenticias. El precio creciente de la energía constituye en sí una de las razones que explica los mayores costos de la producción agrícola. A su vez, los mayores costos de los combustibles han fomentado el interés en los biocombustibles, elevando el precio del maíz y del alimento para el ganado, y consiguientemente generando nuevos aumentos de precios en la carne y en productos lácteos.

Aparte de aspectos reales de oferta y demanda, factores de índole financiera también podrían incidir en la determinación de los precios de las materias primas. La depreciación del dólar de EE.UU. y las menores tasas de interés reales de corto plazo han presionado al alza los precios de las materias primas por distintas vías. Por ejemplo, dado que el precio de la mayoría de las materias primas está fijado en dólares de EE.UU., la depreciación del dólar presiona al alza los precios de las materias primas (medidos en dólares), ya que los exportadores buscan mantener el valor real de su ingresos. Adicionalmente, tasas de interés más bajas reducen los costos de existencias, lo que impulsa la demanda por materias primas almacenables¹.

Algunas materias primas comercializadas se comportan cada vez más como activos financieros. En un contexto de baja rentabilidad de los activos tradicionales, la subida vertiginosa de los precios de materias primas ha creado mayor interés por inversiones alternativas a la de acciones y bonos. Como resultado, las negociaciones de operaciones financieras con distintos tipos de contratos y fondos mutuos especializados en materias primas han alcanzado máximos sin precedentes (Comisión de Operaciones de Futuros de Productos de Estados Unidos, 2008). Las mayores inversiones en esta clase de instrumentos financieros han contribuido a generar presiones especulativas y mayor volatilidad en los mercados de materias primas, especialmente durante el primer trimestre del 2008. Asimismo, otras materias primas como el oro se han encarecido por la percepción de que proveen de mayor seguridad en el contexto actual de turbulencia financiera, y resultan una buena estrategia de cobertura ante el riesgo de mayor inflación.

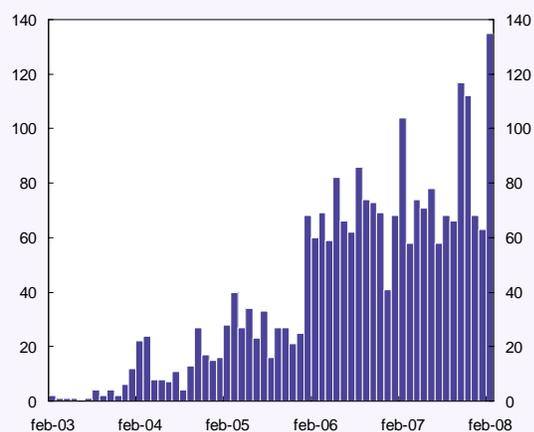
Inversiones financieras indexadas al precio de las materias primas

(Billones de dólares de EE.UU.)



Fuente: Barclays Capital.

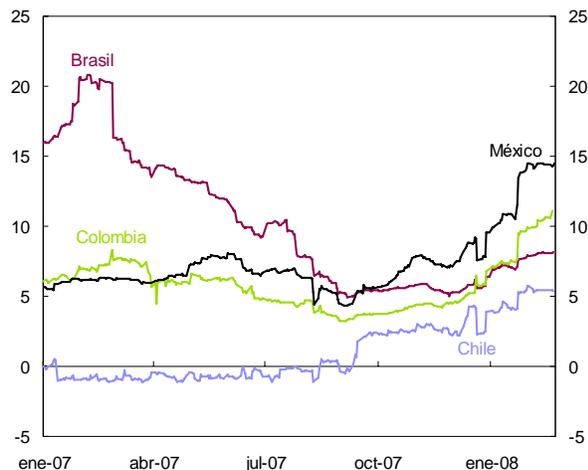
Número total de emisiones de notas de mediano plazo e instrumentos transados en bolsa indexados a las materias primas



Fuente: Barclays Capital.

¹ Por ejemplo, de las estimaciones del personal técnico del FMI se desprende que un 1% de depreciación del dólar de EE.UU. aumenta el precio del petróleo (denominado en dólares) en 1%, según el modelo utilizado (véase la edición de abril de 2008 de *Perspectivas de la economía mundial*).

América Latina: Relación diferencial de tasas/riesgo cambiario (carry-to-risk) 1/



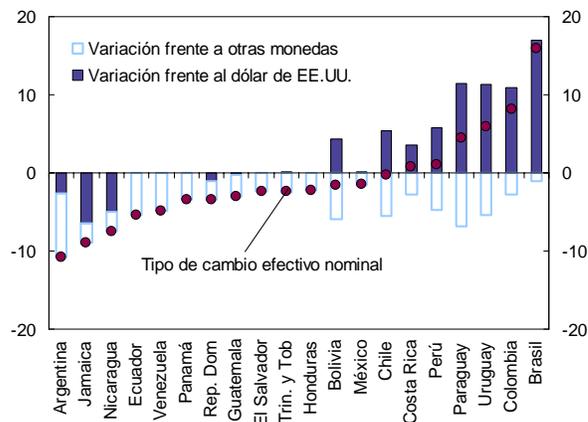
Fuente: Bloomberg.
 1/ Se define como el diferencial de la tasa de interés interbancaria overnight en moneda doméstica con respecto a la tasa LIBOR de una semana, normalizado en función de la desviación estandar no condicional de las variaciones del tipo de cambio nominal (con respecto al dólar de EE.UU.) dentro de un promedio móvil de 90 días.

La IED y otros flujos de capital podrían experimentar una reducción en el futuro, en la medida que las condiciones financieras externas se vuelvan más restrictivas y la aversión al riesgo aumente. Ante la posibilidad de un debilitamiento de la cuenta corriente externa y una reducción de los flujos de capital, se espera que el ritmo de acumulación de reservas internacionales netas se desacelere. Según las proyecciones, las reservas se situarían en casi US\$500.000 millones (12½% del PIB) a finales de 2008.

Los tipos de cambio efectivos bajaron en muchos países, en parte como resultado del debilitamiento general del dólar de EE.UU. Pero al mismo tiempo, se registró una apreciación efectiva de la moneda interna en varios otros países, en particular, en aquellos más beneficiados por el auge de precios de los productos básicos. Por su parte, los diferenciales de inflación con los socios comerciales se mantuvieron positivos para muchos países de la región. Combinado con una ganancia en los términos de intercambio, los tipos de cambio reales mostraron una tendencia a la apreciación en varios países, entre ellos Brasil, y Colombia, durante 2007 y lo que va de 2008. Los análisis del personal técnico del FMI indican que

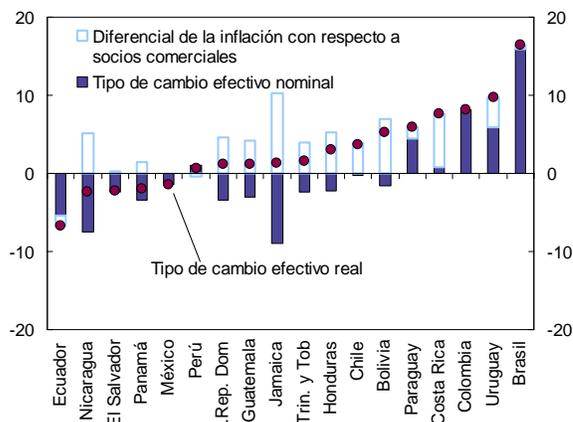
el nivel de los tipos de cambio reales de la mayoría de los países de la región sigue siendo consistente en líneas generales con la evolución de los términos de intercambio, el crecimiento relativo de la productividad y la posición neta de activos externos.

Movimientos bilaterales frente a movimientos multilaterales del tipo de cambio (Porcentaje) 1/



Fuentes: FMI, Sistema de Notificaciones; y cálculos del personal técnico del FMI.
 1/ Variaciones porcentuales de 12 meses hasta el fin de diciembre de 2007. Un aumento del tipo de cambio denota una apreciación.

Tipos de cambio efectivos nominales y reales, y diferenciales de inflación (Porcentaje) 1/



Fuentes: FMI, Sistema de Notificaciones; y cálculos del personal técnico del FMI.
 1/ Variaciones porcentuales de 12 meses hasta el fin de diciembre de 2007. Un aumento del tipo de cambio denota una apreciación.

3. Perspectivas económicas para América Latina y el Caribe y riesgos latentes

Se prevé que el crecimiento de la región se modere de 5,6% en 2007 a 4,4% en 2008 y 3,6% en 2009, ante el deterioro de las perspectivas mundiales y el endurecimiento de las condiciones financieras.

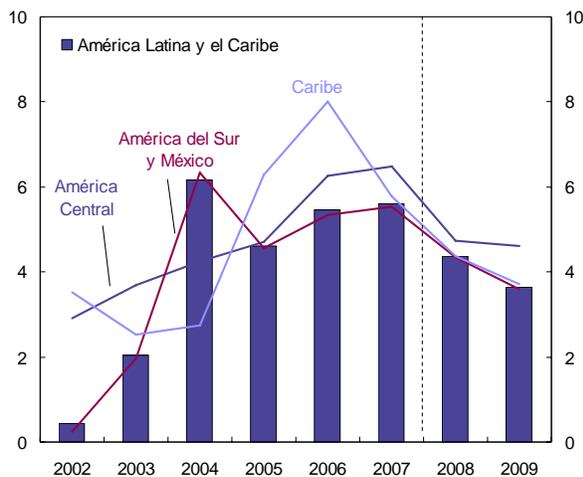
El consumo y la inversión han impulsado el crecimiento

El crecimiento en 2007 en la región de América Latina y el Caribe se mantuvo en un nivel históricamente alto, llegando al 5,6%. La expansión durante 2002–07 estuvo impulsada particularmente por el crecimiento del consumo privado, que ha propulsado a la región al periodo de cuatro años de mayor crecimiento desde los años setenta. El dinamismo del consumo provino del aumento sostenido de los ingresos reales de los hogares, fruto de una caída en el desempleo y un aumento de los salarios reales (en parte como reflejo de las ganancias en términos de intercambio y mejoras en la productividad). El rápido crecimiento del crédito—producto de una caída en las tasas de interés reales y un mayor acceso al crédito— también apuntaló el aumento en el consumo privado. El creciente ingreso de los

hogares también ha contribuido a que los índices de pobreza disminuyeran de manera importante en la región durante este período.

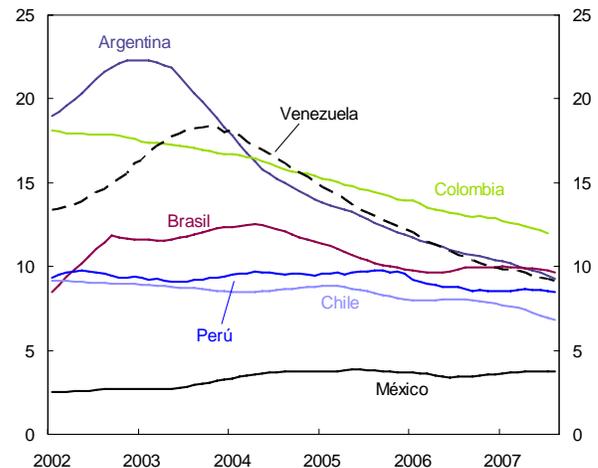
La fuerte subida en los precios mundiales de las materias primas y las altas ganancias del sector corporativo también han estimulado la inversión y atraído IED hacia los sectores rurales e intensivos en el uso de recursos naturales. La IED representó casi la mitad del total de flujos netos privados de capital a la región en 2007. Asimismo, la tendencia general hacia tasas de interés reales más bajas y el fortalecimiento de la confianza también respaldaron una fuerte expansión de las inversiones en la mayoría de los países.

Crecimiento del PIB Real
(Variación porcentual anual)



Fuente: *Perspectivas de la economía mundial*.

Desempleo
(Porcentaje) 1/



Fuente: Base de datos económicos de los mercados emergentes (EMED).

1/ Promedios móviles de 12 meses o de 4 trimestres.

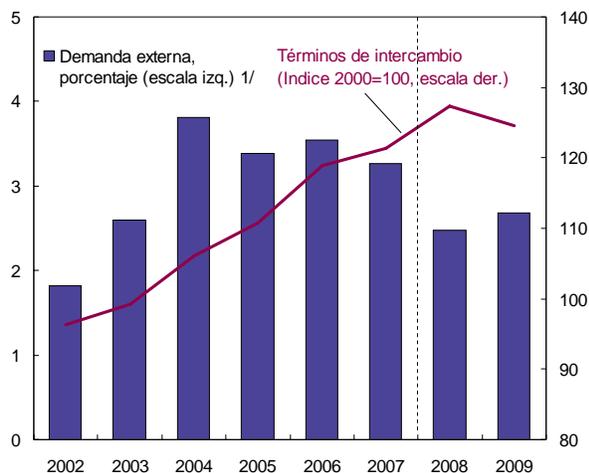
Crecimiento se desacelera

En el escenario de referencia se prevé que el crecimiento económico de la región se desacelere a 4,4% en 2008 y 3,6% en 2009, en sintonía con la proyección de un deterioro de la demanda mundial, sobre todo en Estados Unidos. Sin embargo, el fuerte impulso de crecimiento en la región que viene arrastrado de 2007, implica que los efectos de una desaceleración en Estados Unidos se harán evidentes sólo en la última parte del año.

Se prevé que el endurecimiento de las condiciones financieras internacionales, junto a los efectos rezagados de la contracción monetaria en la región, repercuta eventualmente en las condiciones crediticias en la región de América Latina y el Caribe. También se espera que el crecimiento de los precios de las materias primas se desacelere en la medida que las condiciones económicas mundiales se deterioran, restringiendo probablemente el crecimiento del consumo. Una mayor incertidumbre en torno a las perspectivas, conjugado con un costo de capital ligeramente mayor, probablemente atempere el fuerte dinamismo de la inversión. Las importaciones, si bien se desacelerarán ante la menor demanda, previsiblemente superen a las exportaciones, con lo cual se espera que el crecimiento neto de las exportaciones siga siendo negativo.

También se espera que el flujo de remesas se modere, debilitando así las perspectivas de crecimiento regionales. En efecto, muchos países de la región reciben cuantiosas remesas de Estados Unidos, y la desaceleración económica en este país ya está comenzando a limitar estos flujos. Datos anecdóticos sugieren que muchos inmigrantes trabajan en el sector de la

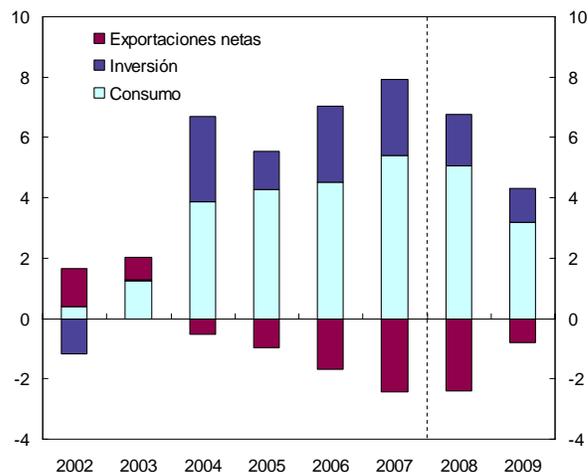
Crecimiento de la demanda externa y términos de intercambio



Fuentes: *Perspectivas de la economía mundial*; y FMI, *Estadísticas de Dirección de Comercio*.
1/ Crecimiento en PIB real, ponderado por comercio con respecto a AL6.

construcción en Estados Unidos, el cual se está desacelerando. Esto crea riesgos particularmente para los países de América Central, para los cuales la entrada de remesas representó casi el 10% del PIB en 2007.

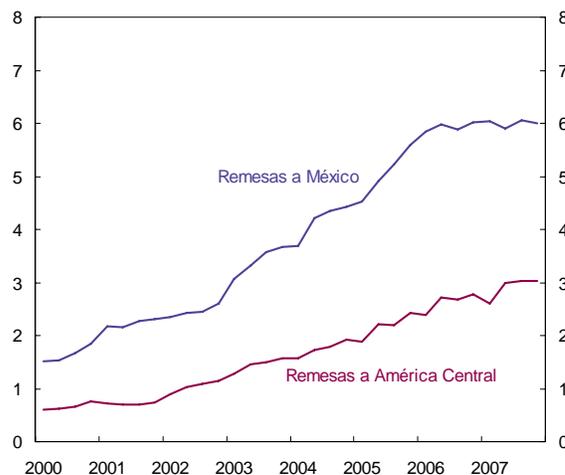
Contribución al crecimiento
(Porcentaje, por año)



Fuente: Personal técnico del FMI.

Remesas

(Billiones de dólares de EE.UU.)



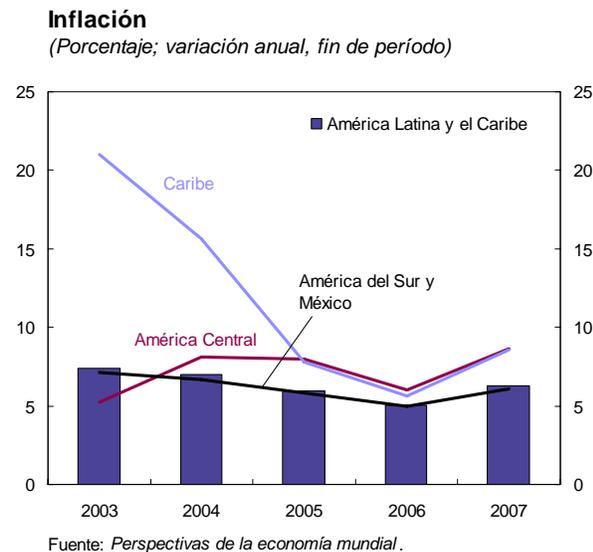
Fuentes: Haver Analytics; autoridades nacionales; FMI, *Estadísticas Financieras Internacionales*; y cálculos del personal técnico del FMI.

La región del Caribe también está expuesta a riesgos derivados del probable impacto sobre el turismo de una desaceleración en Estados Unidos. Sin embargo, en la actualidad, la fortaleza del euro en relación con el dólar de EE.UU. podría

contribuir a que parte de este turismo fuera sustituido por el proveniente de Europa (en el recuadro 1.4 se analiza en mayor detalle las perspectivas para el Caribe).

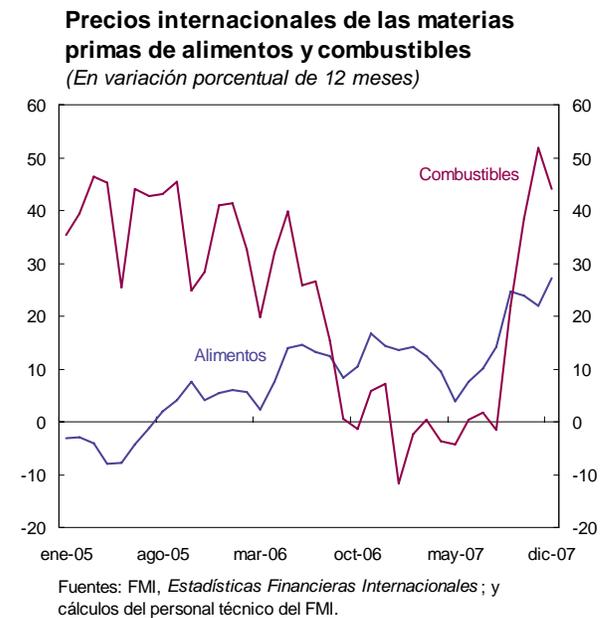
La inflación es una preocupación

La inflación en América Latina y el Caribe subió al 6% en 2007 y según las proyecciones se mantendrá aproximadamente a ese nivel en 2008, debido a la robustez de la demanda y la continuación de los altos precios de los alimentos y los combustibles. En el capítulo 3 se examinan las fuentes de presiones inflacionarias para la región.



En 2007, las tasas de inflación subieron en toda la región de América Latina y el Caribe y alcanzaron un nivel de dos dígitos en Bolivia, Costa Rica y Nicaragua (en Venezuela la inflación se mantuvo por encima del 22%). En Chile, Colombia y Perú, la inflación superó las metas del banco central, al igual que en México, aunque en un menor grado en este último. En Brasil, la inflación se mantuvo dentro del rango objetivo, pero aumentó casi 1½ puntos porcentuales en comparación con el nivel de 2006. En Argentina, si bien la inflación medida ha descendido, la mayoría de los analistas del sector privado creen que la inflación es de hecho considerablemente mayor que la que se refleja en los datos oficiales.

El vigor de la actividad económica interna también ha contribuido a generar presiones de demanda, mientras que la aparición de brechas del producto positivas en muchos países, especialmente en 2007, es una señal de que la capacidad ociosa es relativamente limitada. El aumento de los precios internacionales de alimentos y combustibles ha generado también mucha atención como factor determinante de las presiones inflacionarias. A diferencia de episodios pasados de alzas significativas en los precios de los bienes primarios, el aumento actual de los precios de los alimentos parece estar impulsado en parte por la fuerte demanda de productos básicos en las economías emergentes, principalmente de Asia. Como se examina en el recuadro 1.2, el aumento de precios de los alimentos plantea desafíos sociales especiales. Precios más altos para los alimentos tienen típicamente un impacto mayor sobre los sectores más pobres (aunque el sector agricultor más pobre podría verse beneficiado del aumento relativo de los precios de su producción).



