

Estudios económicos y financieros

# Perspectivas económicas

**Las Américas**  
**Se evitó la crisis ¿Qué sigue ahora?**

.....



Estudios económicos y financieros

Perspectivas económicas

Las Américas

Se evitó la crisis ¿Qué sigue ahora?



OCT 09

©2009 Fondo Monetario Internacional

### **Cataloging-in-Publication Data**

Perspectivas económicas : las Américas – [Washington, D.C.] : Fondo Monetario Internacional, 2009.

p. ; cm. – (Estudios económicos y financieros)

“Oct. 09.”

Spanish translation of: Regional economic outlook: Western Hemisphere.

Includes bibliographical references.

ISBN 978-1-58906-901-5

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. 6. Caribbean Area -- Economic conditions. 7. Fiscal policy -- North America. 8. Fiscal policy -- Latin America. 9. Fiscal policy -- Caribbean Area.  
I. International Monetary Fund. II. Series (World economic and financial surveys)

HC94 .R44518 2009

Favor de enviar órdenes a:  
International Monetary Fund, Publication Services  
700 19th St. N.W., Washington, D.C. 20431, U.S.A.  
Tel.: (202) 623-7430      Telefax: (202) 623-7201  
E-mail: [publications@imf.org](mailto:publications@imf.org)  
Internet: [www.imf.org](http://www.imf.org)

# Índice

<b>Prefacio</b>	<b>v</b>
<b>Resumen ejecutivo</b>	<b>vii</b>
<b>1. Panorama mundial y perspectivas para Estados Unidos y Canadá</b>	<b>1</b>
El entorno mundial: Empieza la recuperación	1
Estados Unidos: Las políticas impulsan el nivel de actividad	2
Canadá: Capacidad de resistencia en medio de la turbulencia	9
Fuertes implicaciones para América Latina y el Caribe	10
<b>2. América Latina y el Caribe: Evolución y perspectivas</b>	<b>15</b>
Los shocks externos se disipan, pero no a la misma velocidad	15
El impacto económico de la crisis ha sido fuerte, pero se divisa un rebrote de actividad . . .	24
. . . ayudado en algunos casos por políticas macroeconómicas activas	31
Se prevé una recuperación gradual . . .	33
. . . que determinará las decisiones en materia de políticas	35
<b>3. ¿Por qué la región de América Latina y el Caribe tuvo esta vez un mejor desempeño? Las ventajas de estar preparado</b>	<b>41</b>
Mejor desempeño del producto	41
Vulnerabilidades menos agudas	43
Marcos de política económica más sólidos	48
Implicaciones para la política económica	52
Apéndice metodológico: Recuadro 3.2.	54
<b>4. La respuesta de política fiscal ante la crisis: ¿Cuánto “espacio” existe para aplicar políticas anticíclicas?</b>	<b>57</b>
El contexto previo a la crisis: Políticas fiscales prudentes . . . y algunos excesos	59

La crisis golpea: El menor crecimiento y la caída en el precio de las materias primas reducen los ingresos fiscales . . .	60
. . . pero solo algunos países pueden aumentar su gasto público . . .	61
. . . resultando en diferentes respuestas fiscales frente a la crisis	62
¿Por qué hubo diferentes respuestas de política fiscal activa?	
Una mirada al espacio fiscal	68
De cara al futuro: Equilibrar la sostenibilidad fiscal con la continuidad de la recuperación	70
Apéndice técnico	72
<b>Referencias</b>	<b>77</b>
<b>Hemisferio Occidental: Principales indicadores económicos</b>	<b>38</b>
<b>América Latina y el Caribe: Principales indicadores fiscales</b>	<b>39</b>
<b>Recuadros</b>	
1.1 Anatomía de la crisis y desafíos para la regulación financiera	5
1.2 Crecimiento potencial en Estados Unidos luego de la crisis	7
1.3 Repercusiones de la emisión de la deuda federal estadounidense: El caso de la deuda soberana de los mercados emergentes	13
2.1 Grupos analíticos de países de América Latina y el Caribe	16
2.2 Apoyo del FMI a la región durante la crisis	19
2.3 ¿Un Caribe menos visitado el año próximo? Tendencias del turismo	22
2.4 La IED durante la última crisis: Resistente, pero no inmune	27
3.1 ¿Ha sido América Latina más resistente durante la actual crisis mundial? Un ejercicio contrafactual	44
3.2 La crisis financiera mundial: ¿Por qué golpeó más a algunos países?	46
3.3 ¿Qué pasó? Una comparación entre el ciclo de México y el de Canadá	49
4.1 Paquetes de estímulo fiscal en América Latina y el Caribe	63
4.2 Evaluando la orientación de la política fiscal: El balance primario ajustado en función del ciclo económico y el impulso fiscal	67

## Prefacio

La presente edición de las *Perspectivas económicas: Las Américas* fue preparado por un equipo dirigido por Steven Phillips y Ana Corbacho bajo la dirección de Rodrigo Valdés y Nicolás Eyzaguirre. Este informe refleja información hasta el 1ro de octubre de 2009. El equipo estuvo formado por Jorge Iván Canales-Kriljenko, Gabriel Di Bella, Herman Kamil, Rafael Romeu, Carolina Saizar y Bennett Sutton. Contribuciones específicas fueron hechas por Pelin Berkmen, Oya Celasun, Marcello Estevão, Gastón Gelos, Kornelia Krajnyak, Charles Kramer, Andrea Maechler, Koshy Mathai, Robert Rennhack, Miguel Savastano, Andrew Swiston, Evridiki Tsounta, Ivana Vladkova-Hollar y James Walsh. Este informe se benefició de los comentarios de muchas personas. Agradecimientos especiales van para Miguel A. Kiguel, Miguel Savastano y los participantes de la conferencia de LACEA de 2009. Patricia Attix, Mauricio Bourdin, María S. Gutiérrez, Leandro Medina, Breno Oliveira, Fernanda Rossi, Carolina Saizar, Bennett Sutton y Joy Villacorte colaboraron en la investigación y producción. Martha Bonilla y Sean Culhane del departamento de Relaciones Exteriores editaron el manuscrito y coordinaron la producción.



## Resumen ejecutivo

*La economía mundial está dejando atrás la recesión, pero la recuperación será gradual y el crecimiento económico en los próximos años será moderado.* A pesar de que las políticas de estabilización financiera han disminuido considerablemente la posibilidad de un colapso sistémico, persisten riesgos a la baja. Hasta la fecha, la reactivación de las economías avanzadas depende de la implementación de políticas de estímulo macroeconómico. En Estados Unidos y la mayoría de las economías avanzadas, el crecimiento seguirá siendo débil, y es probable que las condiciones de empleo empeoren antes de que empiecen a mejorar. En Estados Unidos, la crisis dejará secuelas, incluyendo la pérdida permanente de una parte del producto potencial, menores niveles de consumo privado y mayor endeudamiento. Dichas secuelas podrían afectar negativamente a América Latina y el Caribe en el mediano plazo.

*El impacto de la crisis en América Latina y el Caribe (ALC) fue sustancial, pero en la mayoría de los países lo peor ha pasado.* La crisis trajo consigo un aumento del costo del financiamiento externo y reducciones en los volúmenes y precios de las exportaciones, las remesas de los trabajadores y los ingresos derivados del turismo. Una ola de incertidumbre socavó la confianza, y el sector privado recortó el gasto. Sin embargo, tras la significativa contracción registrada en el primer semestre de este año, la región de ALC se está recuperando, y para 2010 se prevé un crecimiento moderado.

*Con todo, las perspectivas regionales varían considerablemente de un país a otro.* Las posibilidades de reactivación son más prometedoras en los países que tienen un mayor margen de maniobra en su política económica, y que en el año 2009 se están beneficiando, además, de una notable mejora de las condiciones financieras y de una recuperación de los precios de las materias primas. Los países que dependen en mayor medida del turismo y de las remesas se vieron inicialmente menos perjudicados, pero su recuperación será más lenta porque sus perspectivas dependen en gran medida del empleo y el consumo en Estados Unidos, variables que continúan sin recuperarse. Por último, algunos de estos países tienen un menor margen para aplicar medidas de estímulo.