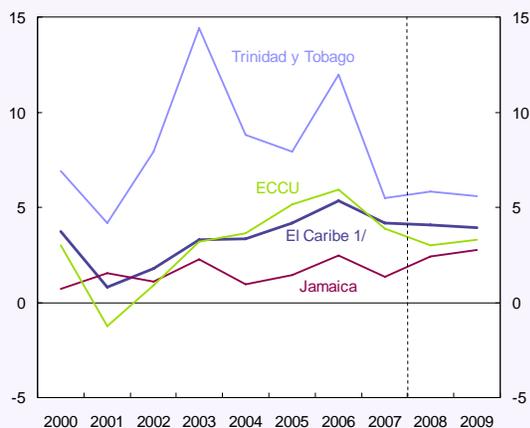
El análisis del capítulo 3 muestra que, en la mayoría de los países de la región, la inflación en los precios externos de los alimentos y los combustibles explica aproximadamente el 30% de las fluctuaciones en la inflación general de precios.

Recuadro 1.4. Panorama macroeconómico de la región del Caribe

El desempeño macroeconómico del Caribe fue desparejo en 2007. El crecimiento económico regional conservó su vigor con una tasa de expansión del 4,2%. No obstante, la inflación promedio cobró nuevo impulso y, a pesar del fuerte crecimiento económico, el avance hacia una mayor consolidación fiscal fue limitado, lo que mantuvo los coeficientes de endeudamiento público en niveles muy elevados. Los riesgos aún son pronunciados, dado que los déficits en cuenta corriente (en porcentajes de PIB) se ubican mayormente en cifras de dos dígitos y la región sigue dependiendo en forma importante del financiamiento externo.

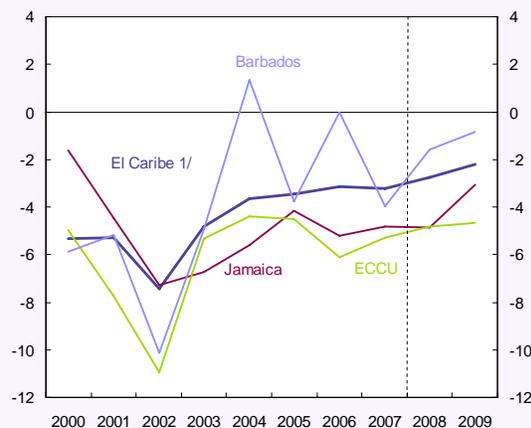
Tras la abrupta caída registrada después del 11 de septiembre de 2001, el crecimiento económico se recuperó en la región del Caribe y ha sido especialmente vigoroso en los últimos años. El crecimiento regional alcanzó un promedio del 4¼% en 2006–07, el ritmo más rápido en más de dos décadas, apuntalado por factores externos favorables, la construcción privada, los preparativos para la Copa Mundial de Críquet y la exportación de energía (en Trinidad y Tobago). Hacia el futuro, se espera que la actividad se modere, acompañando la desaceleración de la economía mundial; y el pronóstico de crecimiento en el escenario de referencia del 4% está sujeto a riesgos considerables a la baja, ya que la turbulencia que atraviesa la economía mundial podría disminuir la demanda turística y la actividad interna.

Crecimiento del PIB real en el Caribe
(Variación porcentual anual)



Fuentes: *Perspectivas de la economía mundial*; y autoridades nacionales.
1/ Promedio simple.

Balance del gobierno central en el Caribe
(Porcentaje del PIB)



Fuentes: *Perspectivas de la economía mundial*; y estimaciones del personal técnico del FMI.
1/ Promedio simple.

Los déficits fiscales se han reducido. Tras un período de consolidación fiscal, favorecido por reformas y por una dinámica actividad económica, los déficits presupuestarios han rondado el 3%-4% del PIB en los últimos años, con escasa mejoría en 2007. Los éxitos en años anteriores en materia de consolidación fiscal, acompañados de reestructuraciones de la deuda en algunos países (Belice, Dominica y Granada), disminuyeron el coeficiente de endeudamiento público de la región en aproximadamente un 12% del PIB entre 2002 y 2007. No obstante, el coeficiente promedio sigue superando el 80% del PIB, y se ubica por encima del 100% del PIB en el caso de la Unión Monetaria del Caribe Oriental (ECCU). La región mantiene su firme voluntad de seguir reduciendo sus coeficientes de deuda en el mediano plazo.

Cuenta corriente externa
(Porcentaje del PIB)

	Prom. 95-04	2005	2006	Est. 2007	Proy. 2008	Proy. 2009
El Caribe 1/	-3.4	0.0	-0.8	-2.5	-2.6	-2.3
Bahamas	-10.1	-14.3	-25.3	-21.9	-18.5	-13.8
Barbados	-4.0	-12.5	-8.1	-6.8	-7.5	-7.5
Belice	-11.5	-14.4	-2.2	-4.0	-4.0	-4.3
República Dominicana	-0.9	-1.4	-3.5	-5.6	-4.6	-3.9
Economías de la ECCU 1/	-16.8	-22.2	-30.7	-36.4	-32.3	-28.4
Guyana	-12.0	-14.8	-19.4	-18.2	-16.6	-15.8
Haiti	-1.0	2.6	-0.4	0.2	-1.3	-2.5
Jamaica	-5.9	-11.2	-11.5	-14.5	-13.6	-11.9
Trinidad y Tobago	2.2	23.7	25.6	20.2	14.9	12.5

Fuentes: *Perspectivas de la economía mundial*; y autoridades nacionales.

1/ El PIB ponderado en función del dólar.

Nota: Este recuadro fue preparado por Nancy Wagner.

Sin embargo, los saldos de las cuentas corrientes externas mantuvieron su volatilidad en 2007. Los déficits se acentuaron en muchos países, incluidos Jamaica y los países de la ECCU, impulsados en parte por las importaciones vinculadas a la construcción de hoteles y por los crecientes costos de la energía. Estos déficits han sido financiados principalmente por la IED, pero su magnitud pone de relieve los riesgos que amenazan a la región en función de su dependencia de los flujos de capital. Trinidad y Tobago, como único exportador de petróleo de envergadura en la región, ha mantenido grandes superávits en cuenta corriente.

Los resultados también sugieren que las presiones de exceso de demanda explican una parte importante de las recientes presiones de precios. También se obtiene evidencia clara de “efectos de segunda vuelta” (*second round effects*) de los shocks internos y externos sobre la inflación subyacente y la inflación esperada.

Estimaciones de brecha del producto, 2001-07

	Promedio		
	2001-04	2005-06	2007
Argentina	-3.7	1.5	2.7
Brasil	...	-0.5	0.2
Chile	1.7	0.5	0.4
Colombia	-4.0	0.5	2.4
México	0.1	-0.3	0.2
Perú	-1.0	-0.8	1.1

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

Se prevé que la persistencia de los altos precios internacionales para los combustibles y alimentos, y del dinamismo de la demanda interna, contribuirá a mantener la inflación en la región a un nivel relativamente alto, del 6%, en 2008. Asimismo, es posible observar una tendencia al alza en las expectativas de inflación en muchos países, tal como se desprende de las encuestas sobre las proyecciones de inflación para el fin de 2008 realizadas en varios países de la región.

Respuestas de Política

En respuesta a estas presiones inflacionarias, muchos bancos centrales han aplicado una política de contracción monetaria. Por ejemplo, los bancos centrales de Chile, Colombia, Guatemala, Jamaica, Perú, República Dominicana y Trinidad y Tobago han elevado las tasas de interés de referencia en los últimos meses, mientras que Brasil puso fin al

Política monetaria en países seleccionados que aplican estrategias de metas de inflación

	Inflación anual		Tasa de interés de referencia		
	Observada mar. 2008	Meta	Nivel en mar. 2008	Cambio durante:	
				2006	2007
Brasil 1/	4.6	4.5 ± 2	11%	(-) 4%	(-) 2
Chile	8.5	3 ± 1	6%	(+) ¾	(+) ¾
Colombia	5.9	4 ± 0.5	9%	(+) 1%	(+) 2¼
México 1/	3.7	3	7½	(-) 1%	(+) ½
Perú	5.5	2 ± 1	5%	(+) 1%	(+) ½

Fuente: Reportes de inflación de bancos centrales.

1/ El dato de inflación se refiere a febrero 2008.

ciclo de expansión monetaria que había iniciado en septiembre de 2005.

Algunos gobiernos también han utilizado instrumentos administrativos y de política tributaria a fin de contener los precios de los alimentos y los combustibles. En algunos casos, estas medidas podrían brindar un alivio efectivo a los sectores pobres, pero en otros se corre el riesgo de crear distorsiones e ineficiencias. En el recuadro 1.5 se examinan las opciones de política para lidiar con el impacto social de los altos precios de los alimentos, y las ventajas y desventajas asociadas a estas políticas.

Superávits fiscales primarios se reducen

Los balances fiscales primarios y estructurales se deterioraron en 2007, reflejando el impacto del rápido crecimiento del gasto primario. Se prevé que en 2008 los balances fiscales seguirán deteriorándose ante la moderación de los ingresos ocasionada por la desaceleración de las economías, aunque el gasto continuará aumentado. La reducción en el precio internacional de las materias primas es un riesgo clave.

Recuadro 1.5. Políticas concernientes al impacto social de la inflación en los precios de los alimentos

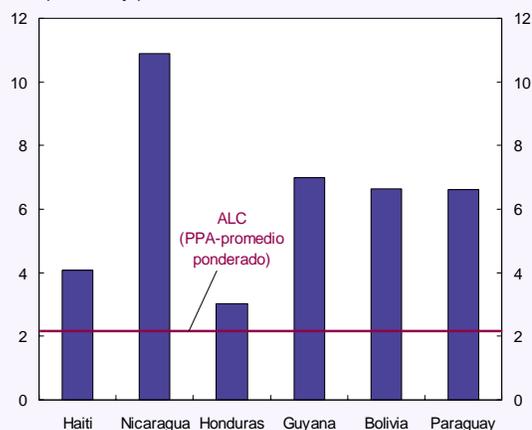
El aumento en el precio internacional de los alimentos ha afectado adversamente a los sectores más pobres en los países de la región. El sostenido aumento de los precios mundiales de alimentos ha promovido las exportaciones en algunos países de la región. Pero al mismo tiempo, los hogares de menores ingresos (con la posible excepción de algunos productores agrícolas pobres) han sido afectados negativamente por el incremento de los precios de los alimentos, ya que típicamente dedican un mayor porcentaje de sus ingresos al consumo de alimentos.

Esto plantea la pregunta de cómo pueden los países responder a esta difícil situación. Varios países han buscado mantener la sostenibilidad fiscal y controlar la inflación, que afecta primariamente a los más pobres. Las autoridades también han adoptado medidas selectivas para proteger a los hogares vulnerables del impacto de los mayores precios de los alimentos. Estas medidas han incluido la liberalización de las importaciones de alimentos (Guyana, México y Uruguay) y la modificación de tasas y exoneraciones en impuestos al valor agregado (Venezuela y Uruguay), como también la concertación de acuerdos con el sector privado para limitar el incremento de precios de ciertos productos alimentarios básicos y la restricción de exportaciones (Argentina).

En el mediano plazo, una reacción favorable de la oferta alimenticia será clave para permitir una moderación de precios. Los gobiernos pueden colaborar intentando mejorar las deficiencias estructurales e institucionales, incluyendo a través de inversiones en infraestructura rural, programas de extensión agrícola, y medidas que faciliten el acceso al financiamiento (por ejemplo, reforzando los derechos de propiedad y su documentación, mejorando la información sobre los deudores y reduciendo los costos de transacción). Al mismo tiempo, se debe evitar la aplicación de políticas que pueden debilitar una reacción de la oferta, como los impuestos a la exportación o los controles administrativos de precios.

En el corto plazo, los programas de transferencias focalizadas en efectivo o en especie para compensar las pérdidas de ingresos reales debido a los mayores precios de los alimentos se destacan como la respuesta más eficiente para proteger a la población más vulnerable. En los casos en que no existan mecanismos de transferencias, se podrían complementar los programas de alimentación escolar, o reducir las tarifas de los servicios públicos que se prestan principalmente a los sectores pobres afectados (por ejemplo, los servicios de educación y salud pública). Estas son medidas eficaces, y los donantes podrían estar dispuestos a financiarlas mediante un aumento de la ayuda en el caso de los países de más bajos ingresos.

Contribución de la inflación de alimentos a la inflación general en países de ingresos bajos, 2007
(Porcentaje)^{1/}



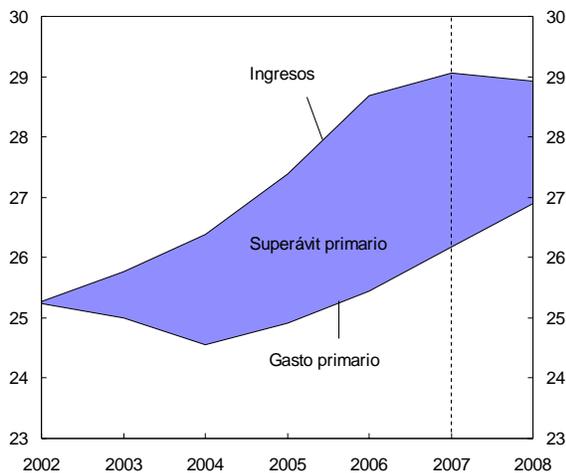
Fuentes: Autoridades nacionales y Haver Analytics.
1/ Contribución de la inflación en alimentos a inflación general en seis países de ingresos bajos en América Latina y el Caribe (contribución definida como inflación de alimentos multiplicada por su peso en el IPC).

Nota: Este recuadro fue preparado por Katja Funke y Andreas Bauer.

El ajuste de tasas impositivas y arancelarias son menos eficientes ya que son más difíciles de orientar exclusivamente hacia los pobres, y entrañan riesgos fiscales que exigen prudencia. Estas medidas también podrían complicar la administración tributaria y ser menos atractivas para que las financien los donantes. No obstante, en ausencia de programas de transferencias, se podrían considerar algunas medidas selectivas. De existir restricciones no arancelarias de las importaciones, estas podrían levantarse, y se podrían reducir los aranceles a la importación de alimentos básicos, sobre todo como parte de una reforma general del comercio exterior que mejore la eficiencia económica. También podría justificarse la exoneración de los impuestos indirectos sobre los alimentos básicos. En todo caso, de aplicarse medidas selectivas, deberían reevaluarse periódicamente a medida que se creen redes de protección social más eficiente y mejor focalizada, y sus costos fiscales deben compensarse y reportarse en su totalidad.

Un aspecto fundamental de la estrategia económica de las autoridades de la región ha sido la de fortalecer la política fiscal a través de la reducción de los niveles de endeudamiento público. Esto ha producido importantes resultados en términos de una sustancial reducción de los niveles de endeudamiento neto y de las primas de riesgo en la mayoría de los países de la región.

Ingresos totales y gasto primario
(Porcentaje del PIB)^{1/}



Fuente: Estimaciones del personal técnico del FMI.
1/ Promedio simple de 17 países.

No obstante, se prevé que los balances fiscales primarios de la región caerán a 2,4% en 2008 — frente a máximos históricos de aproximadamente el 3,5% del PIB en 2005–06— y la deuda pública bruta descenderá levemente, hasta llegar al 48% del PIB. El principal factor que explica el deterioro previsto del balance primario para el promedio de la región es la persistencia en el

crecimiento acelerado del gasto primario real, de acuerdo con los planes presupuestarios dados a conocer en la región.

Los riesgos a la baja en el crecimiento de los precios internacionales de los *commodities* destacan la importancia de analizar los balances fiscales estructurales, tal como se hizo en la edición de noviembre de 2007 de *Perspectivas económicas: Las Américas*³. En este análisis se considera el impacto que tendría sobre los balances primarios una reversión del ciclo económico a una posición neutra (es decir, un crecimiento en sintonía con la tendencia de largo plazo), así como el de una posible reducción de los precios de las materias primas a un nivel más bajo de mediano plazo. Esto último es especialmente importante para los países exportadores de materias primas, en los que el aumento en el precio internacional de dichos productos ha desempeñado un rol importante en el reciente aumento de los ingresos públicos.

La extensión de este análisis a los resultados fiscales revisados para 2007 y los planes presupuestales de 2008, arroja un panorama mixto en la estimación de los saldos primarios estructurales para muchas economías de la región, sobre todo para los exportadores de petróleo y otras materias primas. Los balances primarios estructurales de la mayoría de los países de la

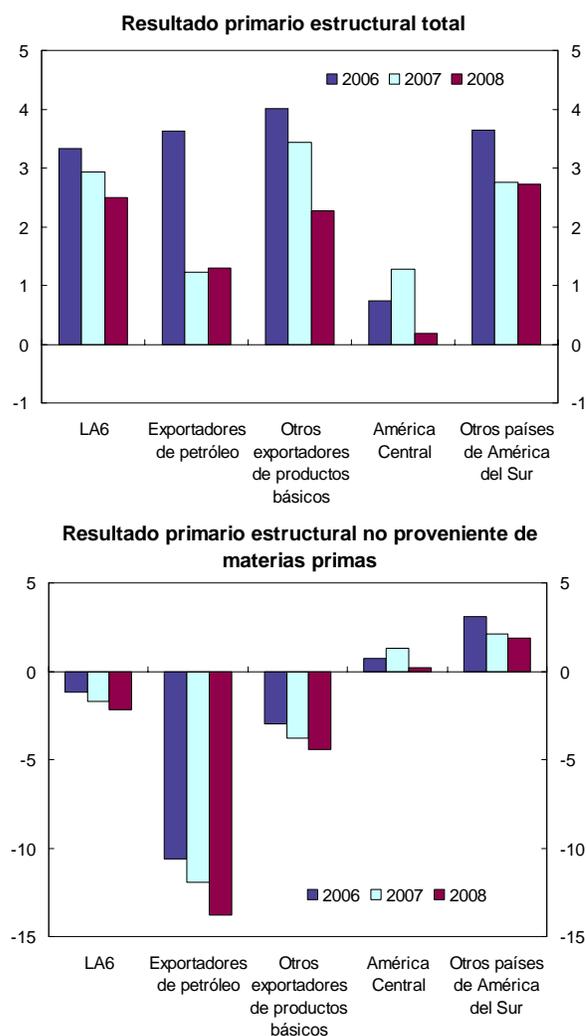
³ El análisis de esta sección se basa en una muestra de las 17 mayores economías de América Latina y el Caribe. Para más detalles, véase Vladkova-Hollar y Zettelmeyer (2008) y la edición de noviembre de 2007 de *Perspectivas económicas: Las Américas*.

región se han debilitado durante 2006–07, aunque siguen siendo superavitarios. El análisis basado en los planes presupuestarios disponibles sugiere que es posible esperar reducciones adicionales en los balances estructurales en 2008, especialmente ante el continuo aumento proyectado del gasto primario. Asimismo, el nivel elevado de los déficits primarios estructurales no asociados a la evolución del precio de las materias primas, demuestra la vulnerabilidad a la que están expuestos los países exportadores de bienes primarios en caso de ocurrir una baja en el precio de los mismos.

Balance de riesgos sesgados a la baja

Para evaluar los posibles efectos de una desaceleración mundial y una contracción financiera en América Latina y el Caribe, utilizamos un modelo económico regional para las seis mayores economías de la región (AL-6)⁴. El modelo capta los efectos del comercio y los vínculos financieros con Estados Unidos y el resto del mundo, así como el efecto de la demanda mundial sobre los precios mundiales de los productos básicos, y se utiliza para evaluar los posibles efectos de diversos escenarios sobre las perspectivas de crecimiento de la región. En la formulación de las proyecciones, se tomaron como dadas las trayectorias futuras de algunas variables, y el modelo genera “predicciones condicionales” de las demás variables. Estos escenarios – que se analizan posteriormente en forma más detenida – se combinan para evaluar el balance de riesgos, representados a través del siguiente gráfico de abanico (*fan chart*) de las

Resultado primario estructural (Porcentaje del PIB) 1/



Fuentes: Cálculos del personal técnico del FMI basados en datos de las autoridades nacionales; base de datos UNCOMTRADE; y *Perspectivas de la economía mundial*.

1/ Aquí se presentan medidas tradicionales del resultado fiscal estructural de acuerdo a la metodología presentada en el capítulo 4 de *Perspectivas Económicas: Las Américas* de noviembre del 2007. LA-6 incluye Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México y Perú. "Países exportadores de petróleo" incluye Ecuador, México, Trinidad y Tobago y Venezuela. "Otros países exportadores de productos básicos" incluye Bolivia, Chile, Colombia y Perú. América Central incluye Costa Rica, El Salvador, Guatemala, Honduras, Nicaragua y Panamá. "Otros países de América del Sur" incluye Argentina, Brasil, Paraguay, y Uruguay.

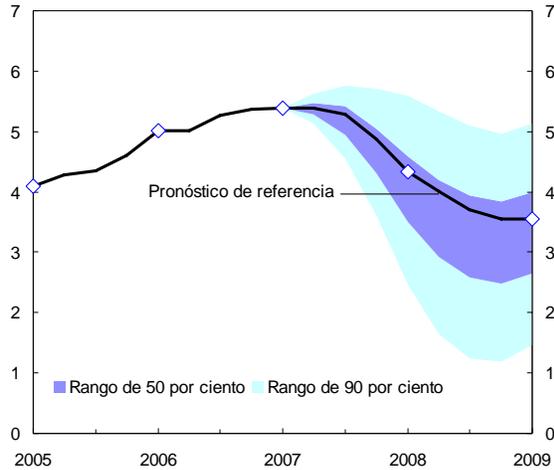
perspectivas de crecimiento de América Latina y el Caribe (gráfico en página 25)⁵.