*Las políticas deberán equilibrar distintos objetivos, teniendo en cuenta las circunstancias de cada país.* En los países mejor preparados, que pudieron aplicar medidas de estímulo monetario y fiscal, habrá que decidir cuándo empezar a retirar el estímulo y a qué ritmo. En general, será apropiado que este proceso comience por el lado fiscal, antes que por el lado de la política monetaria. Retirar el estímulo demasiado pronto acarrearía riesgos, ya que la recuperación mundial aún no está bien afianzada, pero también habría riesgos si se lo retira de forma demasiado lenta. Es posible que en un horizonte cercano algunos países registren una fuerte entrada de capitales, y en algún momento podrían experimentar una apreciación de sus monedas y un sobrecalentamiento de sus economías. En estos casos, el estímulo económico debería retirarse más rápidamente, comenzando por la política fiscal. En otros países, el margen para adoptar medidas de estímulo está casi agotado, y lo prudente sería reservarlo en

caso de que se materialicen riesgos a la baja. Finalmente, aquellos países con el menor margen de maniobra fiscal deberán desplegar mayores esfuerzos para focalizar adecuadamente el gasto y proteger a los grupos más vulnerables.

*En el mediano plazo, las medidas de política deberán considerar a un nuevo entorno mundial de menor crecimiento.* Es poco probable que vuelvan a registrarse las tasas de crecimiento económico y de los precios de exportación de materias primas que se observaron antes de la crisis. Consecuentemente, los ingresos públicos crecerán más lentamente, y por lo tanto, los programas de gasto deberán estar mejor focalizados, sobre todo en los países más endeudados. En términos generales, las políticas deberán ser más eficaces para favorecer el crecimiento y el alivio de la pobreza. Para garantizar la estabilidad financiera, la regulación prudencial y supervisión deberán continuar evolucionando, de tal manera que abarquen a todas las instituciones y los riesgos financieros de importancia sistémica.

*La política económica deberá también fortalecer la capacidad de resistencia de la región, creando márgenes de maniobra para hacer frente a shocks futuros.* La experiencia reciente ha demostrado el valor de las medidas en esta dirección que han adoptado muchos países de la región durante esta década. Dichas medidas han contribuido a evitar que la región repita las crisis financieras y de balanza de pagos que ocurrieron en el pasado frente a contextos internacionales difíciles. De hecho, el desempeño de la actividad económica de la región durante esta crisis ha sido tanto o más favorable que el observado en otras regiones, y muy superior al de ALC en el pasado. En particular, aquellos países con políticas más acertadas antes de la crisis fueron los que mejor lograron amortiguar el golpe. Otros países, en cambio, solo pudieron responder de manera más limitada. En estos casos sería conveniente fortalecer los marcos de política para mejorar la capacidad de previsión y reducir los sesgos procíclicos existentes.

*En esta edición de Perspectivas económicas regionales se examinan el impacto y las implicaciones de política que tuvo la reciente crisis y recesión mundial en ALC.* El capítulo 1 describe el entorno mundial, haciendo hincapié en la forma en que las perspectivas para Estados Unidos y las economías avanzadas incidirán en la reactivación de la región. El capítulo 2 describe la situación actual de las economías regionales, así como las perspectivas para 2009–10 y el mediano plazo, exponiendo los aspectos clave de política y recomendaciones generales. El capítulo 3 adopta un enfoque más retrospectivo y evalúa los resultados recientes de la región en comparación con los de otras regiones, y con el desempeño de ALC en crisis pasadas. Estas experiencias apuntan a una agenda de trabajo que permita seguir desarrollando marcos de política que contribuyan a darle robustez a las economías de la región frente a shocks externos. Finalmente, el capítulo 4 examina las respuestas de política fiscal en ALC frente a la crisis reciente, contrastándolas con las condiciones y políticas económicas vigentes antes de la crisis. El capítulo sugiere, además, algunos elementos para mejorar los marcos de política fiscal durante los próximos años.

# 1. Panorama mundial y perspectivas para Estados Unidos y Canadá

*La economía mundial está saliendo de la recesión, pero se prevé que la recuperación será lenta. Aunque las condiciones financieras han seguido mejorando, muchos mercados aún dependen considerablemente del apoyo del sector público, y persisten los riesgos a la baja. En Estados Unidos y muchas otras economías avanzadas, el crecimiento del producto y el empleo seguirán siendo débiles en los próximos años. Sin embargo, Canadá ha demostrado capacidad de resistencia pese a la magnitud de los shocks. Los legados de la crisis en Estados Unidos, incluidos menores niveles de consumo privado y de producto potencial, así como mayores niveles de deuda pública, podrían incidir negativamente en América Latina y el Caribe.*