⁴ El grupo AL-6 en su conjunto representaba el 83% del PIB de la región de América Latina y el Caribe en 2007.

⁵ Para mayor información sobre la metodología aplicada, véase Österholm y Zettelmeyer (2007) y la edición de abril de 2007 de *Perspectivas económicas: Las Américas* (continúa)

AL6: Proyecciones de crecimiento, balance de riesgos

(Tasas de crecimiento anual promedio, porcentaje)



Fuente: Modelo económico regional del departamento de hemisferio occidental del FMI.

Como se señala en la edición de abril de 2008 de *Perspectivas de la economía mundial*, el balance de riesgos de la economía mundial está sesgado a la baja. En consonancia con ello, se consideran tres riesgos clave para las perspectivas de crecimiento de América Latina y el Caribe: a) un considerable endurecimiento de las condiciones en el mercado de crédito global, b) un descenso de los precios internacionales de las materias primas y c) una demanda externa menos vigorosa. El análisis del gráfico de abanico sugiere una probabilidad del 20% de que el crecimiento en América Latina y el Caribe se desacelere en 2008 y 2009 hasta un nivel del 3%, que corresponde al crecimiento promedio observado en los últimos 10 años. El análisis también indica que el crecimiento podría desacelerarse en forma marcada, especialmente en el primer semestre del 2009, si el precio de las

Américas. A partir de abril de 2007, las perspectivas de crecimiento de América Latina y el Caribe se presentan explícitamente en forma de un “gráfico de abanico” de probabilidades, cuyo objetivo es transmitir claramente la evaluación de las perspectivas económicas y la opinión del personal técnico del FMI con respecto al balance de riesgos. El gráfico de abanico resulta de combinar los pronósticos del escenario de referencia y el de los tres escenarios alternativos examinados en el texto.

materias primas y el crecimiento mundial se debilitan más de lo previsto. Sin embargo, la probabilidad de una recesión en la región, definida como una reducción del crecimiento anual promedio a un nivel inferior al 1%, sigue siendo sumamente baja.

Si bien los riesgos se inclinan hacia la baja, el análisis indica que se mantiene una probabilidad de por lo menos el 15% de que el crecimiento sea alrededor de un punto porcentual mayor que el que indican las proyecciones del escenario de referencia, es decir, un 4½% en promedio durante 2009. Ello refleja la posibilidad de que el estímulo de política económica en curso en Estados Unidos tenga un efecto mayor al anticipado, impulsando la demanda mundial en mayor medida de la que supone en el escenario de referencia. En dicho escenario optimista podrían reaparecer los riesgos de inflación, lo que ilustra los desafíos que enfrenta el manejo de la política económica en la coyuntura actual.

El análisis de los escenarios en el modelo revela una fuerte dependencia del crecimiento de América Latina y el Caribe a que se mantengan los altos niveles de los precios de las materias primas. De hecho, una regla general que se deriva de este análisis indica que una reducción del 10% en los precios mundiales de las materias primas con respecto al nivel de referencia promedio durante 2008, rebajaría el crecimiento de América Latina en casi ½ punto porcentual con respecto al nivel en el escenario de referencia para 2008.

Escenarios de riesgo

En vista de la incertidumbre a que se enfrenta la región de América Latina y el Caribe, y según lo analizado precedentemente, se evalúan tres escenarios sobre las perspectivas de crecimiento y el balance de riesgos asociados.

Escenario moderadamente pesimista. El escenario alternativo más probable para la región incluye un deterioro moderado de los precios de las materias primas y de las condiciones del financiamiento externo en comparación con el escenario de

referencia. En este caso, se supone que el aumento de los precios internacionales de las materias primas es de 10 por ciento en 2008, el mismo crecimiento promedio que en 2007⁶.

Dado que el descenso en los precios internacionales de los bienes primarios está asociado a menores ingresos fiscales y condiciones financieras menos favorables, el modelo predice que los diferenciales del índice LAC-EMBI subirían a unos 500-600 puntos básicos en 2008-09, frente a unos 250 puntos básicos en el escenario de referencia. Esto contribuiría a la desaceleración del crecimiento regional⁷.

Al combinar estos factores, los pronósticos del modelo sugieren que el aumento del PIB de América Latina en 2008 sería del 3¼%, cerca de un punto porcentual por debajo del escenario de referencia, aunque todavía levemente más alto que el promedio en los últimos diez años.

Escenario muy pesimista. Este escenario analiza los efectos de una desaceleración de la demanda externa más pronunciada que la que se contempla en el escenario de referencia, consistente con una recesión mundial (definida en términos de un crecimiento mundial inferior al 3%). En este escenario, se asume que los precios de las materias primas caen a sus niveles promedio de 2006 -- lo cual implica una caída de más del 35% en el último trimestre de 2008, respecto al mismo período en 2007. Dicha caída es consistente en términos generales con lo ocurrido en anteriores fases de desaceleración de la economía mundial. Si bien este escenario recesivo más severo es menos probable, igualmente pone de manifiesto el riesgo

⁶ Esto implica una desaceleración durante 2008, dado que los precios de las materias primas exportadas por la región crecieron a una tasa interanual de 30 por ciento durante el primer trimestre de 2008.

⁷ En el modelo se utilizan los diferenciales del índice EMBI como variable representativa de las condiciones financieras generales que se aplican a América Latina y el Caribe. Si bien en el ciclo anterior los diferenciales de los títulos externos corporativos aumentaron más que los del índice EMBI, el supuesto se cumple bastante bien en el horizonte cronológico del largo plazo para el cual se estima el modelo.

de que un descenso de la demanda mundial podría desatar un fuerte ajuste de los precios de las materias primas, que son un importante apoyo para el crecimiento de América Latina y el Caribe. En este escenario, el modelo predice que el crecimiento de la región caería a un nivel de aproximadamente el 2¼% en 2008, cerca de dos puntos porcentuales por debajo del escenario de referencia, y a un promedio de 0,6% en 2009, aunque repuntaría a finales del año.

Escenario optimista. Ante la posibilidad de que el estímulo de política económica en Estados Unidos apuntale la demanda externa más de lo previsto, también se examina un escenario optimista, en el cual la región de América Latina y el Caribe registraría un crecimiento más sólido. Con una demanda externa más vigorosa, los precios internacionales de las materias primas aumentarían en 2009 cerca de un 8% más que en el escenario de referencia. La combinación de una demanda externa más fuerte y precios más altos de las materias primas lleva a una predicción de crecimiento de la región de casi 5% en 2008, o sea ½ punto porcentual por encima del escenario de referencia. En este caso, la moderación de la demanda interna sería mucho más gradual, lo cual, dadas las actuales presiones de recalentamiento y el fuerte impulso del crecimiento, aumentará los riesgos de inflación con respecto al escenario de referencia.

4. Opciones para manejar el shock global

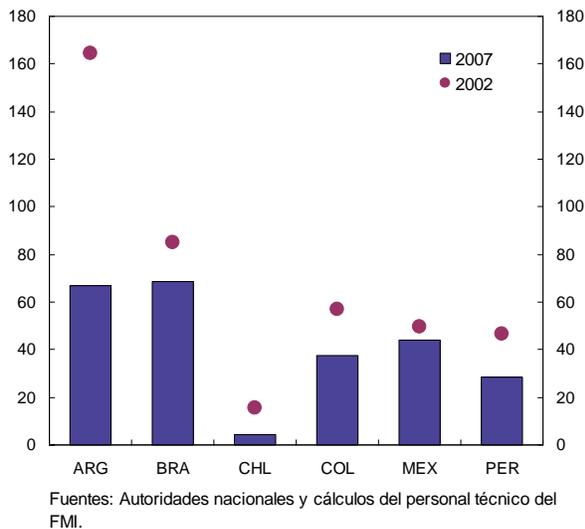
Los desafíos actuales del entorno externo ponen a prueba por primera vez los fortalecidos marcos institucionales de políticas de la región. La región está mejor preparada que en el pasado para absorber la desaceleración proyectada en el crecimiento mundial. Sin embargo, el principal desafío consistirá en mantener un equilibrio entre políticas que mitiguen los riesgos de un menor crecimiento y otras que contengan las presiones inflacionarias actuales.

Menor vulnerabilidad

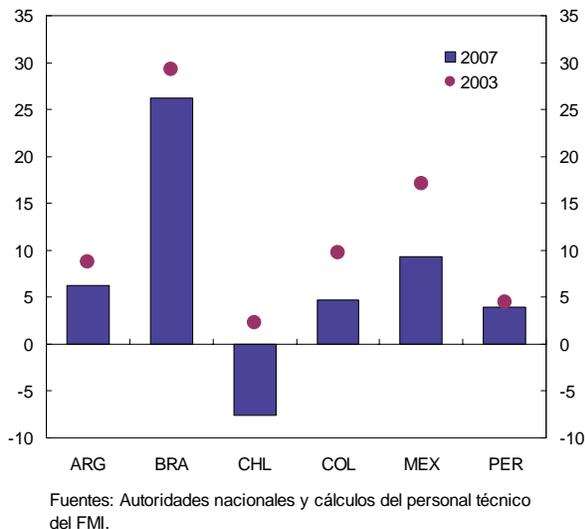
La región ha ingresado al ciclo de turbulencia financiera mundial desde de una situación de

menor vulnerabilidad. Varios países han recibido la calificación de grado de inversión de su deuda externa soberana, entre ellos más recientemente Perú que obtuvo esa calificación por Fitch. Esto ofrece cierto margen para respuestas de política que limiten el impacto de un shock externo si las perspectivas empeoran aun más. Se destacan varias características fundamentales:

Deuda pública bruta
(Porcentaje del PIB)



Requerimientos de financiamiento bruto del sector público
(Porcentaje del PIB)



- La adopción de un régimen cambiario más flexible en muchas economías constituye una diferencia sustancial con respecto al pasado, y un mecanismo clave de absorción de los shocks.
- Se han reducido considerablemente los coeficientes de endeudamiento público, así como las necesidades brutas de financiamiento del sector público.
- Las reservas internacionales han subido a niveles confortables en muchos países de la región, promediando el 180% de la deuda a corto plazo de acuerdo a vencimiento residual, al final de 2007 (como se documenta en la edición de noviembre de 2007 de *Perspectivas económicas: Las Américas*).
- Los indicadores disponibles de solidez financiera— si bien son retrospectivos— indican que los bancos de la región en general evidencian una situación sólida. Los datos hasta septiembre de 2007 indicaban altos niveles de rentabilidad y liquidez, mientras los niveles de capitalización se han mantenido sólidos.

Opciones de política económica

Pese a estas sustanciales mejoras, aún subsisten importantes limitaciones y riesgos para las autoridades de política económica. Los coeficientes de endeudamiento público, aunque han mejorado mucho, todavía necesitan reducirse más a mediano plazo en la mayoría de los países. En varios casos, los balances fiscales estructurales han venido empeorando desde 2006 ante el acelerado aumento del gasto. Al mismo tiempo, los riesgos al alza de la inflación a raíz del fuerte impulso de la demanda interna y los mayores precios internacionales de los productos básicos están poniendo a prueba la credibilidad de la política monetaria.

Política monetaria y cambiaria

En muchos países la política monetaria se ha orientado hacia la contención de la inflación en el

contexto reciente de crecimiento económico históricamente fuerte y altos precios de las materias primas. El aumento de la inflación, que refleja la persistencia de presiones de los precios de los alimentos y los productos energéticos, así como la fuerte demanda interna en algunos países, parece haber tenido cierto impacto inicial sobre las expectativas de inflación. La moderación de la demanda interna proyectada en el escenario de referencia debería moderar el recalentamiento y facilitar la tarea de las autoridades monetarias.

Si el entorno externo se deteriora de manera más pronunciada que la contemplada en el escenario de referencia, los tipos de cambio flexibles servirán como primer amortiguador de los shocks. Una moderada depreciación de los tipos de cambio ayudaría a contrarrestar el impacto de la reducción de la demanda externa y del descenso de los precios mundiales de los bienes primarios.

Política fiscal

La respuesta de política fiscal más apropiada en América Latina y el Caribe frente a una desaceleración mundial está enfrentada a más restricciones. Si bien la deuda pública y las necesidades brutas de financiamiento público se han reducido en algunas economías claves de la región, los balances fiscales podrían deteriorarse en muchos países a la par de un menor crecimiento, existiendo grandes riesgos asociados a la posibilidad de una caída apreciable de los precios globales de las materias primas.

Para evaluar las distintas opciones y restricciones de las posibles medidas de política fiscal ante una caída de la demanda externa, el personal técnico del FMI ha utilizado simulaciones del modelo Global Fiscal y Monetario Integrado (GIMF, por sus siglas en inglés) para un país de América Latina y el Caribe con un perfil fiscal sostenible y una política monetaria antiinflacionaria creíble (recuadro 1.6).

Los resultados sugieren que podría haber cierto margen para mantener el nivel del gasto público, aun en el caso que los ingresos disminuyesen a raíz de una desaceleración del crecimiento. Esto

contrasta con episodios anteriores en los que los problemas fiscales a menudo han requerido que los gobiernos lleven a cabo recortes procíclicos del gasto. En la actual coyuntura, se podría permitir una pequeña reducción de los balances primarios ante un crecimiento menos dinámico de los ingresos, sin tratar de compensarla con una reducción del gasto.

No obstante, el análisis desaconseja un aumento discrecional y anticíclico del gasto público. Este sólo sería efectivo en proporcionar un estímulo a corto plazo en el caso que los agentes percibiesen que la política fiscal reacciona de manera simétrica, es decir, adopta una orientación contractiva en las fases ascendentes y expansivas en las fases descendentes. No obstante, como ya se mencionó, el gasto público, lejos de haberse contenido en los dos últimos años de fuerte expansión económica, en la práctica ha crecido aceleradamente en la mayoría de los países, contribuyendo así a las presiones de demanda. Dadas estas tendencias, cualquier gasto discrecional adicional seguramente sería percibido como permanente y podría menoscabar la credibilidad de la política fiscal. En tal caso, la prima de riesgo aumentaría, afectando adversamente el crecimiento a mediano plazo.

Política del sector financiero

Las tensiones mundiales han afectado relativamente poco a los sistemas financieros de América Latina y el Caribe. Sin embargo, algunos riesgos podrían emerger, entre ellos los derivados de movimientos distorsivos en las curvas de rendimiento en los distintos países. La calidad del crédito también podría desmejorar, dado el acelerado crecimiento del crédito en los últimos años. La importante presencia de bancos globales en la región también podría plantear algunos inconvenientes si la situación de sus mercados de origen los obliga a consolidar sus operaciones mundiales.

Las autoridades de supervisión bancaria están siguiendo atentamente estos desarrollos, y al mismo tiempo mantienen un diálogo constante con las autoridades de otros países, en vista del

Recuadro 1.6. La factibilidad de una política fiscal anticíclica en América Latina

Puede una política fiscal anticíclica contribuir a que la economía se estabilice en respuesta a un shock externo adverso? Esta interrogante surge a la luz de las perspectivas económicas mundiales menos alentadoras, que reflejan el efecto que la desaceleración económica de Estados Unidos produce en la economía global. En general no hay consenso en la literatura económica respecto a la eficacia de la política fiscal como herramienta anticíclica. Sin embargo, estudios recientes sugieren que para países como Estados Unidos, los estímulos fiscales pueden contribuir a estabilizar el producto después de un shock, si la implementación de éstos se efectúa de manera oportuna, temporal y focalizada. Sin embargo, queda la pregunta de si estos resultados serían válidos para países que — como es el caso de muchos en América Latina— han experimentado desequilibrios fiscales, y enfrentan dificultades para afianzar políticas fiscales creíbles. En estos países, por el contrario, las expansiones fiscales podrían elevar las tasas de interés internas y por tanto disminuir el crecimiento económico.

En este recuadro se analiza dicha temática usando el marco conceptual del modelo fiscal y monetario mundial (GIMF por sus siglas en inglés)¹ desarrollado en el FMI. A efectos de este análisis, la calibración del modelo se hace para dos regiones: 1) una economía pequeña y abierta con un marco de políticas creíble, una deuda pública del 35% al 40% del PIB, una inflación en el entorno del 5% anual y un grado moderado de apertura al comercio exterior y 2) el resto del mundo. En consistencia con varios estudios empíricos, el modelo incluye una prima de riesgo que se determina de manera endógena, la cual reacciona de manera no lineal con el nivel del déficit en cuenta corriente y con la razón deuda pública/PIB.

Supuestos para el escenario de referencia:

- **Crecimiento en el resto del mundo.** El PIB real se contrae en un 1% durante el primer año, en comparación con su tendencia, y de ahí en adelante se recupera gradualmente. Se postula que el origen de la contracción es un descenso exógeno en el consumo y en la inversión.
- **Política monetaria.** Para el resto del mundo se supone una reducción en las tasas de interés como una respuesta de la política monetaria ante la caída de la demanda. Para la economía pequeña y abierta, se postula que el banco central actúa dentro de un esquema de metas explícitas de inflación que es creíble y que ajusta la tasa de interés nominal según sea necesario para mantener la inflación esperada consistente con su meta.
- **Política fiscal.** El escenario de referencia también construye un estabilizador fiscal automático (el resultado fiscal cambia automáticamente con cambios en el crecimiento). Se asume que la elasticidad del resultado fiscal con respecto a la brecha del producto que se origina en estos estabilizadores automáticos es de 0,28 (igual a la razón de ingresos a PIB de la economía pequeña y abierta).

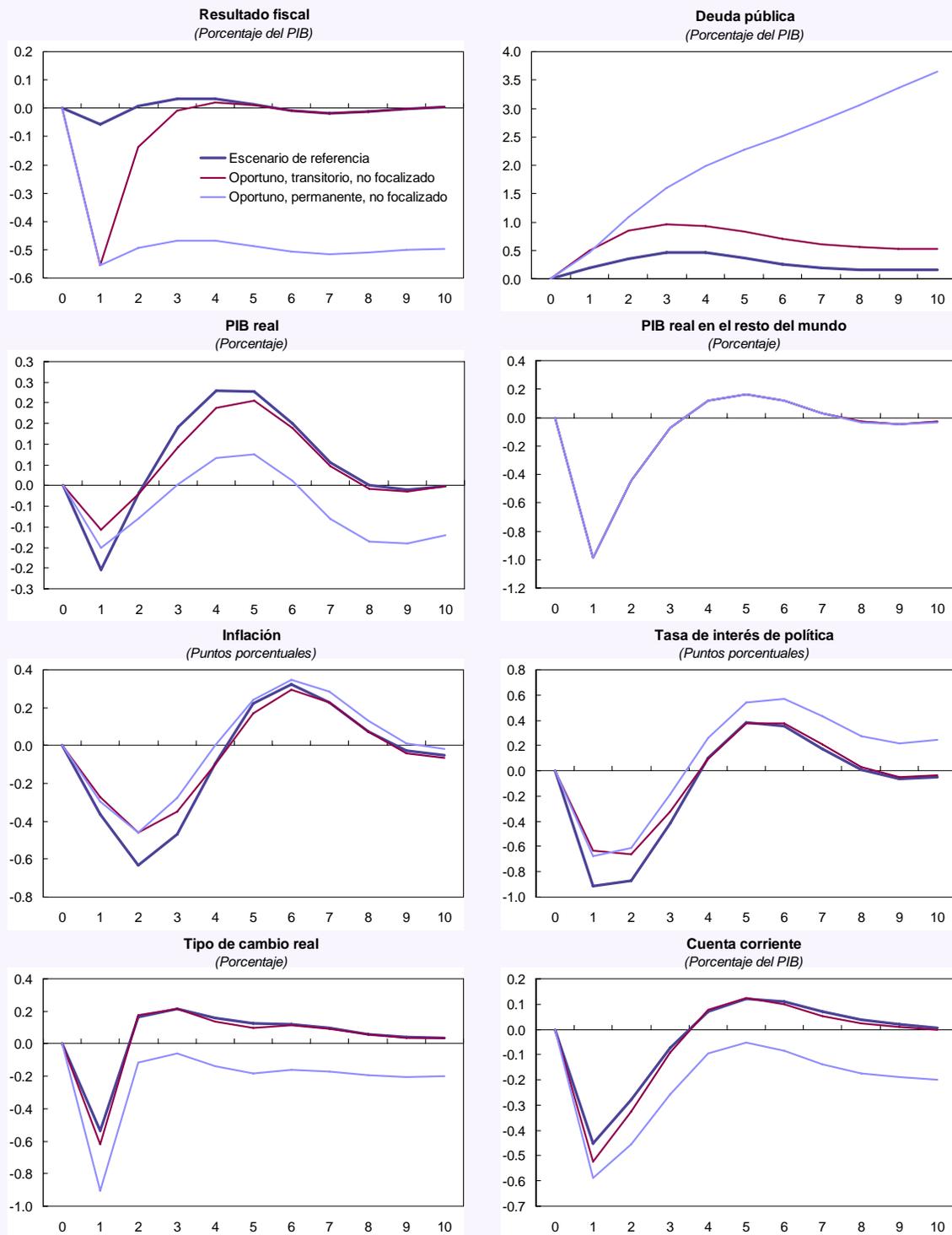
Perspectivas económicas en el escenario de referencia. Bajo estos supuestos, el PIB de la economía pequeña y abierta sufriría una contracción de un 0,2% (en comparación con su tendencia) en el primer año tras el shock externo, y luego se recuperaría. Este traspaso del shock externo en el corto plazo se origina principalmente por el efecto en el balance comercial, y su magnitud depende del grado de apertura de la economía (en el caso de esta economía representativa, se supone que la razón exportaciones/PIB es de 0,2). El shock externo produce una caída en la inflación lo cual permite al banco central reducir las tasas de interés y de esta manera atenuar sus efectos. El tipo de cambio real se apreciaría a medida que las tasas de interés bajen más en el resto del mundo, mientras que el déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos se ampliaría. En términos de política fiscal, el resultado fiscal se deteriora ya que el gasto se mantiene mientras que el ingreso disminuye (como respuesta a una desaceleración en el crecimiento).

Nota: Este recuadro fue preparado por Daniel Leigh.

¹ El GIMF es un modelo nekeynesiano de generaciones superpuestas para economía abierta con rigideces nominales y reales. Este modelo permite realizar predicciones empíricamente plausibles sobre los efectos dinámicos de la política fiscal y monetaria. Para consultar la descripción de la estructura del modelo, véase Kumhof y Laxton (2007). La aplicación del modelo a Colombia puede consultarse en Leigh (2008).

Recuadro 1.6 (conclusión)

Shocks de demanda externa y estímulo fiscal



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

Dos escenarios se comparan para evaluar los efectos de una política fiscal anticíclica discrecional. El primer escenario considera que el gasto aumenta en forma temporal, y mientras que el segundo lo hace para el caso en que tal aumento es permanente. Hacemos esta distinción porque, en países con bajo nivel de credibilidad fiscal, un aumento del gasto se consideraría permanente, aun cuando el gobierno anunciase que el paquete anticíclico es temporal. Los resultados de las dos escenarios son los siguientes:

- *Un estímulo fiscal anticíclico temporal.* El estímulo fiscal reduce el balance fiscal en 0,5 puntos del PIB mediante mayores transferencias a todos los hogares, las que se financian con deuda. Se supone que el sector privado juzga que el estímulo fiscal se retirará en el correr de los dos años siguientes. El efecto inmediato es de limitar la contracción de la economía a 0,1% del PIB, en relación con la situación de referencia, aproximadamente la mitad de la disminución registrada en el caso de que solo funcione el estabilizador automático. Con una moderación menor de la demanda interna, la inflación y las tasas de interés se reducen menos que en el escenario de referencia y el tipo de cambio real se aprecia más. Esta menor reducción en las tasas de interés hace que la inversión privada no se estimule como en el escenario de referencia (que conlleva un menor estímulo fiscal y mayor relajamiento en la política monetaria). Así mismo, parte del efecto sobre el gasto privado se manifiesta en un aumento de las importaciones y en un mayor deterioro en el saldo de cuenta corriente (panel derecho del gráfico). Esta modalidad de estímulo podría resultar más efectiva si el gobierno lo focalizaría a los hogares con restricciones de liquidez.
- *Un estímulo fiscal anticíclico permanente.* En este caso, el estímulo fiscal conlleva un relajamiento permanente de la posición fiscal. Específicamente, se supone que las transferencias aumentan en 0,5 puntos porcentuales del PIB, las mismas que son financiadas con endeudamiento (panel izquierdo del gráfico). Si bien en el corto plazo la medida ayuda a aliviar los efectos derivados de la desaceleración, el relajamiento permanente en la política fiscal produce un aumento de la deuda pública en el mediano plazo y un mayor déficit en cuenta corriente. Estas condiciones generan un aumento en la prima de riesgo, mayores tasas de interés y crean expectativas sobre la necesidad de mayores impuestos distorsionantes en el futuro, todo lo cual ocasiona una contracción en el producto después de cinco años. La expectativa de un menor crecimiento en el mediano plazo, reduce el efecto positivo del estímulo en el corto plazo a tan solo 0,05 puntos porcentuales del PIB en comparación con el escenario de referencia.

En resumen, este análisis sugiere que hay espacio para una política fiscal anticíclica a ejecutarse por medio de estabilizadores automáticos de ingreso, pero también pone de relieve la importancia de la credibilidad. Un gobierno puede anunciar un paquete temporal de estímulos; pero si su credibilidad es baja, el sector privado podría interpretarlo como permanente, lo que en el mediano plazo podría generar un crecimiento más lento. Una política fiscal anticíclica discrecional tiene menos probabilidad de ser efectiva en países con deuda pública y primas de riesgo más elevadas. Asimismo, el éxito de la política fiscal para afianzar la estabilidad macroeconómica depende de la naturaleza del shock. Es de destacar que en el análisis presentado aquí sólo se han examinado los efectos de una caída en la demanda externa que no genera dilemas para la política económica (es decir, estabilizar la actividad económica en lugar de controlar la inflación). Un shock de oferta adverso elevaría la inflación interna a la vez que disminuiría la demanda agregada y, en tal caso, el estímulo fiscal discrecional podría exacerbar las presiones inflacionarias.

carácter internacional de los shocks financieros actuales. También será importante asegurar que los marcos de declaración y divulgación de información financiera funcionen de la manera más eficaz posible.

Política social

El desafío fundamental a corto plazo para la política social es contener la inflación, a fin de mitigar su impacto sobre los sectores más vulnerables. El aumento de la inflación tiende a afectar en forma más acentuada a los sectores más pobres. El impacto adverso de la inflación en los precios de los alimentos puede ser inclusive mayor, ya que éstos tienden a representar una mayor proporción de la canasta de consumo de los sectores pobres.

Las medidas administrativas dirigidas a reducir la transmisión de los aumentos de los precios

mundiales de los productos básicos a los precios internos, entre ellos los precios de los alimentos, crean costos fiscales y cuasifiscales, distorsionan los incentivos económicos y reducen la eficiencia. Por consiguiente, los mecanismos de transferencias en efectivo, adecuadamente focalizadas, serían un instrumento más eficaz para proteger a los sectores más vulnerables de la inflación creciente. También se podría estudiar la posibilidad de reducir los aranceles de importación y otras barreras para la importación de alimentos, así como la posibilidad de adecuar la estructura de los impuestos indirectos sobre los artículos alimenticios que consumen los sectores más pobres. No obstante, estas medidas deben diseñarse con cuidado para verificar que pueden ser absorbidas por el presupuesto y estén correctamente focalizadas.

II. América Latina y la turbulencia financiera mundial

La región ha resistido hasta el momento, pero el contexto global es delicado

Como se explicó en el capítulo 1, la conmoción financiera mundial originada en los Estados Unidos ha afectado a los mercados financieros de la región mucho menos que en crisis anteriores. Esto se debe en parte a una menor dependencia de los flujos de capital provenientes de Estados Unidos. Pero, fundamentalmente, la robustez de la región para enfrentar shocks externos ha obedecido al fortalecimiento de las políticas monetarias, fiscales y de manejo de deuda pública junto con la adopción, en una buena parte de la región, de regímenes cambiarios más flexibles.

Aun así, existe el riesgo de que un deterioro de las condiciones financieras en Estados Unidos repercuta considerablemente en los mercados bursátiles y, eventualmente, sobre el costo del capital en América Latina y el Caribe, sobre todo si se diera una contracción prolongada del crédito mundial (recuadro 2.1). En este capítulo se examinan los vínculos que la región mantiene con los mercados financieros mundiales a través del sistema bancario y del financiamiento empresarial en general, y se analizan posibles factores de vulnerabilidad financiera. En el recuadro 2.2 se analizan los vínculos financieros en la región del Caribe⁸.

⁸ El capítulo se centra en los posibles efectos de las condiciones financieras mundiales, y no considera por tanto las consecuencias de una desaceleración económica y una compresión del crédito más generalizada en las economías avanzadas. Esta desaceleración real podría tener un impacto negativo en los balances de los bancos, más allá del impacto directo de las repercusiones derivadas de la situación financiera mundial en los mercados.

Potenciales fuentes de presión en los bancos de la región

Hasta el momento, los mercados monetarios de América Latina y el Caribe han sorteado bien las perturbaciones financieras mundiales que se iniciaron a mediados de 2007. En efecto, los mercados interbancarios han gozado de relativa estabilidad, y las tasas interbancarias a tres meses se han mantenido prácticamente constantes en Brasil, Chile, Colombia y México, mientras que han bajado un poco en Argentina. Los rendimientos de instrumentos internos de deuda pública a corto plazo también se han mantenido bastante estables en Brasil, Chile, y México, mientras que en Colombia esos rendimientos han aumentado, en cierta medida debido al sesgo restrictivo de la política monetaria. La relativa calma ha sido propiciada además por el aumento moderado en la prima de riesgo de los bonos soberanos externos.

Hasta ahora, los sistemas bancarios de la región se han mantenido en gran medida inmunes a las tensiones financieras de Estados Unidos. De acuerdo con recientes informes de estabilidad financiera producidos en las economías más grandes de la región, los sistemas bancarios nacionales siguen siendo rentables, están bien capitalizados, y mantienen niveles relativamente bajos de morosidad de crédito (gráfico en página 37). Las pruebas de tensión (*stress tests*) realizadas por los bancos centrales de las cuatro economías más grandes indican que los sistemas bancarios de esos países parecen estar bien cubiertos frente a riesgos de mercado que provengan de mayor volatilidad en los rendimientos de sus inversiones (valores públicos, en su mayoría). Los bancos de la región se han mantenido aislados en parte gracias a que una fracción considerable de la reciente expansión crediticia fue financiada con el crecimiento de

Recuadro 2.1. Flujos financieros de Estados Unidos a América Latina

En este recuadro se analiza la exposición financiera de los inversionistas de Estados Unidos frente a activos de América Latina. Asimismo, se resalta la posibilidad de que una situación financiera más restrictiva en Estados Unidos genere efectos significativos sobre las condiciones financieras internas en la región. La proporción de activos latinoamericanos en el portafolio de los inversionistas de Estados Unidos ha disminuido desde la crisis asiática, en tanto que su sesgo hacia inversiones originadas en Estados Unidos ha aumentado (medido según la razón ω_{us} / ω_m en el primer cuadro).

Composición del portafolio de activos financieros externos de inversionistas de EE.UU. 1/

País o región	2006			1997		
	ω_{us}	ω_m	ω_{us} / ω_m	ω_{us}	ω_m	ω_{us} / ω_m
América Latina	0.59	2.48	0.24	0.80	2.26	0.36
Argentina	0.03	0.15	0.17	0.17	0.31	0.56
Brasil	0.25	1.19	0.21	0.23	1.12	0.21
Chile	0.03	0.16	0.18	0.04	0.18	0.20
Colombia	0.01	0.09	0.15	0.02	0.06	0.34
México	0.25	0.63	0.40	0.29	0.48	0.60
Perú	0.01	0.06	0.15	0.02	0.03	0.49
Venezuela	0.01	0.21	0.07	0.04	0.08	0.45
Economías emergentes de Asia	1.18	8.83	0.13	0.47	4.28	0.11
Economías desarrolladas	8.81	46.94	0.19	5.78	45.67	0.13

Fuentes: Sistema de Capital Internacional del Tesoro; Federación Mundial de Bolsas; Banco de Pagos Internacionales (BPI); y cálculos del personal técnico del FMI.

1/ ω_{us} , ω_m corresponden a la participación (porcentaje) en los portafolios de inversionistas de EE.UU. y del mundo.

Tenencia de activos financieros externos por parte de inversionistas de EE.UU., 2006
(Porcentaje de capitalización del mercado)

País o región	Acciones	Instrumentos de deuda de largo plazo domésticos e internacionales	
América Latina	15.1		4.2
Argentina	5.4		6.6
Brasil	15.3		2.3
Chile	3.1		16.2
Colombia	1.7		8.4
México	24.6		5.9
Perú	1.8		16.0
Venezuela	7.9		2.2
Economías emergentes de Asia	7.0		1.0
Economías desarrolladas	13.8		2.5

Fuentes: Sistema de Capital Internacional del Tesoro; Federación Mundial de Bolsas; Banco de Pagos Internacionales (BPI); y cálculos del personal técnico del FMI.

No obstante, en los portafolios de inversionistas estadounidenses, los activos de América Latina, a diferencia de los activos en otras regiones, parecerían tener un peso más cercano al que sugiere un modelo internacional de determinación óptima de portafolio. Si bien América Latina representa menos de 1% de la cartera total de los inversionistas de Estados Unidos, en términos absolutos el tamaño de esa cartera tiene importancia sistémica en algunos mercados de valores de la región. De hecho, inversionistas de Estados Unidos mantienen de manera directa posiciones significativas en el mercado accionario de Brasil y México y en los mercados de bonos de Chile y Perú. En algunos mercados la exposición indirecta a través de derivados financieros es también significativa, aunque difícil de cuantificar.

Para analizar las causas y el impacto de los flujos financieros provenientes de los Estados Unidos, se estimó un modelo de vectores autorregresivos (VAR) para Brasil, Chile, Colombia, y México. Investigaciones similares han procurado explicar las causas y efectos de los flujos financieros como función de las tasas de interés y de la producción industrial de Estados Unidos, así como de las variables macroeconómicas y financieras del país receptor en cuestión (tasas de interés a corto plazo, producción industrial, rendimiento de dividendos y rentabilidad del capital invertido en acciones). En este análisis se incorporan, además, los flujos de cartera (acciones y bonos) de Estados Unidos y el índice VIX de aversión al riesgo¹. De los resultados se infiere que los flujos de inversión de cartera de Estados Unidos hacia América Latina están impulsados en parte por la situación financiera de ese país, o “factores de expulsión” y por las variables fundamentales internas, o “factores de atracción”. En la mayoría de los países (excepto en el caso de Chile), el índice VIX es la variable más importante. En lo que se refiere al impacto de la situación financiera de Estados Unidos y sus flujos financieros sobre las condiciones financieras internas de América Latina, los resultados parecen indicar que los

Nota: Este recuadro fue preparado por Ravi Balakrishnan, quien se basó en R. Balakrishnan y F. Goncalves (de próxima publicación).

¹Se utiliza una descomposición de Choleski para identificar el VAR y se realizan diversas pruebas de robustez (por ejemplo, utilizando diferentes variables como el diferencial de bonos de alto rendimiento de Estados Unidos en lugar del VIX y excluyendo ciertas variables).

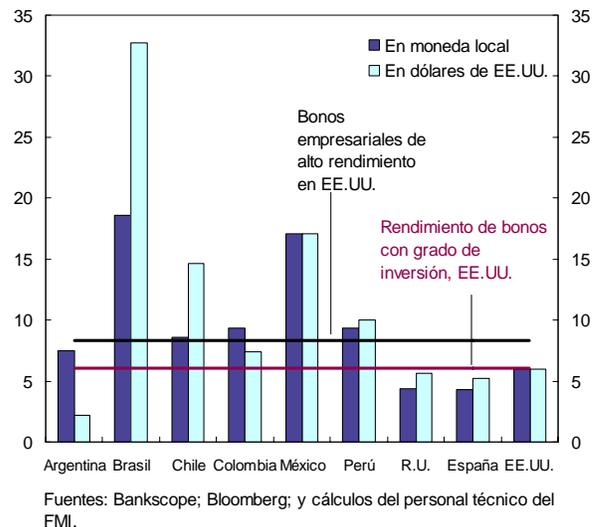
choques inesperados que afectan los flujos no tienen demasiado efecto. En cambio, se observó que los choques relativos al VIX son importantes para explicar los movimientos del rendimiento de los dividendos y de la rentabilidad del capital accionario (excepto en el caso de Chile), y, en particular, que los aumentos del índice VIX guardan relación con caídas significativas de la rentabilidad de las acciones y con incrementos persistentes del rendimiento de los dividendos. De los resultados se desprende que la situación financiera de Estados Unidos, especialmente las mediciones de aversión al riesgo como el índice VIX, podrían afectar la situación financiera interna (es decir, la rentabilidad del capital accionario y las tasas de interés a corto plazo) en algunos países de América Latina. Además, el menor efecto observado de la situación financiera de Estados Unidos sobre Chile, como se presenta en este recuadro, permite inferir que una larga trayectoria de estabilidad macroeconómica puede contribuir a reducir el impacto sobre la situación macroeconómica y financiera interna de cambios en la percepción de riesgo originados en shocks externos.

depósitos locales y la emisión de deuda subordinada y otros empréstitos internos. Hacia finales de septiembre de 2007, menos de 10% de los pasivos totales de la mayoría de los sistemas bancarios de la región estaba financiado por no residentes, con la excepción de los centros financieros *offshore* (Panamá). Esta cifra es sustancialmente menor al casi 50% que se observa, por ejemplo, en algunos países de Europa central y oriental.

Otro factor que explica la fortaleza del sistema bancario en la región es el papel limitado que desempeñan los productos financieros estructurados en las actividades financieras, así como la baja exposición directa a los productos de crédito estructurado vinculados a hipotecas de alto riesgo⁹. Las autoridades regionales y los participantes del mercado señalan que esta baja exposición puede deberse a los rendimientos relativamente altos generados por operaciones bancarias internas, lo que puede haber restado atractivo a los rendimientos ofrecidos por instrumentos de crédito estructurado ofrecidos en el extranjero. Además, el marco regulatorio de varios países pone límites estrictos a la exposición bancaria frente a riesgos generados en activos externos, y en especial frente a riesgos emanados de instrumentos derivados complejos e

instrumentos financieros estructurados¹⁰. Además, el hecho de que los mercados internos de capitales y los mecanismos de titularización aún sean incipientes en América Latina y el Caribe, ha reducido el riesgo de exposición a instrumentos financieros estructurados en los mercados locales.

Ingreso bruto por intereses en bancos de América Latina, 2006
(Porcentaje de activos productivos)



⁹ Es posible que exista cierta exposición indirecta a los instrumentos de crédito estructurado, debido a las inversiones extranjeras de los clientes de los bancos. Pero su cuantificación es difícil.

¹⁰ Los fondos de pensiones privados de la región están sujetos a límites prudenciales sobre la proporción de la cartera que puede invertirse en activos extranjeros y sobre la calidad de esos activos.

Recuadro 2.2. Vínculos financieros en la región del Caribe

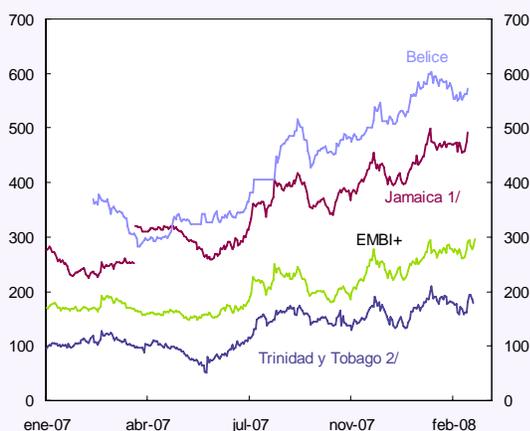
Las bolsas de valores y los mercados interbancarios y de bonos de la región del Caribe no se han visto mayormente afectados por la reciente turbulencia financiera, lo que refleja una limitada exposición directa a los productos crediticios estructurados, así como bajos niveles de integración financiera. Los diferenciales de rendimiento de la deuda soberana, sin embargo, aumentaron en el caso de algunos bonos que se negocian en el mercado internacional (Belice y Jamaica, en particular), lo que es consistente con una revalorización general del riesgo. En el caso de Jamaica, el aumento en los diferenciales de la deuda de mercados emergentes hizo que se redujera el rendimiento en moneda local de la deuda interna en relación con los eurobonos de Jamaica, lo que promovió un cambio en la composición de la cartera de las instituciones nacionales y una pérdida consecuente de reservas.

Indices del mercado de acciones en el Caribe
(Enero 2004 = 100)



Fuentes: Bloomberg; autoridades de ECCU; y JPMorgan.

Diferenciales de tasa en el Caribe
(Puntos porcentuales)^{1/}



Fuentes: Bloomberg; autoridades de ECSE; y JPMorgan.

1/ Quiebre estructural en la serie de Jamaica en abril de 2007.

2/ Trinidad y Tobago diferencial de riesgo soberano.

Los bancos se han fondeado con depósitos internos —en lugar de con un aumento de los pasivos externos netos— para financiar el crédito privado, limitando de ese modo su vulnerabilidad al deterioro de la situación financiera mundial. No obstante, y dado que casi el 60% de los activos del sistema bancario del Caribe pertenece a bancos extranjeros, existe el riesgo de que una contracción crediticia originada en tensiones en las casas matrices de bancos extranjeros se transmita al mercado local lo cual deberá ser monitoreado de cerca.

Los riesgos potenciales también podrían surgir de las grandes posiciones en activos externos que mantienen algunos bancos de la región y del menor nivel de financiamiento proveniente de inversión extranjera directa. Los activos externos brutos son un componente significativo de las carteras de los bancos de la región. Por ejemplo, representan un quinto de los activos del sistema bancario de Jamaica y un tercio de los de la Unión Monetaria del Caribe Oriental (ECCU). Por lo tanto, en caso de que los problemas actuales que afectan a ciertos instrumentos financieros en los mercados mundiales se propagasen hacia otros activos, esto podría llegar a debilitar los balances de los bancos del Caribe, así como los de otras instituciones financieras regionales. Por último, los países del Caribe reciben cuantiosos flujos de inversión extranjera directa, fundamentalmente dirigidos al sector del turismo. La interrupción de esos flujos podría tener un impacto negativo sobre la actividad económica y, por consiguiente, sobre los balances de los bancos de la región.