## El entorno mundial: Empieza la recuperación

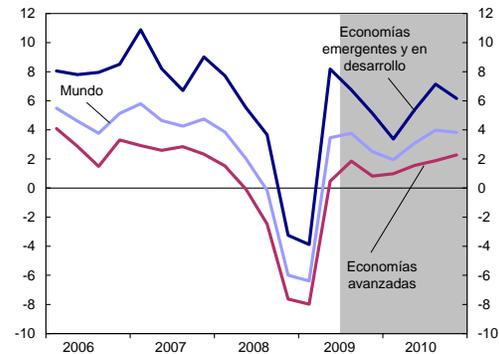
La grave recesión está cediendo y dando paso a un repunte del crecimiento mundial, pero la actividad económica subyacente sigue siendo débil (gráfico 1.1). Las medidas tomadas por muchos países de manera coordinada— políticas monetarias y fiscales expansivas, así como los esfuerzos para estabilizar los sistemas financieros— han servido para cimentar la confianza, apoyar la demanda y reducir los riesgos sistémicos. Al mismo tiempo, los precios de las materias primas se están recuperando y el comercio mundial se ha estabilizado tras una fuerte contracción en la primera parte de 2009. Aún así, la recuperación del crecimiento mundial todavía es incipiente y el empleo en las economías avanzadas sigue contrayéndose, aunque a un ritmo menor. Además, si bien ya no están bajo una presión excesiva, los mercados financieros más importantes todavía no se han normalizado dado que aún dependen de manera significativa del apoyo

Nota: Este capítulo fue preparado por Marcello Estevão, Charlie Kramer, Koshy Mathai y Evridiki Tsounta.

Gráfico 1.1. El crecimiento mundial, los precios de las materias primas y el comercio están repuntando.

### Crecimiento del PIB real

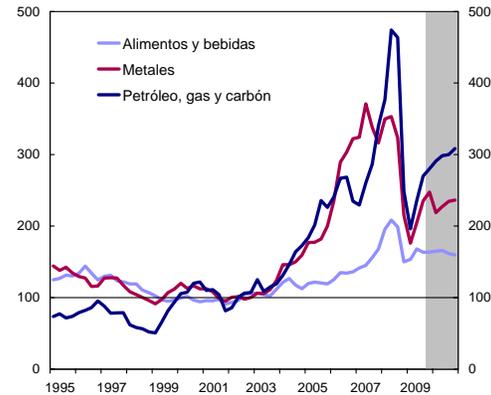
(Variación porcentual trimestral desestacionalizada, anualizada)



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

### Precios de las materias primas

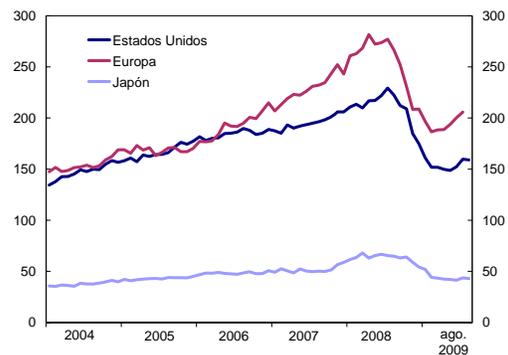
(Índice en dólares de EE.UU., 2002=100)



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

### Valor de las importaciones

(Miles de millones de dólares de EE.UU., desestacionalizado)



Fuente: Haver Analytics.

de políticas macroeconómicas. Entre tanto, una considerable capacidad ociosa en la economía y los efectos rezagados de la caída de los precios de las materias primas están conteniendo la inflación.

Hacia el futuro se espera una recuperación débil del crecimiento mundial. Según datos recopilados a nivel internacional —entre ellos los de la edición de octubre de 2009 de *Perspectivas de la economía mundial*— la recuperación económica luego de recesiones provocadas por colapsos financieros tiende a ser lenta y prolongada. En particular, en los países industriales, el proceso de saneamiento de los balances de los intermediarios financieros y de los hogares, así como el aumento significativo del desempleo, frenarán la demanda por algún tiempo. No obstante, una notable recuperación en los mercados emergentes —debida en cierta medida a los estímulos de política— debería dinamizar el comercio y los precios de las materias primas; estos últimos ya han recuperado bastante terreno. Concretamente, el crecimiento mundial debería recuperarse del 1,1% en 2009 al 3,1% en 2010, frente a un crecimiento medio de más del 4% durante 2002–07.