Contribución al crecimiento del crédito del sector privado, 2005-07
(Porcentaje) ^{1/}

	Crecimiento del crédito del sector privado	Contribución de:			Otros
		Depósitos privados	Pasivos externos netos	Pasivos netos del sector público	
ECCU	14.9	12.4	-0.3	-1.2	3.9
Bahamas, The	13.8	9.0	0.2	-0.5	4.8
Barbados	14.2	21.1	1.6	-1.1	-7.3
Jamaica	22.9	21.6	-0.5	-6.5	8.3
Trinidad y Tobago	21.5	23.8	-4.7	-1.6	3.9

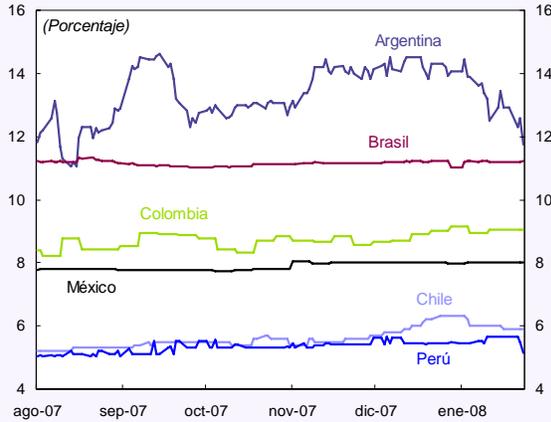
Fuente: FMI, *Estadísticas Financieras Internacionales*.

1/ Calculado como promedio simple durante el período. Los datos de 2007 son de noviembre, salvo para ECCU (diciembre).

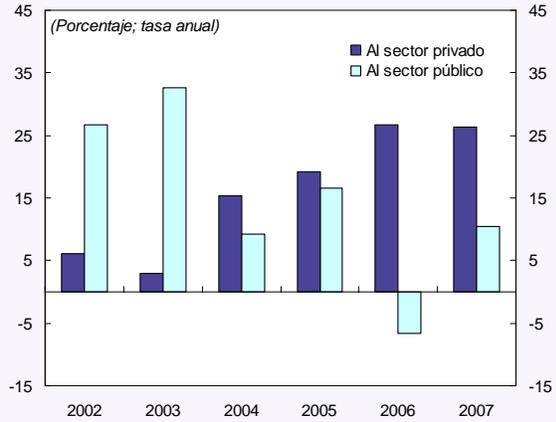
Nota: Este recuadro fue preparado por Christina Daseking y Padamja Khandelwal.

Evolución reciente de los sistemas bancarios en países seleccionados

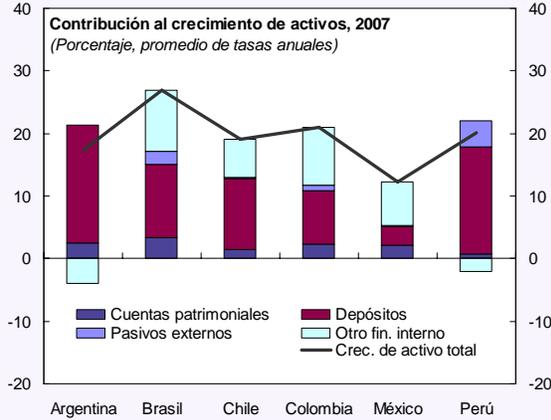
Las tasas de interés interbancarias han permanecido estables.



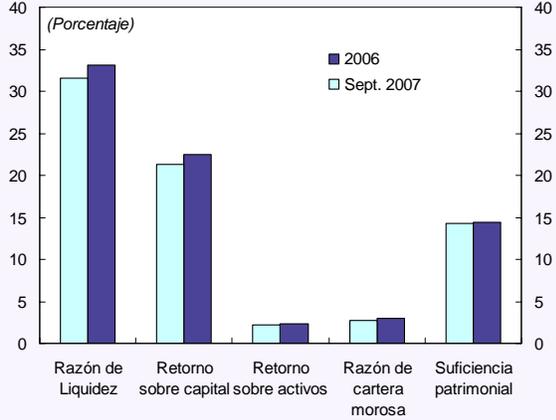
El crédito al sector privado ha venido creciendo aceleradamente... 1/



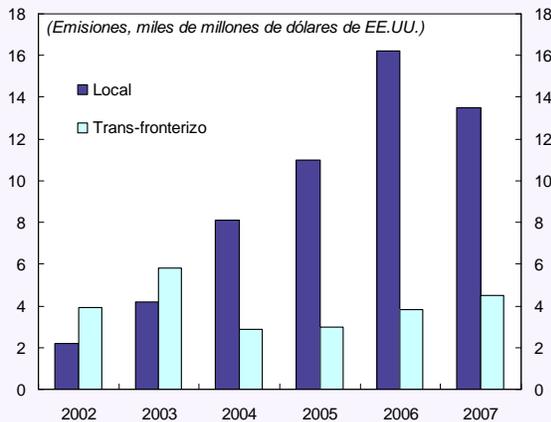
... y el fondeo, en mayor parte, ha provenído de fuentes internas.



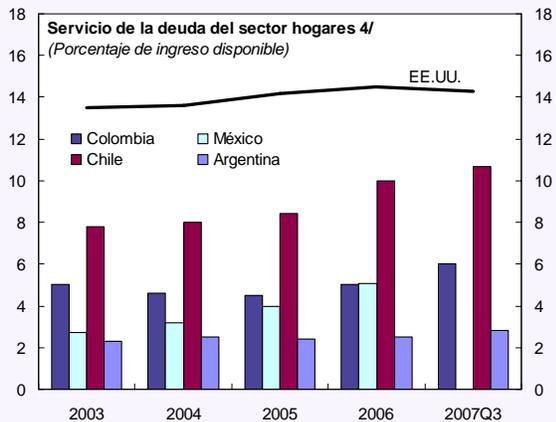
Las condiciones financieras de la banca se han mantenido sólidas. 2/



El nivel de titularizaciones es aún pequeño.



El peso de la deuda de los hogares ha ido en aumento a medida que el crédito al consumo se ha expandido rápidamente.



Fuentes: FMI, *Estadísticas Financieras Internacionales*; Bloomberg; autoridades nacionales; Fitch Ratings; y cálculos del personal técnico del FMI.

1/ Información de noviembre o diciembre de 2007 para las 20 economías más grandes de ALC.

2/ Promedio simple de Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, y Perú. Junio 2007 para México.

3/ Para Perú se usa la razón de activos líquidos a pasivos de corto plazo. Medidas agregadas no incluyen Chile.

4/ Para Argentina y Colombia solo incluye el pago de intereses.

Una vía adicional por la que las condiciones mundiales de crédito podrían afectar a los sistemas bancarios de la región es el comportamiento de los bancos internacionales que operan a nivel global, los cuales tienen un volumen significativo de operaciones en América Latina y el Caribe. Las primas de riesgo para los CDS (*swaps* de riesgo de incumplimiento del deudor) de los principales bancos internacionales que operan en la región han aumentado bruscamente, de menos de 20 puntos básicos en el primer semestre de 2007 a un rango de 110 a 175 puntos básicos en marzo de 2008. De verse sometidos a presiones de suficiencia de capital o de liquidez en sus propios mercados, estos bancos podrían decidir restringir el crédito y restar liquidez a sus operaciones en América Latina y el Caribe. No obstante, a finales de 2007 no había ninguna indicación clara de que los bancos de propiedad extranjera estuvieran reduciendo los préstamos en la región. Por el contrario, el monto de crédito concedido por esos bancos se mantuvo firme, especialmente en los países en que los bancos internacionales tienen una presencia fuerte, como Chile, México, Perú, y Paraguay. En estos países, más del 40% del crédito total del sistema bancario es otorgado por los principales bancos extranjeros.

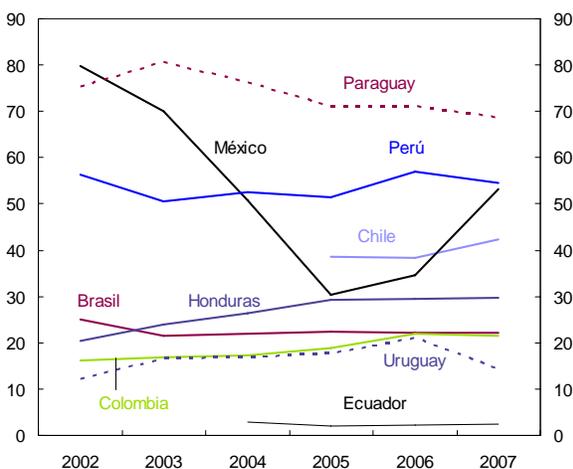
Los datos preliminares más recientes del Banco de Pagos Internacionales también indican que las acreencias de los bancos extranjeros frente a la región aumentaron hasta el tercer trimestre de 2007. En comparación con otros mercados emergentes, una proporción relativamente alta de esas acreencias corresponde a créditos internos concedidos por las sucursales locales de bancos extranjeros, los cuales han demostrado ser más estables que los créditos externos directos (Herrero y Peria, 2007). Además, estas sucursales cuentan en gran medida con financiamiento local, son muy rentables y en muchos casos contribuyen en forma apreciable a los ingresos del grupo financiero. No obstante, si bien aún no hay indicios de presiones significativas provenientes de los bancos internacionales, es importante monitorear de cerca este canal de transmisión, para así poder evaluar oportunamente el riesgo que afronta el sistema bancario de la región frente a la compresión del crédito que está afectando a los mercados más desarrollados.

Condiciones de financiamiento más restrictivas para el sector empresarial

Al igual que en otras regiones, en América Latina y el Caribe la mayoría de las empresas usan las utilidades retenidas como principal fuente de financiamiento. Según una encuesta a nivel de empresas realizada por el Banco Mundial en 2006, más de 60% del financiamiento de las inversiones y el capital de trabajo de las empresas de América Latina y el Caribe provinieron de fuentes internas, mientras que los préstamos bancarios constituyen la segunda fuente.

Los datos disponibles en los seis países más grandes de América Latina sobre las empresas que cotizan en bolsa muestran que los indicadores de liquidez (tales como la razón de activos corrientes a pasivos corrientes y la cobertura de intereses) han mejorado, alcanzando niveles que se consideran adecuados para afrontar problemas de

Crédito otorgado por bancos extranjeros
(Porcentaje del crédito total a fin de año)^{1/}



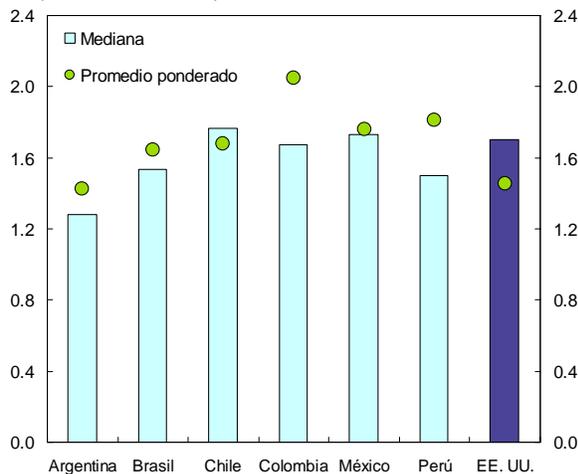
Fuentes: Autoridades nacionales; y cálculos del personal técnico del FMI.

^{1/} Para 2007, información más reciente información (en general noviembre o diciembre).

financiamiento a corto plazo. Por ejemplo, para este tipo de empresas el promedio ponderado de los activos corrientes supera los pasivos corrientes por un margen de 50%-100%, lo que parece indicar que estas empresas se encuentran en condiciones relativamente buenas para hacer frente a sus obligaciones de deuda a corto plazo. Sin embargo, las empresas más pequeñas y menos rentables pueden estar expuestas a problemas de financiamiento, ya que la mediana de sus indicadores de liquidez es mucho más baja en algunos países.

Además de la generación interna de recursos, las empresas de la región también usan crédito proveniente de las instituciones financieras locales para financiar nuevas inversiones y capital de trabajo. Sin embargo, el mercado internacional de capitales constituye una fuente creciente de financiamiento corporativo en América Latina y el Caribe, por lo que el sector empresarial de la región está también expuesto a cambios en las condiciones de fondeo imperantes en ese mercado. Los mercados de capitales locales también proveen financiamiento, en proporción

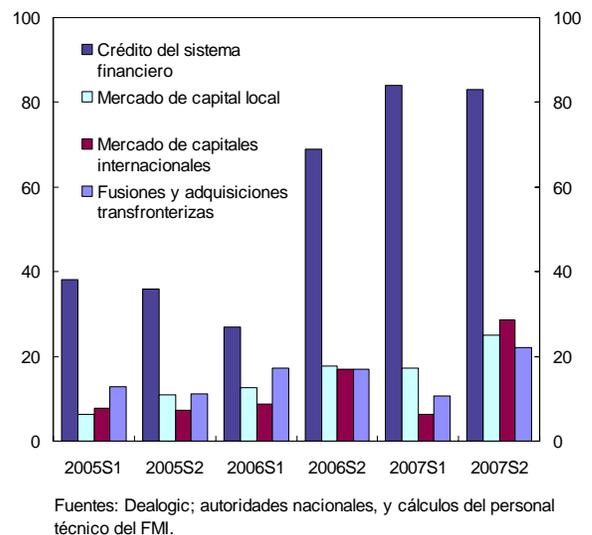
Sector corporativo: razón de activos corrientes a pasivos corrientes
(Promedio 2005-07)^{1/}



Fuentes: Economática; y cálculos del personal técnico del FMI.
1/ Empresas no financieras que cotizan en bolsa de valores, cuya información está disponible.

cada vez mayor. Combinando los datos de crédito otorgado por el sistema financiero y la información sobre emisiones de mercado¹¹, se puede obtener una visión del financiamiento neto de las empresas privadas de la región (es decir, el crédito bruto y la emisión de obligaciones, netos de pagos). Esta información muestra que en los últimos años el crecimiento sostenido del crédito del sistema financiero interno ha contribuido a la mayor parte del financiamiento. El resto del financiamiento proviene, aproximadamente y en partes iguales, de emisiones de valores en el mercado local o de colocaciones en el mercado internacional más préstamos sindicados. Las colocaciones internacionales representaron casi un 25% del nuevo financiamiento neto del sector empresarial en el segundo semestre de 2007, debido a varios préstamos sindicados de gran volumen que se suscribieron en el tercer trimestre.

Financiamiento neto del sector corporativo no financiero
(En billones de dólares de EE.UU.)



Si se incluyen las fusiones y adquisiciones internacionales, el grado de dependencia del financiamiento externo es aun más alto. Por consiguiente, la contracción del crédito a escala mundial podría eventualmente incidir en forma

¹¹ La información sobre transacciones en los mercados de capital local e internacional que se presenta aquí está disponible en la base de datos Dealogic.

negativa en el financiamiento del sector privado de la región.

Financiamiento mediante emisión de bonos

Desde que comenzó la turbulencia financiera mundial, las primas de riesgo de las emisiones externas de bonos empresariales en América Latina y el Caribe han aumentado entre 150 y 250 puntos básicos en Argentina, Brasil, Chile, y México. También hay indicios de que el sector empresarial de la región enfrenta un ambiente donde se percibe cierta diferenciación del riesgo. En el caso de las empresas con valoraciones de mercado más bajas, los diferenciales aumentaron casi 400 puntos básicos, en tanto que para las empresas con valoraciones de primer orden los aumentos fueron en general más moderados. Al mismo tiempo, el volumen de las emisiones internacionales de deuda de las empresas de la región se redujo abruptamente durante el segundo semestre de 2007, y las emisiones prácticamente se estancaron a comienzos de 2008 (gráfico en página 41).

Los mercados locales de bonos de Brasil y México, y en menor medida los de Chile, Colombia y Perú, también han crecido en importancia como fuente de financiamiento de las empresas en los últimos años. Si bien hay indicios de que el aumento de la emisión local de bonos ha compensado el menor acceso al financiamiento externo a comienzos de 2008, el fenómeno en realidad se explica por las actividades de unas pocas empresas grandes, incluyendo algunos bancos locales. En los últimos meses, los emisores más pequeños se han retirado en gran medida de los mercados locales.

Financiamiento mediante emisión de acciones

La capitalización del mercado de acciones en la región, pese a ser relativamente baja en comparación con los niveles internacionales, ha repuntado en los últimos años con el alza de las cotizaciones. El financiamiento a través de los

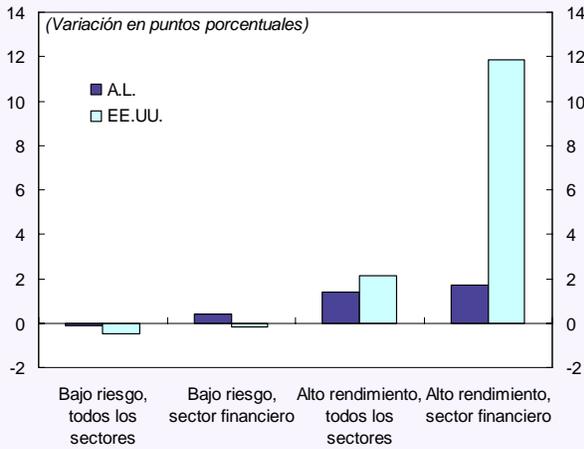
mercados locales de acciones se dinamizó mucho en el primer semestre de 2007, gracias a que varias empresas lanzaron ofertas públicas iniciales a nivel local, pero apuntando simultáneamente a los mercados nacional, regional, e internacional. Sin embargo, desde mediados de 2007, las cotizaciones de las acciones en la región en general han retrocedido, en respuesta a la venta masiva de acciones a nivel mundial. Asimismo, el volumen de las emisiones ha disminuido marcadamente en lo que va de 2008. La volatilidad de los precios de las acciones también se ha agudizado. De hecho, el riesgo relativo (o "beta") del índice del mercado bursátil de la región subió a los niveles registrados después de la crisis asiática. En efecto, una caída de 10% en los rendimientos de las acciones mundiales estuvo correlacionada con un descenso de 16% en los rendimientos de las acciones de América Latina y el Caribe a finales de febrero de 2008. Además, los mercados accionarios en América Latina parecen reaccionar más a caídas de precios en el mercado accionario de Estados Unidos que a subidas de precios en ese mercado (recuadro 2.3). Esto sugiere la posibilidad de un factor adicional de riesgo que empuje a la baja los precios de las acciones de la región. Si las repercusiones de la situación en Estados Unidos contribuyen a agudizar la volatilidad en el precio de las acciones o a ampliar la prima de riesgo externa, la región podría enfrentarse a un encarecimiento del costo del capital. Mientras que un aumento en la volatilidad del precio de las acciones puede elevar la tasa de rendimiento requerida por inversionistas para mantener acciones de empresas de la región, la ampliación de los diferenciales externos en sí mismo podría ejercer presiones al alza sobre el costo total de la deuda empresarial.

Conclusiones

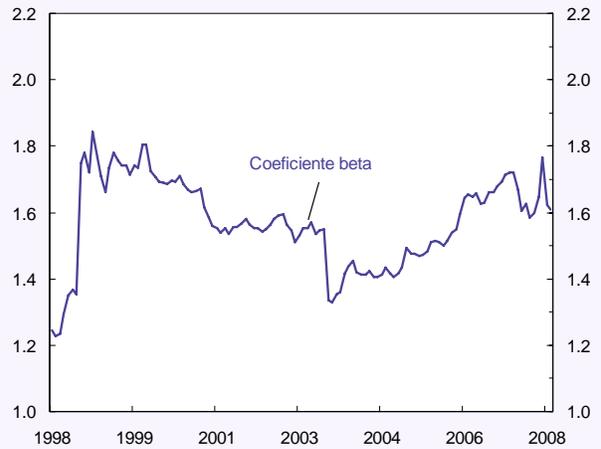
Si bien la región se ha visto afectada de alguna manera por el endurecimiento de las condiciones financieras en la economía mundial, los efectos hasta ahora han sido leves en comparación con

Indicadores del financiamiento empresarial privado en América Latina

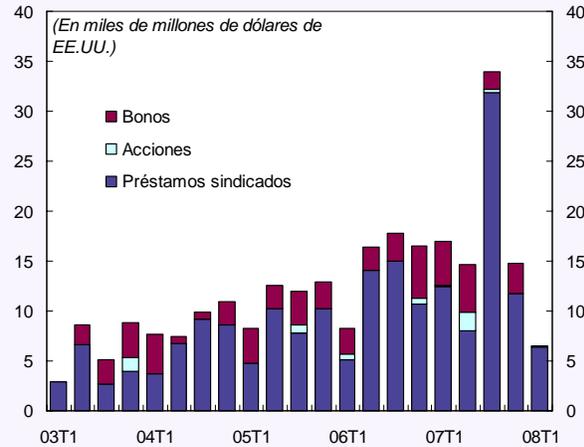
El rendimiento de bonos corporativos de alto riesgo ha subido desde julio pasado, pero en menor medida que el de instrumentos similares de EE. UU. . . .



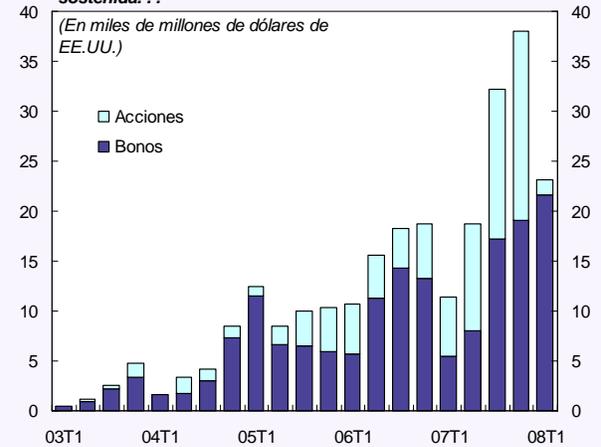
. . . y la volatilidad de los índices bursátiles en A.L. se ha elevado en comparación con la volatilidad de los índices bursátiles globales. 1/



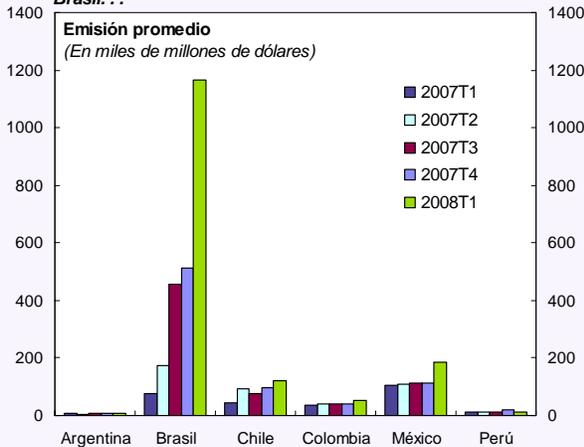
Mientras que la emisión privada transfronteriza se ha desacelerado. . .



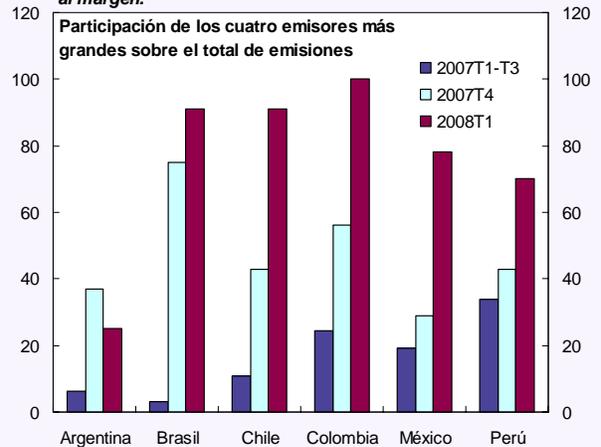
. . . la emisión local de bonos privados ha continuado de manera sostenida. . .



. . . pero impulsada por unas pocas emisiones de bonos en Brasil. . .



. . . mientras que emisores pequeños han preferido mantenerse al margen.



Fuentes: Credit-Suisse; Datastream; Dealogic ; y cálculos del personal técnico del FMI.

1/ El coeficiente beta es calculado por medio de la regresión de los retornos históricos del índice MSCI ALC en dólares contra los retornos históricos del índice MSCI mundial en dólares.

Recuadro 2.3. Vínculos entre los mercados de acciones de América Latina y de Estados Unidos durante ‘eventos extremos’ (*tail events*)

Históricamente, los precios de los activos financieros en América Latina han estado estrechamente vinculados con los de Estados Unidos. Aun así, es importante evaluar si el grado de respuesta de los mercados financieros en la región frente a perturbaciones financieras internacionales es mayor en períodos de turbulencia que en períodos de calma. La venta masiva de acciones en los mercados internacionales ocurrida en enero pasado, fue un claro recordatorio sobre cuán expuestos están los mercados financieros de la región a movimientos repentinos en el mercado financiero mundial.

En este análisis, se evalúa si el movimiento conjunto entre los rendimientos de las acciones en los mercados de América Latina y de Estados Unidos es más pronunciado en períodos de turbulencia (los denominados “tail events” o movimientos extremos de los mercados) que en períodos de calma, considerando datos comprendidos entre enero de 2003 y febrero de 2008. Los resultados muestran que el movimiento conjunto entre los mercados de acciones de Estados Unidos y de América Latina parece ser mayor en períodos de turbulencia financiera, es decir durante caídas significativas en los precios de las acciones. Los resultados también sugieren que el uso de métodos de estimación lineal para medir la correlación de los rendimientos de las acciones no resulta apropiado, ya que no toma en cuenta la naturaleza asimétrica de la transmisión de las perturbaciones entre mercados. Por ello, las medidas de correlación tradicionales tienden a subestimar la probabilidad de una fuerte caída en el precio de las acciones en la región como consecuencia de una caída abrupta en la bolsa de Estados Unidos².

Además, se obtienen los siguientes resultados:

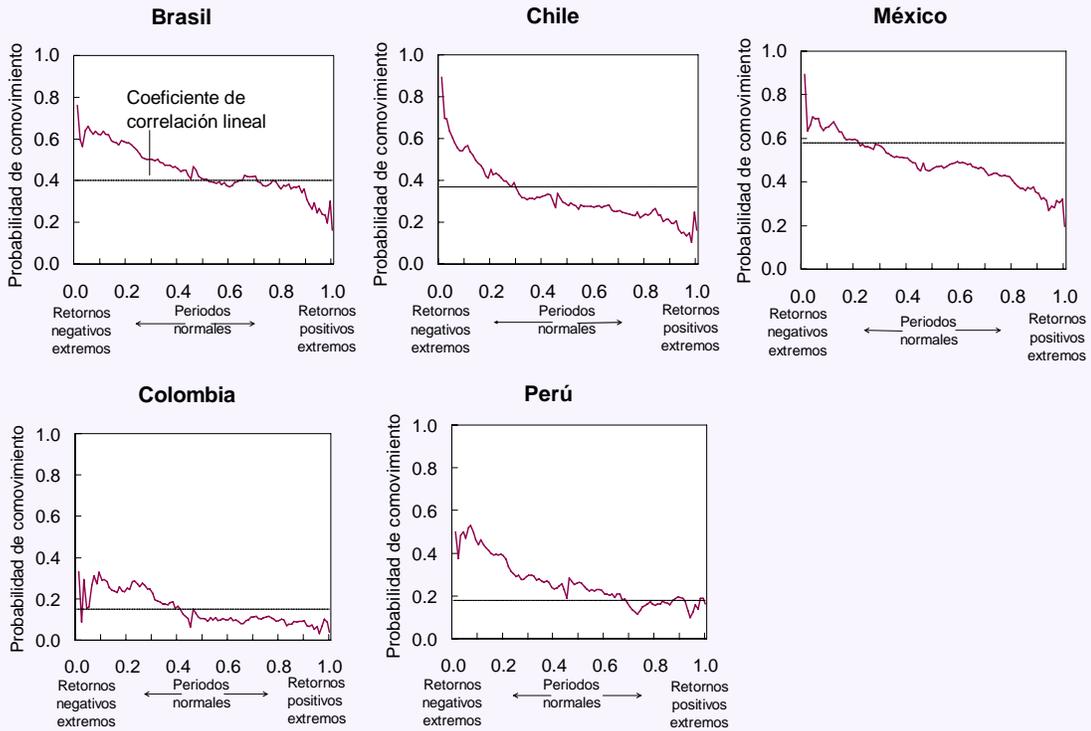
- Los mercados accionarios de América Latina reaccionan más fuertemente a una disminución de los precios de las acciones en Estados Unidos que a un aumento de dichos precios. Como se observa para cada uno de los países en el primer panel, la probabilidad de movimiento conjunto de los mercados bursátiles regionales con el de Estados Unidos (comprendida entre 0 y 1) aumenta considerablemente conforme los rendimientos cambian de positivos a negativos. En la mayoría de los países, la probabilidad más alta de comovimiento con Estados Unidos se observa en los percentiles más bajos de la distribución (cola izquierda de la distribución), que corresponden a períodos de retornos negativos extremos.
- Los indicadores de correlación tradicionalmente empleados tienden a subestimar los fuertes vínculos transfronterizos entre los mercados de acciones de América Latina y de Estados Unidos en períodos durante los que se producen importantes reducciones de los precios. Como se muestra en el primer panel, el coeficiente de correlación lineal (la línea negra horizontal en cada gráfico) de los precios de las acciones en América Latina con respecto a los de Estados Unidos se sitúa frecuentemente por debajo del grado de dependencia de los mercados observado en el extremo negativo de la distribución, especialmente en México, Chile, y Perú.

Nota. Este recuadro fue preparado por Andreas Jobst y Herman Kamil.

¹ Este análisis se basa en la teoría del valor extremo multivariado para calcular el comportamiento conjunto (colas asintóticas) de las realizaciones extremas (o “coexcedencia”) de los rendimientos en los distintos mercados (Coles *et al.*, 1999). La medida de probabilidad de movimiento conjunto es basada en la dependencia, por percentil, de eventos extremos que superan un valor umbral óptimo. Estos valores umbrales óptimos difieren según el extremo de la distribución de los rendimientos que se considere (positivo o negativo), y varían entre países, como se describe en Jobst (2007).

² Este resultado es consistente con el análisis de contagio entre mercados bursátiles en países emergentes durante 1987-2001 presentado en Chan-Lau *et al.* (2004). Estos autores encuentran que el uso de correlaciones simples como medida de contagio puede llevar a conclusiones erróneas.

Dependencia de los mercados de acciones de América Latina con el de Estados Unidos, 2003-08 1/

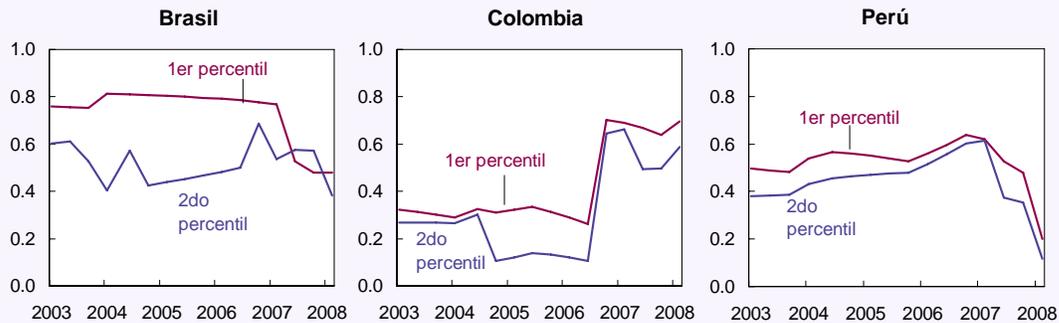


Fuentes: Bloomberg; y cálculos del personal técnico del FMI.

1/ La medida de dependencia no lineal está calculada sobre todo el periodo muestral, utilizando datos diarios de los retornos porcentuales del índice accionario de cada país latinoamericano (*MSCI Equity Index*) y el retorno del mercado accionario de Estados Unidos (*U.S. S&P 500 index*). El periodo muestral está comprendido entre 2/1/2003 y 29/2/2008, con 1,349 observaciones. La medida de dependencia está estimada en cada uno de los 100 percentiles, utilizando el método delta para estimar la significancia estadística de la medida *Chi-cuadrado* adaptada, tal como se describe en Jobst (2007).

Probabilidad de co-movimiento con Estados Unidos durante períodos de retornos negativos extremos

(Evolución de la medida de dependencia, 2003 – 2008)1/



Fuentes: Bloomberg; y cálculos del personal técnico del FMI.

1/ La medida de dependencia no lineal está calculada sobre intervalos móviles de un año, utilizando datos diarios de los retornos porcentuales del índice accionario de cada país latinoamericano (*MSCI Equity Index*) y el retorno del mercado accionario de Estados Unidos (*U.S. S&P500 index*). El periodo muestral está comprendido entre 2/1/2003 y 29/2/2008, con 1,349 observaciones. Las figuras muestran la evolución en el tiempo de la medida de dependencia correspondiente a los percentiles más extremos de la distribución conjunta de los retornos negativos accionarios.

- Considerando el período muestral en su conjunto (2003-2008), los mercados de acciones de Chile, México, y Brasil han sido los más sensibles a la ocurrencia de fuertes bajas en el mercado bursátil estadounidense. Los rendimientos del índice accionario en Perú y Colombia, por otro lado, han sido los menos susceptibles a los choques negativos en Estados Unidos en promedio durante el período. En los percentiles más bajos de la distribución de rendimientos (que corresponde a los “movimientos negativos extremos”), la probabilidad de movimiento conjunto ha sido de entre 0,3 y 0,5 en Colombia y Perú, frente a cerca de 0,9 en Chile y México.
- La probabilidad de observar una caída simultánea significativa en el precio de las acciones en las bolsas de Colombia y Estados Unidos, ha sido más alta desde mediados de 2006. Como se observa en el segundo panel (gráfico en página anterior), en los percentiles más bajos de la distribución de rendimientos (es decir, durante períodos poco frecuentes de rendimientos extremadamente negativos), los precios de las acciones de Colombia han tendido a reaccionar mucho más a los acontecimientos en Estados Unidos.
- Los mercados de acciones de Perú y Brasil, por otra parte, han mostrado una más baja “dependencia en los movimientos extremos” con Estados Unidos desde principios de 2007. En efecto, la transmisión de fuertes movimientos negativos de los precios de las acciones en Estados Unidos al mercado de valores de estos países se ha vuelto menos frecuente desde comienzos de 2007.

anteriores episodios de inestabilidad financiera. Como elemento positivo, se observa que el impacto se ha contenido gracias a la relativa fortaleza del sector bancario de la región, el cual goza de holgura en términos de liquidez y rentabilidad, y está bien capitalizado. El crecimiento de los depósitos internos y la obtención de crédito en el mercado local son dos fuentes importantes de fondeo que han financiado la expansión de la actividad bancaria, en tanto que las empresas han recurrido cada vez más al financiamiento que ofrecen los mercados de capitales a nivel local e internacional.

No obstante, se empieza a advertir cierto endurecimiento de las condiciones financieras externas, sobre todo en lo que atañe a la emisión de deuda del sector empresarial, ya que las inversiones en acciones y otras participaciones de capital se han desacelerado. Estas presiones sobre el costo del capital podrían exacerbarse si los precios de las acciones bajaran aun más. Por otro lado, pese a un aumento en la profundidad del sistema bancario y de los mercados de capital locales en años recientes, la capacidad de intermediación financiera de la región sigue siendo relativamente escasa comparada con los países industrializados. De esta manera, una

contracción crediticia mundial prolongada se traduciría en mayor debilidad de los mercados financieros locales.

Será importante reforzar la cooperación entre las autoridades regionales encargadas de la supervisión y sus homólogos en los países en los que se sitúan las principales filiales de bancos extranjeros. Esto ayudaría a comprender mejor la situación general de las corporaciones bancarias internacionales y mejoraría la capacidad de reacción de los supervisores latinoamericanos en el caso de que las casas matrices extranjeras se vean sometidas a mayores presiones financieras.

También es esencial contar con estándares eficaces para la divulgación y presentación de información financiera. La experiencia reciente de los países industriales demuestra que la incertidumbre sobre la posición financiera de los bancos puede tener un efecto generalizado en el funcionamiento incluso de los mercados de capital más desarrollados y líquidos. Los inversionistas tanto extranjeros como nacionales necesitan información fiable sobre la condición de las instituciones financieras que operan en la región para tomar decisiones adecuadas sobre cómo distribuir el portafolio de activos, particularmente durante períodos de tensión.

III. Los precios mundiales de las materias primas y la inflación en ALC

La inflación está aumentando en toda la región de ALC

Como se analizó en el capítulo 1, la reciente aceleración de la inflación pone en peligro el logro macroeconómico quizás más importante de la última década en la región: la reducción sostenida de la inflación a niveles de un dígito. En la región en su conjunto, la inflación general subió más de 1 punto porcentual en 2007 hasta llegar a 6,3%, y se prevé que se mantendrá por encima del 6% en 2008. Además, aunque la inflación subyacente permanece controlada en promedio, se revirtió su tendencia a la baja de los últimos cinco años. Si bien el aumento de la inflación fue generalizado en toda la región, existe una gran variación en las tasas de inflación observadas tanto en América Latina como en el Caribe (recuadro 3.1).

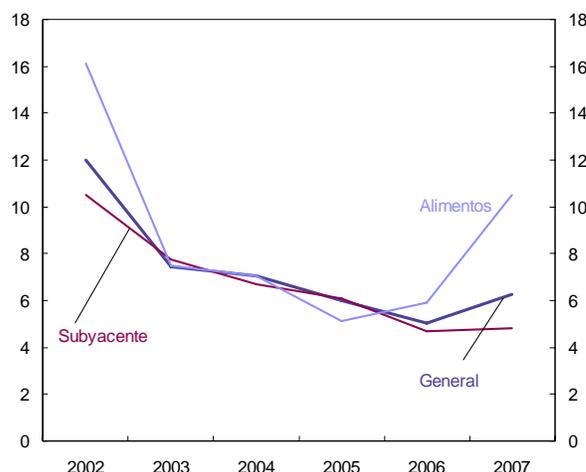
El alza de los precios internos de los alimentos, suscitada por los fuertes aumentos de los precios mundiales de las materias primas y por algunas disrupciones de la oferta local, ha sido considerada como un factor explicativo clave en el incremento de la inflación general. Efectivamente, la inflación de precios de los alimentos al consumidor aumentó considerablemente en la región, pasando de 6% al final de 2006 a más del 10% al final de 2007. Sin embargo, como varios bancos centrales han señalado, las presiones de demanda también son un factor importante que contribuye a la inflación. Tras cuatro años de pujante crecimiento económico, muchas economías de la región están operando a niveles cercanos o superiores a su capacidad productiva. Por último, las reacciones de política económica y la credibilidad pueden ser muy importantes para contener las expectativas inflacionarias y limitar los efectos “de segunda ronda” (*second round effects*) de un shock de precios.

	2007	Aumento desde 2006
Por debajo de 5 por ciento		
Brasil	4.5	1.3
Ecuador	2.9	0.1
El Salvador	4.9	0.0
México	3.8	-0.3
Perú	3.9	2.8
Entre 5 y 10 por ciento		
Argentina 2/	8.5	-1.4
Chile	7.8	5.3
Colombia	5.7	1.2
Guatemala	8.7	3.0
Honduras	8.9	3.6
Panamá	6.4	4.2
Paraguay	6.0	-6.5
Uruguay	8.5	2.1
Por encima de 10 por ciento		
Bolivia	11.7	6.8
Costa Rica	10.8	1.4
Nicaragua	16.9	7.4
Venezuela	22.5	5.5
América Latina y el Caribe 3/	6.3	1.2

Fuentes: Autoridades nacionales; y Haver Analytics.

1/ Tasas de fin de período, es decir, de diciembre a diciembre.
 2/ Basado en datos oficiales. Las estimaciones del sector privado son considerablemente mayores.
 3/ Ponderado por el PIB en función de la PPA.

Inflación en América Latina
(En variación porcentual de 12 meses) 1/



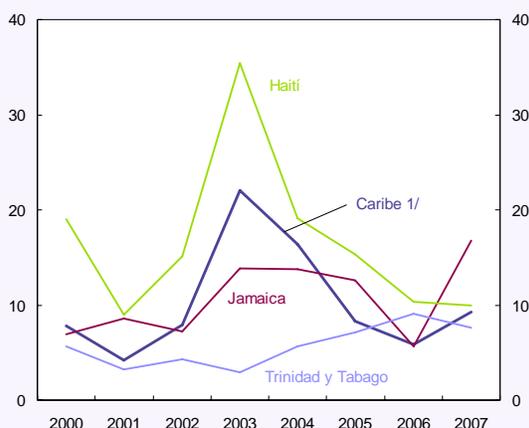
Fuente: *Perspectivas de la economía mundial*.
 1/ Ponderado por el PIB en función de la PPA.

Recuadro 3.1. Presiones inflacionarias en el Caribe

La inflación en el Caribe subió al 9% a fin de 2007, mientras que en 2006 fue del 6%. No obstante, la inflación en 2007 varió mucho de un país a otro: desde el 2,1% en Saint Kitts y Nevis hasta el 17% en Jamaica. La mayoría de los países en el Caribe tienen un tipo de cambio fijo con respecto al dólar de EE.UU., y las presiones sobre los precios internos obedecieron principalmente a la evolución en condiciones externas, incluido el aumento de los precios mundiales de los alimentos y los combustibles y la depreciación del tipo de cambio con respecto a monedas distintas del dólar. Las presiones sobre la demanda interna han sido considerables principalmente en Trinidad y Tobago.

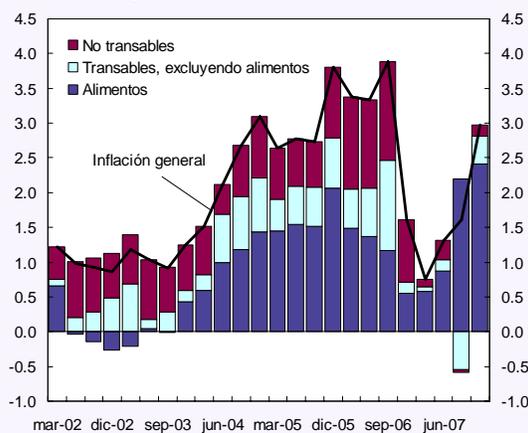
- La inflación se ha acelerado tanto en los países con regímenes de tipo de cambio fijo como variable debido a los movimientos cambiarios. En los países que aplican regímenes de tipo de cambio fijo, la depreciación del dólar de EE.UU. frente a las principales monedas ha afectado al costo de las importaciones no estadounidenses. En Jamaica, que ha mantenido un régimen de tipo de cambio flexible, la tasa de interés referencial fue reducida agresivamente en 2006, y el deterioro del entorno externo ha aumentado la presión sobre el dólar de este país, el cual casi duplicó su ritmo de depreciación con respecto al dólar de EE.UU. durante el segundo semestre de 2007.
- Los altos precios de los combustibles también están causando presiones inflacionarias en algunos países, mientras que en otros el traspaso de estos aumentos a los precios internos ha sido limitado. Por ejemplo, el alza mundial de los precios de los combustibles se trasladó íntegramente a los consumidores en Dominica y Jamaica. Este último país experimentó un incremento del componente del IPC correspondiente al transporte y el combustible de 21% desde finales de 2006. Por otra parte, cálculos del personal técnico del FMI sugieren que los coeficientes de traspaso se mantienen bajos en varios países de la ECCU, y los precios al consumidor de los combustibles no han variado en Trinidad y Tobago.
- Los precios en los países del Caribe han aumentado principalmente en el sector de bienes transables, especialmente alimentos.