En el horizonte inmediato, las políticas económicas deben mantener el estímulo macroeconómico hasta que la recuperación esté firmemente encauzada y, a la vez, completar el proceso de saneamiento de los balances del sector financiero. Sería prematuro ejecutar las estrategias de salida en estos momentos. Sin embargo, la elaboración y la comunicación de esas estrategias, con la debida coordinación internacional, pueden generar confianza en que el proceso de salida será ordenado. Más allá del corto plazo, los desafíos consisten en alcanzar la estabilidad fiscal y, a nivel mundial, reequilibrar la demanda, dado que el crecimiento de Estados Unidos tenderá a seguir siendo débil en comparación con los niveles históricos, y ya no puede esperarse que los hogares de ese país sean los “consumidores de última instancia” a escala global.

## Estados Unidos: Las políticas impulsan el nivel de actividad

La economía de Estados Unidos parece haber llegado a su punto de inflexión en el segundo trimestre de 2009, y está dando señales de recuperación luego de una fuerte contracción. Tras registrar caídas considerables en el último trimestre de 2008 y el primero de 2009, el PIB de Estados Unidos se redujo a un ritmo más moderado de 0,7% en el segundo trimestre (tasa desestacionalizada y anualizada). Las recientes disminuciones considerables de los inventarios podrían ser el presagio de un estímulo proveniente del ajuste de las existencias y la producción industrial durante el segundo semestre del año. Entre tanto, el mercado inmobiliario está estabilizándose, ya que los precios de las viviendas están llegando a su punto de inflexión y tanto la construcción como las ventas están repuntando —aunque desde niveles bajos. Sin embargo, los mercados laborales siguen deteriorándose. Si bien el ritmo de disminución del empleo se ha moderado considerablemente, la tasa de desempleo (de 9,8%) es la más alta en 26 años.

La estabilización de la actividad económica en Estados Unidos se debe en gran medida a que se ha respondido a la crisis con medidas de política macroeconómica cada vez más enérgicas. En diciembre de 2008, la Reserva Federal bajó la tasa de política monetaria al rango de 0–25 puntos básicos, y en enero de 2009 informó que la coyuntura probablemente justificará que la tasa se mantenga en un nivel bajo por un período prolongado. La Reserva Federal además amplió sucesivamente el abanico de medidas de “expansión crediticia” (como el crédito a plazo, préstamos a contrapartes nuevas, financiamiento de compras de activos y compras directas de activos). Un estímulo fiscal equivalente a un 5% del PIB durante 2009–11 estaría brindando un apoyo cada vez mayor a la demanda. El personal técnico del FMI estima que dicho estímulo elevará el nivel del PIB real en 1,1% en 2009, 1,3% en 2010 y 0,7% en 2011, en comparación con un escenario sin estímulo.

Al mismo tiempo, los esfuerzos para estabilizar el sistema financiero han contribuido a una mejora sustancial de las condiciones financieras, que ha aliviado en buena medida la fuerte contracción crediticia posterior al colapso de Lehman. Pese a ello, las condiciones financieras siguen siendo relativamente restringidas. Aparte de las medidas tomadas por la Reserva Federal, las inyecciones de capital público en el marco del Programa de Rescate de Activos en Dificultades (TARP, por sus siglas en inglés) han ayudado a afianzar los balances de las instituciones financieras en medio de las crecientes pérdidas crediticias y la persistente tensión en los mercados financieros. Algo más importante fue que, tras ser anunciados en mayo de este año, los resultados de las pruebas de tensión (*stress tests*, que señalan las necesidades potenciales de capital en condiciones económicas y financieras adversas) dentro del marco del Programa Supervisor para la Evaluación de Capitales reforzaron de manera significativa la confianza en la estabilidad del sistema financiero. Como consecuencia de estos programas y de las medidas no convencionales tomadas por la Reserva Federal para expandir el crédito, los indicadores de tensión en el sistema financiero —diferenciales de los *swaps* de riesgo de incumplimiento del deudor (CDS), diferenciales eurodólar-bonos del Tesoro y diferencial LIBOR-OIS— se han reducido sustancialmente (gráfico 1.2). Además, la Reserva Federal ha podido reducir el tamaño de algunas de sus facilidades de liquidez dada una menor demanda. No obstante, según la encuesta de oficiales de crédito de bancos (*Senior Loan Officer Survey*), las condiciones de crédito siguen endureciéndose, pero a un ritmo cada vez menor.