Inflación en el Caribe
(En variación porcentual de 12 meses)



Fuente: *Perspectivas de la economía mundial*.
1/ Ponderado por el PIB en función de la PPA. Incluye Antigua y Barbuda, Las Bahamas, Barbados, Dominica, la República Dominicana, Granada, Guyana, Haití, Jamaica, Saint Kitts y Nevis, Santa Lucía, San Vicente y las Granadinas, y Trinidad y Tobago.

ECCU: Contribución a la inflación general, 2002-07
(Porcentaje) 1/



Fuentes: Banco Central del Caribe Oriental; y cálculos del personal técnico del FMI.
1/ Transables en ECCU comprende alimentos, bebidas alcohólicas y tabaco, combustibles, vestuario y calzado, y artículos para el hogar; no transables comprende servicios médicos, educación, servicios personales, servicios públicos, y otros.

Nota: Este recuadro fue preparado por Evridiki Tsounta y Christina Daseking.

- No obstante, cabe mencionar algunos factores idiosincrásicos. En Jamaica, el aumento de la inflación en 2007 al triple del nivel alcanzado en 2006 obedece, en parte, a shocks de oferta como consecuencia del huracán Dean y de las inundaciones causadas por las fuertes lluvias. La introducción del IVA en 2007 en Antigua y Barbuda y en San Vicente y las Granadinas también tuvo efectos excepcionales en el nivel del IPC. Las presiones inflacionarias en Trinidad y Tobago, uno de los principales países exportadores de energía, se derivan de los aumentos de la demanda relacionados con el rápido crecimiento del gasto público.

En este capítulo se examina qué parte del aumento de la inflación puede ser atribuible a factores externos y qué parte se explica por otros factores. El análisis empírico, basado en datos de la última década en la mayoría de los casos, busca separar los efectos inflacionarios derivados del aumento de los precios mundiales de las materias primas, de los efectos producidos por la pujanza del crecimiento económico y otras variables, entre ellas la inercia de la inflación y las variables de política monetaria. Posteriormente se examina la transmisión de las perturbaciones a los precios externos y el nivel de actividad sobre la inflación subyacente y las expectativas inflacionarias. El análisis se basa en la experiencia en cinco países de América Central, y en cinco de las mayores economías que aplican regímenes de metas de inflación¹².

Los resultados indican que los shocks a los precios mundiales de las materias primas han tenido típicamente un efecto importante sobre la inflación en toda la región. Tomando como base las relaciones históricas, las variaciones de los precios mundiales de las materias primas han explicado cerca del 30% de las variaciones de la inflación general. Si las relaciones pasadas continúan siendo certeras, el alza de los precios internacionales de los alimentos y de los combustibles ocurrida en 2007, de casi el 30% y el 50%, respectivamente, habrían elevado la inflación general en 1–1½ puntos porcentuales, en

¹² Los países incluidos son Costa Rica, El Salvador, Guatemala, Honduras y Nicaragua, en América Central, y Brasil, Chile, Colombia, México y Perú entre los que aplican metas de inflación.

promedio, en los países analizados. También se encuentran indicios de que los aumentos de precios de las materias primas tienden a afectar la inflación subyacente y la inflación esperada.

Sin embargo, el análisis indica que los factores internos son habitualmente los principales motores de la inflación. Es de destacar, además, que parecen existir efectos diferentes entre los grupos de países, los cuales pudieran depender del régimen de política monetaria adoptado. En los países que aplican estrategias de metas de inflación, la inflación parece converger con más rapidez hacia su tendencia después de un shock. Esto indicaría que la aplicación de metas de inflación que sean creíbles genera valiosos beneficios. Asimismo, en estos países donde la inflación generalmente ha estado más controlada, el análisis muestra que las variables de política económica (la tasa de interés de referencia y el tipo de cambio) ejercen una mayor influencia sobre los cambios de la inflación que en otros países. Por último, en varios países, la evidencia econométrica indica que el exceso de demanda también ejerce una presión independiente al alza en los precios al consumidor.

Análisis de los factores que impulsan la inflación

Para separar los efectos que producen los distintos factores externos e internos sobre la inflación, estimamos un modelo de vectores autorregresivos (VAR)¹³. El método permite captar la interacción

¹³ Estos modelos han sido ampliamente utilizados en estudios que analizan la reacción de la inflación ante los shocks de
(continúa)

entre los precios al consumidor y los diversos factores internos (como la actividad económica y las variables de política económica) y los precios externos de las materias primas de alimentos y combustibles. El modelo puede ayudar a captar, en particular, los efectos directos del aumento de precios de las materias primas, así como los efectos indirectos, asociados con el hecho de que los alimentos y los combustibles constituyen insumos para la producción de otros bienes.

El modelo se basó en datos mensuales de las variaciones de los precios mundiales de materias primas de alimentos y combustibles (en dólares de EE.UU.); una medida de la actividad económica real (PIB o producción industrial); tipos de cambio efectivos nominales; agregados monetarios en América Central y tasas de interés de referencia en los países que utilizan metas de inflación (en niveles); e inflación general e inflación subyacente (la inflación general, deducida la inflación de precios al consumidor de los alimentos y combustibles). La muestra corresponde al período 1996–2007 en el caso de América Central, y al período de aplicación de la estrategia de metas de inflación en el caso de los demás países (salvo Brasil, país para el que la muestra abarca el período 2002–07)¹⁴.

Además de examinar la contribución relativa a la inflación de los precios de las materias primas y

precios de las materias primas y las fluctuaciones del tipo de cambio. Varios estudios recientes se han centrado particularmente en los shocks de precios del petróleo. Véase, por ejemplo, De Gregorio, Landerretche y Neilson (2007); Pincheira y García (2007); Blanchard y Galí (2007); y Mishkin y Schmidt-Hebbel (2007). No obstante, en vista de que el auge de los precios mundiales de los alimentos es más reciente, pocos estudios han examinado este aspecto en forma detallada. En FMI (2007) se incluye un análisis de VAR correspondiente a algunos países.

¹⁴ Muchos de estos países han tenido períodos con estructuras económicas y regímenes de política económica muy diferentes. Para elegir la muestra adecuada, se examina la existencia de cambios estructurales con pruebas de Chow usando muestras móviles. Estas pruebas detectaron un quiebre estructural en Brasil después de 2002, pero ningún quiebre estructural en los otros países durante el período considerado.

otros factores, analizamos la respuesta de la inflación ante shocks imprevistos y que ocurren por única vez. Nos centramos particularmente en los shocks a tres variables: inflación mundial de los alimentos, inflación mundial de los combustibles y crecimiento de la actividad económica interna. Los impulsos-respuesta obtenidos ilustran la reacción de la inflación ante estos shocks e indican no sólo su efecto directo, sino también el efecto indirecto que ejercen sobre otras variables endógenas incluidas en el modelo, como las tasas de interés de referencia y los tipos de cambio.

Inflación general

Los shocks a los precios externos de las materias primas son relevantes

Los resultados sugieren que el aumento de los precios mundiales de las materias primas efectivamente afecta a la inflación general.

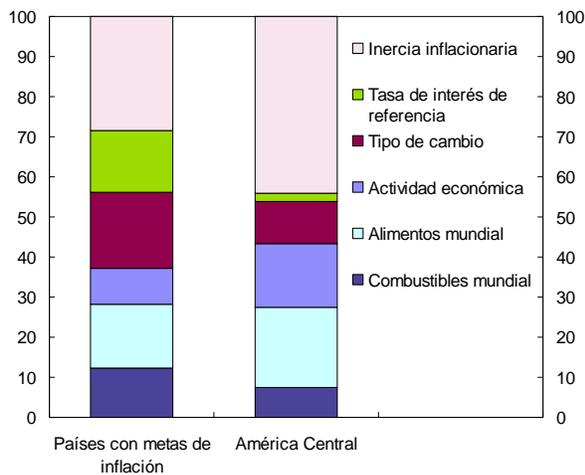
- Las variaciones de los precios mundiales de las materias primas suelen explicar cerca del 30% de la variación de la inflación general, correspondiendo a los precios mundiales de los alimentos un rol mucho más importante que el que desempeñan los precios mundiales de los combustibles.
- Los shocks de precios externos de alimentos se traducen en un efecto positivo y significativo sobre la inflación general en los diez países. Los resultados parecen indicar que el aumento del 30% en los precios mundiales de los alimentos observado desde 2006 habría elevado las tasas anuales de inflación general en un promedio de 1 punto porcentual, tomando como base las relaciones históricas. Esto parece consistente con el hecho de que la inflación en la región sólo aumentó 1,2 puntos porcentuales, aun cuando la inflación de precios de las materias primas subió más del doble. En general, en los países de América Central

el efecto de traspaso de los precios externos de alimentos a la inflación interna fue mayor que en los países que aplican metas de inflación. Los resultados también parecen indicar que en reacción al shock, la inflación general se eleva a su nivel máximo en un plazo de seis meses. Sin embargo, para que el impacto se disipe totalmente, deben pasar de uno a dos años.

- Los precios mundiales de los combustibles han producido efectos estadísticamente significativos pero menores que los de los precios mundiales de los alimentos. Los resultados parecen indicar que el aumento de 50% que registraron los precios mundiales de los combustibles desde 2006 habrían elevado el nivel general de inflación en la región en alrededor de 0,3 puntos porcentuales.

Se observa claramente que el efecto de traspaso de los precios internacionales a los precios internos es incompleto, y existen varias explicaciones para ello (recuadro 3.2).

Contribución a la variación en la inflación
(Luego de 24 meses; porcentaje)



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

Los factores internos también importan

El análisis econométrico indica que los shocks de precios de las materias primas distan mucho de explicar toda la variación de la inflación. De hecho, los factores internos parecen ejercer una influencia más importante sobre las presiones inflacionarias.

- La inflación general se ve afectada por la actividad económica. Los efectos son positivos en todos los países que aplican metas de inflación (salvo Perú), y en Nicaragua y El Salvador.
- El modelo también examinó el efecto de las medidas de política económica sobre la inflación. En este caso existen diferencias entre los países que aplican metas de inflación y los demás países de la muestra. En los primeros, los tipos de cambio explican una mayor proporción de la variación en la inflación general, consistente con el hecho de que sus regímenes cambiarios son más flexibles.

Respuesta de la inflación general a diferentes shocks

(Máximo impacto dentro de un horizonte de 12 meses; puntos porcentuales) 1/

	Precios mundiales		Nivel de Actividad
	Combustibles	Alimentos	
Países que aplican estrategias de metas de inflación			
Brasil	0.7 **	2.1 **	0.6 ***
Chile	0.6 ***	0.6 ***	0.1 *
Colombia	0.3 ***	0.4 **	0.1 ***
México	-0.1	0.4 **	0.2 ***
Perú	0.3 ***	0.7 ***	0.0
América Central			
Costa Rica	0.2 **	0.6 ***	-0.2 ***
El Salvador	0.3 **	1.2 ***	0.3 *
Guatemala	0.3 ***	0.7 ***	-0.6 ***
Honduras	0.5 ***	1.3 ***	-0.7 ***
Nicaragua	-0.5 **	0.9 **	1.4 ***
<i>Ítems de memorando</i>			
Promedio	0.3	0.9	0.1
Países con metas de inflación	0.4	0.8	0.2
América Central	0.2	0.9	0.0

Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

1/ Tamaño del shock: 50 puntos porcentuales en combustibles; 30 en alimentos; y 5 en actividad.

*** Indica significancia estadística en el nivel de 95 por ciento; ** 90 por ciento; y * 75 por ciento.

Recuadro 3.2. Efectos de los precios mundiales de las materias primas sobre los precios internos

El auge del crecimiento en las economías emergentes de Asia, así como factores geopolíticos, ha generado un rápido incremento en los precios mundiales de los alimentos y los combustibles, sobre todo en 2007.

En el curso de 2007, el índice de precios de las materias primas de alimentos construido por el FMI se elevó, en promedio, un 30%, tras registrar un aumento inferior al 15% en 2006. En el caso de algunos productos básicos importantes para América Latina, como el trigo y los aceites vegetales, el aumento fue aun más pronunciado. En cuanto a los combustibles, los precios mundiales subieron 45% durante 2007. No obstante, el aumento de los componentes internos del IPC de combustibles y alimentos ha sido mucho menor que el de los precios mundiales de las materias primas.

El traspaso de los precios mundiales a los precios internos es menor y más complejo de lo que parece a simple vista debido a varios factores:

- Primero, el impacto del aumento de los precios mundiales sobre los precios al consumidor está limitado por la ponderación de las materias primas en las canastas de consumo interno. En el caso de Brasil, por ejemplo, aproximadamente el 35% de la canasta de consumo de alimentos está compuesto por artículos cuyos precios dependen del mercado internacional. Dado que los alimentos tienen una ponderación inferior al 22% en la canasta de consumo general, un aumento en los precios mundiales de los alimentos de 10 puntos porcentuales se traduciría en un aumento del nivel general de inflación de apenas 0,7 puntos porcentuales.
- Otros factores pueden separar aun más los precios mundiales de las materias primas de los precios al consumidor. Las materias primas son sólo un insumo en la producción de alimentos y combustibles para el mercado interno¹. Si los costos locales son elevados, incluso un aumento sustancial del precio de un insumo importado podría tener un efecto pequeño sobre los precios². Por consiguiente, las variaciones en el costo de materias primas pueden ser absorbidas por varios márgenes que dependen de cada país y sector. Además, las políticas tributarias y las regulaciones pueden crear una brecha entre los precios internacionales y los precios internos. Por último, otros factores internos—como las políticas económicas o los shocks de oferta—pueden amplificar o mitigar el impacto del aumento de precios de las materias primas. Por ejemplo, una apreciación del tipo de cambio o una contracción monetaria amortiguaría el efecto de traspaso, mientras que condiciones climatológicas desfavorables, como las que experimentaron varios países, producirían el efecto contrario.

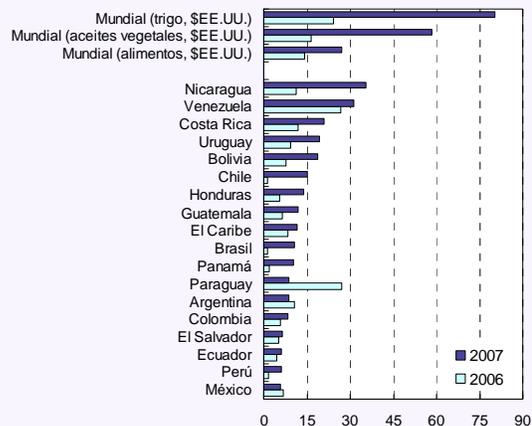
Nota: Este recuadro fue preparado por Ana Corbacho.

¹ Por ejemplo, los cereales constituyen menos del 5% del precio del pan.

² Goldberg y Verboven (2001), Hellerstein (2006) y Nakamura (2008) documentan la importancia de los costos locales.

Inflación en precio de los alimentos en América Latina

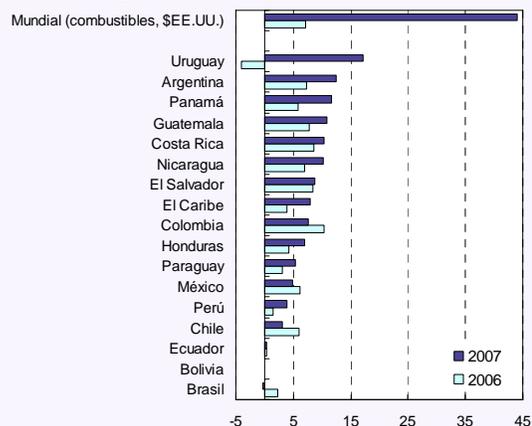
(Porcentaje; fin de período)



Fuentes: Autoridades nacionales; *Perspectivas de la economía mundial*; y Haver Analytics.

Inflación en precio de los combustibles en América Latina

(Porcentaje; fin de período)^{1/}



Fuentes: Autoridades nacionales; *Perspectivas de la economía mundial*; y Haver Analytics.

^{1/} La composición del índice de precios de los combustibles varía considerablemente por país. En algunos casos, incluye sólo gasolina y otros productos de energía; en otros, incluye transportes y otros servicios.

Asimismo, las tasas de interés referencial desempeñan una función mucho más importante; y la inercia de la inflación es mucho menor que en América Central. Esto indica que la aplicación de metas de inflación creíbles podría ayudar a contener el impacto de los shocks inflacionarios, promoviendo una convergencia más rápida hacia la tendencia.

En resumen, los resultados parecen indicar que los shocks de precios mundiales de materias primas, especialmente de los alimentos, producen un efecto considerable sobre la inflación, aunque los factores internos, notablemente los regímenes de política monetaria, comúnmente resultan más importantes. La magnitud general de la reacción de la inflación ante los distintos tipos de shocks difiere de un país a otro por varias razones, entre ellas las estructuras económicas y del consumo, así como las reacciones de la política económica (recuadro 3.3).

Propagación hacia la inflación subyacente y la inflación esperada

Existe evidencia de que las variaciones de los precios internacionales de las materias primas también se transmiten a la inflación subyacente. El efecto de los shocks mundiales de precios de los combustibles es significativo y positivo en la mayoría de los países, y el impacto en la inflación subyacente es casi tan importante como en la inflación general. La propagación de las variaciones de los precios mundiales de los alimentos hacia la inflación subyacente no es tan fuerte, con un impacto medio equivalente a un tercio del impacto sobre la inflación general. La mayor repercusión de los shocks mundiales de los combustibles probablemente obedece a que los combustibles se utilizan como insumo en la producción interna de un conjunto más amplio de bienes que los bienes alimentarios que se comercian a escala mundial.

Mientras las expectativas de inflación se encuentren bien ancladas, las autoridades

Respuesta de la inflación subyacente a diferentes shocks

(Máximo impacto dentro de un horizonte de 12 meses; puntos porcentuales) 1/

	Precios mundiales	
	Combustibles	Alimentos
Países que aplican estrategias de metas de inflación		
Brasil	0.6 **	1.2 **
Chile	0.1 *	0.4 ***
Colombia	0.2 **	0.3 **
México	0.1 ***	-0.1 *
Perú	0.5 ***	-0.2 *
América Central		
Costa Rica	0.1 *	0.3 **
El Salvador	0.2 ***	0.2 **
Guatemala	-0.2 ***	-0.1 *
Honduras	-0.2 **	0.2 **
Nicaragua	0.6 ***	0.5 ***
<i>Ítems de memorando</i>		
Promedio	0.2	0.3
Países con metas de inflación	0.3	0.3
América Central	0.1	0.2

Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

1/ Tamaño del shock: 50 puntos porcentuales en combustibles; 30 en alimentos; y 5 en actividad.

*** Indica significancia estadística en el nivel de 95 por ciento; ** 90 por ciento; y * 75 por ciento.

económicas tal vez no deseen tomar medidas para contrarrestar shocks externos de precios de las materias primas que generan un aumento temporal de la inflación. No obstante, las expectativas de inflación parecen haberse visto afectadas por el reciente aumento de la inflación, al menos en el horizonte de los próximos 12 meses. Desde mediados de 2007, las expectativas de inflación para el final de 2008 se han deteriorado en toda la región, aunque las últimas encuestas, correspondientes a febrero de 2008, muestran cierta moderación en unos pocos países.

Expectativas de inflación para el fin de 2008 (Porcentaje)

	jun-07	sep-07	dic-07	ene-08	feb-08
Bolivia	7.2	11.4	14.0	12.5	12.9
Brasil	3.9	4.1	4.1	4.3	4.4
Chile	3.0	3.3	3.6	4.0	3.8
Colombia	4.5	4.7	4.9
Costa Rica	7.6	7.6	8.8	9.4	9.4
Guatemala	6.5	6.8	7.6	7.9	7.9
Honduras	...	7.2	8.2	8.2	9.6
México	3.6	3.5	3.9	3.9	3.8
Paraguay	8.5	7.5	9.9	9.4	8.5
Perú	...	1.8	2.8	3.0	3.6
Uruguay	6.4	6.7	7.0	6.5	6.4

Fuentes: Base de datos Revelación de Expectativas en Latinoamérica (REVELA) del Banco Interamericano de Desarrollo (BID); y Banco de Guatemala.

Recuadro 3.3. ¿Qué puede explicar la diferente respuesta de la inflación en los distintos países?