De todos modos, las perspectivas a corto plazo siguen apuntando a una recuperación gradual, más lenta que las recuperaciones típicas observadas en ciclos anteriores. Se espera que el crecimiento retorne a un nivel potencial más bajo solo a mediados de 2010, y que el desempleo siga en aumento, llegando a un nivel máximo superior al 10% en 2010. El gasto de los consumidores (y por ende las importaciones) se verá afectado por el

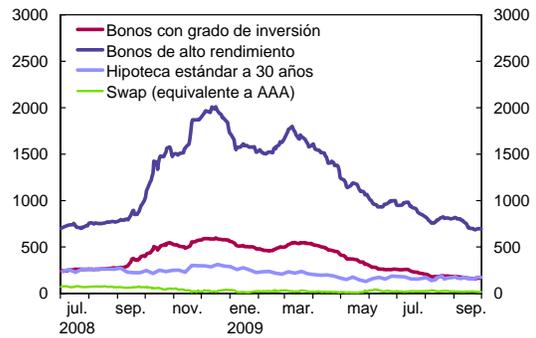
Gráfico 1.2. Los indicadores de tensión en el sistema financiero han disminuido sustancialmente.

**Diferenciales de tasas en mercados monetarios**



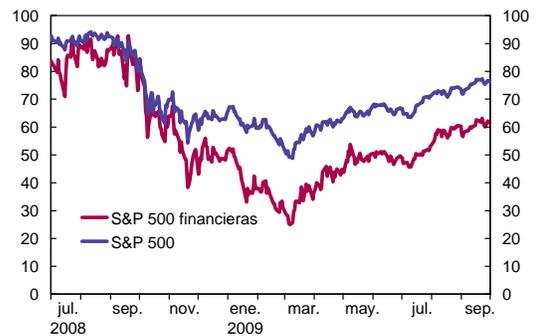
**Diferenciales de bonos corporativos y otros instrumentos**

(Diferencial respecto de los títulos del Tesoro de EE.UU. a 10 años; puntos básicos)



**Precios de las acciones**

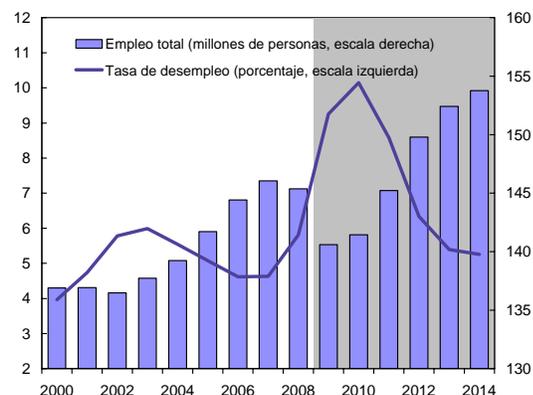
(1<sup>o</sup> de julio de 2008 = 100)



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

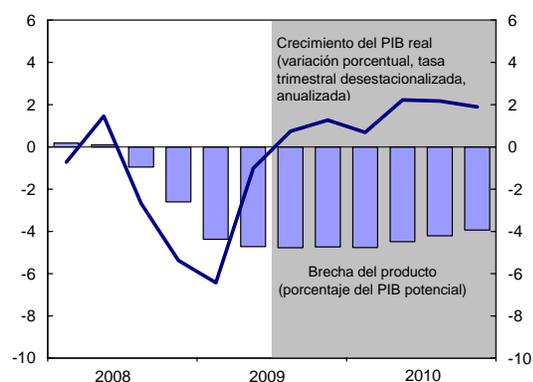
Gráfico 1.3. Las perspectivas apuntan a una recuperación gradual del crecimiento en Estados Unidos, con empleo e importaciones débiles.