En la mayoría de los países, el aumento de los precios mundiales de los alimentos ha producido un efecto significativo sobre la inflación, mientras que el impacto de los shocks mundiales de los combustibles y la actividad económica ha sido más desigual. De cualquier manera, los factores internos, incluyendo los regímenes de política monetaria, explican la mayor parte de la variación de la inflación. La magnitud de la respuesta de la inflación ante distintos shocks difiere de un país a otro por varias razones:

- *Canastas de consumo.* La distinta composición de la canasta del IPC explica algunas de las diferencias entre los países. En particular, la composición del subíndice de combustibles varía mucho entre países, ya que hay países que incluyen el transporte y otros servicios, y países que consideran únicamente a la gasolina y los productos energéticos.
- *Intensidad energética.* A medida que las economías se vuelven menos dependientes de la energía, y los combustibles representan una proporción más baja de los costos totales, será menor el efecto de un shock de los precios de los combustibles sobre la inflación. Por ejemplo, Mwase y Meredith (de próxima publicación) presentan evidencia de que la intensidad de uso de petróleo está cayendo en la mayoría de los países de la región.
- *Regímenes regulatorios e impositivos.* Los países han puesto en práctica mecanismos institucionales o de facto de estabilización de los precios, tales como impuestos anticíclicos, fondos de estabilización o administración anticíclica de las reservas estratégicas de combustibles. En estos casos, los precios internos de los combustibles no reflejarían la volatilidad de los precios internacionales. Los países también han tomado medidas de política para mitigar el impacto del aumento de los precios mundiales de los alimentos, que han variado desde cambios en impuestos hasta restricciones a las exportaciones y aumentos de precios.
- *Reacción de las autoridades monetarias.* Cuando se espera que un banco central luche decididamente contra los shocks, la inflación tiende a responder menos frente a grandes variaciones de los precios mundiales. Consistente con esta proposición, Mishkin y Schmidt-Hebbel (2007) deducen que el impacto de los shocks petroleros sobre la inflación ha disminuido en períodos posteriores a la aplicación de estrategias de metas de inflación.
- *Entorno de baja inflación.* Cuando la inflación es baja, los precios cambian con menor frecuencia. El efecto de traspaso tiende a ser mayor en países con alta inflación. Asimismo, a medida que las expectativas de inflación se acercan al objetivo de inflación, los incentivos para que los precios varíen ante un shock de la oferta también son menores.
- *Tipos de cambio flexibles.* Los tipos de cambio flexibles pueden ayudar a absorber los shocks externos sin mayores efectos sobre la economía interna, particularmente en un contexto de estabilidad de la inflación, como han sugerido varios estudios recientes¹.

Composición del IPC alimentos y combustibles, 2007
(En porcentaje)

	Alimentos		Combustibles	
	Ponderación	Composición	Ponderación	Composición
Países que aplican metas de inflación				
Brasil	21.7	Alimentos y bebidas	5.0	Combustibles
Chile	27.2	Alimentos	12.2	Transporte público y privado
Colombia	29.5	Alimentos	1.1	Combustibles
México	22.7	Alimentos	3.8	Combustibles
Perú	47.5	Alimentos y bebidas	2.5	Gasolina y aceites lubricantes
América Central				
Costa Rica	18.6	Alimentos y bebidas sin alcohol	18.2	Combustibles, transporte público, pasajes aéreos, y mantenimiento de vehículos
El Salvador	33.5	Alimentos	10.3	Transportes
Guatemala	38.8	Alimentos y bebidas sin alcohol	10.9	Combustibles, transportes, pasajes aéreos, y comunicaciones
Honduras	31.8	Alimentos y bebidas sin alcohol	28.3	Combustibles, transportes, rentas, servicios de agua, electricidad, y gas
Nicaragua	41.8	Alimentos y algunas bebidas con alcohol	10.5	Combustibles, transportes, comunicaciones, servicios de agua y electricidad

Fuentes: Autoridades nacionales; y Haver Analytics.

Nota: Este recuadro fue preparado por Ana Corbacho.

¹ Ver, por ejemplo, Taylor (2000), Choudhri y Hakura (2006), Gagnon y Ihrig (2001), y Hooker (2002).

En el caso de los países que aplican metas de inflación, para los cuales se dispone de series de tiempo más largas de las expectativas de inflación, también estimamos la reacción de la inflación esperada ante un shock en la inflación general

Respuesta de la inflación esperada a un shock en la inflación general (Máximo impacto dentro de un horizonte de 12 meses; puntos porcentuales) 1/	
Brasil	0.3 ***
Chile	0.1 ***
Colombia	0.1 ***
México	0.1 ***

Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.
1/ Tamaño del shock: 1 punto porcentual en la inflación general actual.
*** Indica significancia estadística en el nivel de 99 por ciento.

observada. Los resultados parecen indicar que un aumento de 1 punto porcentual en la inflación observada tendería a guardar relación con un aumento de la inflación esperada de aproximadamente 0,1 a 0,3 puntos porcentuales, al menos para los siguientes 12 meses.

Conclusiones

Los shocks de los precios mundiales de las materias primas han producido un efecto importante sobre la inflación general en la región y podrían estar propagándose hacia la inflación subyacente y esperada. En la mayoría de los países, la inflación externa de los alimentos ha desempeñado un rol más destacado que el aumento de los precios mundiales de los combustibles. Esto se ha debido, entre otros factores, al mayor peso de los alimentos en la canasta de consumo, así como a políticas activas para suavizar el impacto del aumento de los precios internacionales de los combustibles. La propagación estimada hacia la inflación subyacente y la inflación esperada indica que existe un riesgo de que estos shocks sobre los precios de las materias primas exacerben las presiones inflacionarias. En varios países, también existe evidencia de que excesos de demanda han ejercido una presión al alza sobre los precios al consumidor.

Sin embargo, una conclusión clave del análisis es que los regímenes de política monetaria pueden tener un efecto importante sobre la inflación, incluso cuando los shocks se originan en los precios externos de las materias primas. El rol de la inercia, sobre todo en contextos de inflación alta, ilustra los beneficios de salvaguardar la favorable reducción que registró la inflación en la región en los últimos años.

No obstante, los gobiernos de muchos países enfrentan desafíos para atender los fuertes aumentos de precios de los alimentos registrados en los últimos meses. Los resultados sugieren que, al menos con base en lo ocurrido en el pasado, el aumento de precios en los mercados de materias primas impulsado por fuerzas mundiales, sólo explica una parte de este aumento. En varios países, los shocks relacionados con factores climáticos también han afectado la oferta interna de alimentos y han elevado los precios. También es posible, sin embargo, que la velocidad y dirección de las pronunciadas variaciones recientes de los precios mundiales de los alimentos hayan alterado el efecto de traspaso a los precios internos de una manera que el modelo aún no puede captar.

En el futuro, las tendencias mundiales, como el pujante aumento de la demanda en las economías emergentes y el creciente uso de biocombustibles, llevan a pensar que las presiones internacionales sobre los alimentos y la energía pueden continuar. Los mercados de futuros indudablemente muestran precios elevados. Si bien a corto plazo los productores podrían absorber un aumento de los costos de las materias primas comprimiendo los márgenes de rentabilidad, es más probable que ajusten los precios al consumidor de ocurrir un incremento persistente en los precios de las materias primas. En este caso, la dinámica de la inflación en la región podría verse afectada aun más si los shocks de precios mundiales continúan, y la inflación podría mantenerse elevada por un período prolongado.

¿Cómo debería responder la política monetaria? Las presiones sobre los precios de los alimentos provenientes de shocks de oferta deberían ser temporales, siempre que las autoridades de política económica actúen para mitigar los efectos de segunda ronda. Estas consideraciones y el análisis empírico indican que la política monetaria debería tratar de contener las presiones inflacionarias originadas por un aumento de los precios mundiales de los alimentos y los combustibles.

Permitir que el tipo de cambio se aprecie en sintonía con las fuerzas del mercado ayudaría a aliviar las presiones inflacionarias. Naturalmente, la respuesta adecuada dependerá, entre otros factores, de la trayectoria que haya seguido en el pasado la gestión de las políticas, la intensidad de los efectos de segunda ronda, el grado de vulnerabilidad financiera, y el nivel de integración con la economía internacional.

Principales Indicadores Económicos

	Crecimiento del producto (variación anual, porcentaje)						Inflación (fin del período, porcentaje) 1/						Cuenta corriente externa (porcentaje del PIB)						
	1995- 2004 Prom.	2005	2006	2007 Est.	2008 Proy.	2009 Proy.	1995- 2004 Prom.	2005	2006	2007 Est.	2008 Proy.	2009 Proy.	1995- 2004 Prom.	2005	2006	2007 Est.	2008 Proy.	2009 Proy.	
	América del Norte 2/	3.1	3.1	3.0	2.3	0.7	0.8	3.4	3.3	2.6	4.0	2.1	2.2	-3.0	-5.1	-5.2	-4.5	-3.8	-3.7
Estados Unidos	3.1	3.1	2.9	2.2	0.5	0.6	2.5	3.4	2.6	4.1	2.0	2.1	-3.3	-6.1	-6.2	-5.3	-4.3	-4.2	
Canadá	3.3	3.1	2.8	2.7	1.3	1.9	1.9	2.2	1.3	2.5	1.8	2.0	0.8	2.0	1.6	0.9	-0.9	-1.2	
México	2.7	2.8	4.8	3.3	2.0	2.3	15.5	3.3	4.1	3.8	3.5	3.0	-2.0	-0.7	-0.3	-0.8	-1.0	-1.6	
América del Sur 2/	2.4	5.2	5.6	6.4	5.2	4.1	10.4	6.8	5.3	6.9	7.3	7.3	-1.5	2.8	2.8	1.5	0.3	-0.3	
Argentina	1.3	9.2	8.5	8.7	7.0	4.5	4.9	12.3	9.8	8.5	9.0	9.0	-0.5	2.0	2.5	1.1	0.4	-0.5	
Bolivia	3.3	4.0	4.6	4.2	4.7	5.0	5.0	4.9	4.9	11.7	16.0	14.0	-3.8	6.5	11.7	13.3	12.3	8.6	
Brasil	2.5	3.2	3.8	5.4	4.8	3.7	8.6	5.7	3.1	4.5	4.5	4.5	-2.4	1.6	1.3	0.3	-0.7	-0.9	
Chile	4.8	5.7	4.0	5.0	4.5	4.5	4.2	3.7	2.6	7.8	4.2	3.0	-1.8	1.1	3.6	3.7	-0.5	-1.3	
Colombia	2.2	4.7	6.8	7.0	4.6	4.5	12.0	4.9	4.5	5.7	5.0	4.0	-2.4	-1.5	-2.1	-3.8	-4.9	-4.3	
Ecuador	2.8	6.0	3.9	1.9	2.9	4.1	31.4	3.1	2.9	2.9	3.3	3.3	-1.8	0.8	3.6	3.3	5.2	3.9	
Paraguay	1.5	2.9	4.3	6.4	4.0	4.5	8.9	9.9	12.5	6.0	5.0	3.0	-1.7	0.6	-1.2	1.5	1.0	0.4	
Perú	3.6	6.7	7.6	9.0	7.0	6.0	4.9	1.2	1.1	3.9	3.5	2.5	-3.7	1.4	2.8	1.6	-0.2	-0.3	
Uruguay	0.9	6.6	7.0	7.0	6.0	4.0	14.0	4.9	6.4	8.5	7.0	5.0	-1.1	0.0	-2.4	-0.8	-1.7	-0.8	
Venezuela	1.3	10.3	10.3	8.4	5.8	3.5	35.1	14.4	17.0	22.5	29.0	33.0	6.5	17.7	14.7	9.8	7.2	5.0	
América Central 2/	3.7	4.7	6.3	6.5	4.7	4.6	7.5	8.0	6.0	8.6	6.9	5.7	-4.7	-5.0	-4.9	-6.8	-7.6	-7.6	
Costa Rica	4.3	5.9	8.8	6.8	4.1	4.0	12.4	14.1	9.4	10.8	8.0	6.0	-3.9	-5.2	-4.9	-5.8	-6.6	-6.1	
El Salvador	3.0	3.1	4.2	4.7	3.0	3.4	4.0	4.3	4.9	4.9	4.9	4.0	-2.3	-4.2	-3.8	-4.8	-5.8	-5.3	
Guatemala	3.4	3.3	5.2	5.7	4.8	4.5	7.4	8.6	5.8	8.7	6.2	5.8	-5.2	-4.5	-5.0	-5.0	-5.5	-5.4	
Honduras	3.7	6.1	6.3	6.3	4.8	4.6	13.4	7.7	5.3	8.9	9.0	7.9	0.3	-3.0	-4.7	-10.0	-9.5	-9.0	
Nicaragua	4.3	4.3	3.9	3.7	4.0	4.2	8.5	9.6	9.5	16.9	9.5	7.5	-20.4	-14.1	-13.2	-17.3	-24.8	-24.4	
Panamá	4.4	7.2	8.7	11.2	7.7	7.2	0.9	3.4	2.2	6.4	6.5	4.8	-5.3	-4.9	-3.2	-8.0	-7.8	-9.8	
El Caribe 2/	4.0	6.0	7.8	5.7	4.4	3.8	10.3	8.4	6.0	9.0	7.4	5.2	-3.4	0.0	-0.8	-2.5	-2.6	-2.3	
Las Bahamas	3.3	2.5	3.4	3.1	4.0	3.8	1.7	1.2	2.3	2.6	2.4	2.2	-10.1	-14.3	-25.3	-21.9	-18.5	-13.8	
Barbados	2.2	4.1	3.9	4.2	2.7	2.5	2.5	7.4	5.6	5.7	2.3	2.0	-4.0	-12.5	-8.1	-6.8	-7.5	-7.5	
Belice	5.5	3.1	5.6	2.2	3.0	2.3	1.8	4.2	3.0	3.0	2.6	2.5	-11.5	-14.4	-2.2	-4.0	-4.0	-4.3	
República Dominicana	5.2	9.3	10.7	8.5	4.8	3.3	13.0	7.4	5.0	8.9	7.0	4.0	-0.9	-1.4	-3.5	-5.6	-4.6	-3.9	
ECCU 3/	2.7	5.2	5.9	3.9	3.0	3.3	1.8	4.4	2.3	4.9	2.7	2.3	-16.8	-22.2	-30.7	-36.4	-32.3	-28.4	
Guyana	2.4	-1.9	5.1	5.4	4.6	4.5	5.4	8.3	4.2	13.9	6.8	6.3	-12.0	-14.8	-19.4	-18.2	-16.6	-15.8	
Haití 4/	1.8	1.8	2.3	3.2	3.7	4.0	17.1	14.8	12.4	7.9	9.0	7.0	-1.0	2.6	-0.4	0.2	-1.3	-2.5	
Jamaica	0.5	1.4	2.5	1.4	2.4	2.8	11.5	12.6	5.6	16.8	14.4	9.3	-5.9	-11.2	-11.5	-14.5	-13.6	-11.9	
Trinidad y Tobago	7.7	8.0	12.0	5.5	5.9	5.6	4.2	7.2	9.1	7.6	7.0	6.5	2.2	23.7	25.6	20.2	14.9	12.5	
Ítem de Memorando:																			
América Latina y el Caribe 2/	2.6	4.6	5.5	5.6	4.4	3.6	11.4	6.0	5.0	6.3	6.3	6.1	-1.9	1.4	1.5	0.5	-0.3	-0.9	

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

1/ Tasas de final de período, esto es, diciembre a diciembre. Estas generalmente diferirán de las tasas de inflación anual presentadas en *Perspectivas de la economía mundial*, si bien ambas están basadas en idénticas proyecciones.

2/ Promedio ponderado. Para el producto y la inflación, se utiliza el PIB medido en PPA; para la cuenta corriente externa, el PIB en dólares.

3/ Unión Monetaria de Caribe del Este (ECCU). Para la inflación, ponderado por PIB en dólares; para el producto y la cuenta corriente, total del ECCU.

4/ Datos para año fiscal.

Bibliografía

- Balakrishnan, R., y F. Goncalves, de próxima publicación, "Financial Flows from the United States to Latin America: Basic Patterns, Causes, and Implications", IMF Working Paper (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Banco Central de Brasil, 2007, "Financial Stability Report", vol. 6 (Brasilia, mayo).
- Banco Central de Chile, 2007, "Informe de Estabilidad Financiera; Segundo Semestre de 2007" (Santiago).
- Banco Central de la República Argentina, 2007, "Boletín de Estabilidad Financiera, Segundo Semestre de 2007" (Buenos Aires, septiembre).
- Banco de la República de Colombia, 2007, "Reporte de Estabilidad Financiera" (Bogotá, marzo).
- Banco de México, 2007, "Reporte sobre el Sistema Financiero 2006" (Ciudad de México, junio).
- Banco Mundial, 2006, Enterprise Surveys. Disponible en Internet: www.enterprisesurveys.org.
- Barclays Capital, 2008, "The Commodity Investor," *Commodities Research* (enero).
- Blanchard, O.J., y J. Galí, 2007, "The Macroeconomic Effects of Oil Shocks: Why Are the 2000s So Different from the 1970s?", NBER Working Paper No. 13368 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Chan-Lau, Jorge, Donald J. Mathiesen, y Y. Yao James, "Extreme Contagion in Equity Markets", Staff Papers del FMI, vol 51, No. 2, págs. 386–408.
- Choudhri, E., y D. Hakura, 2006, "Exchange Rate Pass-Through to Domestic Prices: Does the Inflationary Environment Matter?", *Journal of International Money and Finance*, vol. 25 (junio), págs. 614–39.
- Coles, S.G., J. Heffernan, y J.A. Tawn, 1999, "Dependence Measures for Extreme Value Analyzes", vol 2; págs. 339–65.
- Comisión Económica para América Latina y el Caribe, 2007, *Panorama Social de América Latina* (Santiago, ECLAC).
- De Gregorio, J., O. Landerretche y C. Neilson, 2007, "Another Pass-Through Bites the Dust? Oil Prices and Inflation", *Economía: Journal of the Latin American and Caribbean Economic Association*, vol. 7, No. 2 (segundo trimestre), págs. 155–96, 207–08.
- Fondo Monetario Internacional, 2007a, *Global Financial Stability Report*, Estudios económicos y financieros (Washington, septiembre).
- , 2007b, *Perspectivas económicas: Las Américas* (Washington, noviembre).
- , 2007c, *Perspectivas de la economía mundial* (Washington, octubre).
- , 2008a, *Global Financial Stability Report* (Washington, abril)
- , 2008b, *World Economic Outlook* (Washington, abril)
- Gagnon, J., y J. Ihrig, 2001, "Monetary Policy and Exchange Rate Pass-Through", International Finance Discussion Paper No. 704 (Washington: Junta de Gobernadores del Sistema de la Reserva Federal).

- Goldberg, P.K., y F. Verboven, 2001, "The Evolution of Price Dispersion in the European Car Market", *Review of Economic Studies*, vol. 68 (octubre), págs. 811–48.
- Hellerstein, R., 2006, "A Decomposition of the Sources of Incomplete Cross-Border Transmission", Staff Report No. 250 (Nueva York: Banco de la Reserva Federal de Nueva York).
- Herrero, A., y M. Martínez Pería, 2007, "The Mix of International Banks' Foreign Claims: Determinants and Implications" (inédito; Basilea: Banco de Pagos Internacionales, enero). Disponible en Internet: <http://www.bis.org/repofficepubl/apresearch/0701ag1.pdf>
- Hooker, M., 2002, "Are Oil Shocks Inflationary? Asymmetric and Nonlinear Specifications versus Changes in Regime", *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 34 (mayo), págs. 540–61.
- Jobst, A., 2007, "Operational Risk—The Sting Is Still in the Tail but the Poison Depends on the Dose", *Journal of Operational Risk*, vol. 2, No. 2 (verano), págs. 1–56.
- Kumhof, M., y D. Laxton, 2007, "A Party Without a Hangover? On the Effects of U.S. Government Deficits", IMF Working Paper 07/202 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Leigh, D., 2008, "Achieving a Soft Landing: The Role of Fiscal Policy", IMF Working Paper 08/69 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Mishkin, F.S., y K. Schmidt-Hebbel, 2007, "Does Inflation Targeting Make a Difference?", NBER Working Paper No. 12876 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Mwase, N., y G. Meredith, de próxima publicación, "Oil Pass-Through in Western Hemisphere Countries", en *Who's Driving Whom? Analyzing External and Intra-Regional Linkages in the Americas*, M. Mühleisen y J. Zettelmeyer, compiladores (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Nakamura, E., 2008, "Accounting for Incomplete Pass-Through" (inédito; Harvard University).
- Österholm, P., y J. Zettelmeyer, 2007, "The Effect of External Conditions on Growth in Latin America", IMF Working Paper 07/176 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Pincheira B., P., y A. García, 2007, "Shocks de Petróleo e Inflación, el Caso de Chile y una Muestra de Países Industriales. (Oil Shocks and Inflation: The Case of Chile and a Sample of Industrial Countries. With English summary)", *Revista Economía Chilena*, vol. 10, No. 1 (abril), págs. 5–36.
- Taylor, J., 2000, "Low Inflation, Pass-Through, and the Pricing Power of Firms", *European Economic Review*, vol. 44 (junio), págs. 1389–408.
- U.S. Commodity Futures Trading Commission, 2008, Commitments of Traders Report (varias ediciones).
- Vladkova-Hollar, I., y J. Zettelmeyer, 2008, "Fiscal Positions in Latin America: Have They Really Improved? (inédito; Washington: International Monetary Fund).

annualized percent change



Financial and Economic Indicators