**Estados Unidos: Perspectivas del empleo**



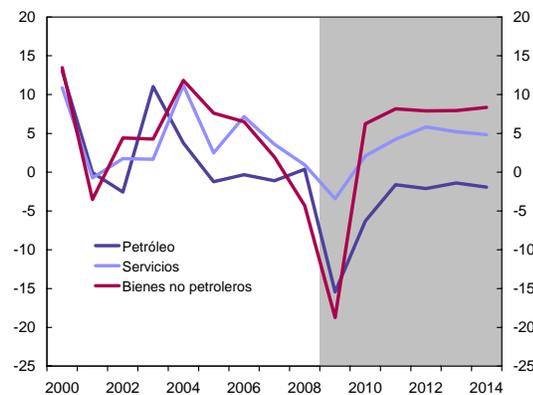
Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

**Estados Unidos: PIB real y brecha del producto**



Fuentes: Oficina de Análisis Económico de Estados Unidos; Oficina de Estadísticas Laborales de Estados Unidos; Haver Analytics; y cálculos del personal técnico del FMI.

**Estados Unidos: Volumen de importaciones (Variación porcentual)**



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

fuerte desempleo, la reducción del patrimonio neto de los hogares debido a la crisis (unos US\$11 billones en 2008) y las condiciones financieras restrictivas. Los bancos continúan enfrentando presiones dado un ciclo crediticio difícil. En particular, las condiciones financieras probablemente afectarán al mercado de la vivienda dadas las normas de crédito más estrictas. Asimismo, el elevado y sostenido índice de ejecuciones hipotecarias genera riesgos a la baja. Por el lado positivo, el ritmo acelerado de reducción de las existencias registrado últimamente augura una cierta reactivación de la producción, aunque hay aún incertidumbre con respecto a que tan sólida serán la demanda interna y externa. El personal técnico del FMI pronostica una contracción del 2,7% en 2009, seguida de un crecimiento del 1,5% en 2010.

A mediano plazo, tres legados de la crisis probablemente restringirán el crecimiento de Estados Unidos:

- Las condiciones financieras tenderán a ser más restrictivas de lo normal por algún tiempo, a medida que los bancos vayan saneando sus balances. Además, las medidas para reforzar la regulación, por cierto apropiadas y necesarias, tanto como los requerimientos de capital y de liquidez, moderarán el crecimiento del crédito y las condiciones procíclicas del crédito en la fase de recuperación (recuadro 1.1). Pese a la implementación de políticas para el sector, los mercados privados de titularización no muestran señales de recuperación, lo que incidirá en segmentos como la demanda de consumo y de viviendas (véase el capítulo 2 de la edición de octubre de 2009 de *Global Financial Stability Report (GFSR)*, informe de estabilidad financiera mundial).
- Un importante desequilibrio fiscal subyacente, sumado a los costos crecientes de las prestaciones obligatorias elevará la deuda pública federal, si es que no se realizan reformas (el personal técnico del FMI proyecta un nivel de deuda de alrededor del 100% del PIB para 2020 si se mantienen las políticas actuales)

**Recuadro 1.1. Anatomía de la crisis y desafíos para la regulación financiera**

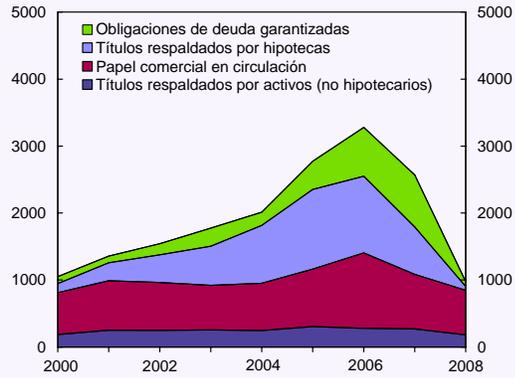
**La crisis financiera de 2007–09 puso en evidencia graves fallas del modelo de titularización, así como riesgos derivados del aumento espectacular de procesos de titularización cada vez más complejos.** Pero, fundamentalmente, sacó a relucir las deficiencias de un marco de regulación y supervisión fragmentado e inadecuado.

**Entre 2002 y 2006, la emisión de títulos respaldados por activos aumentó a más del doble, hasta alcanzar US\$840.000 millones —una cifra equivalente aproximadamente al volumen del crédito bancario—, financiada por inversionistas nacionales y extranjeros.** Si bien facilitó sustancialmente la expansión del crédito, la titularización también redujo la transparencia sobre la distribución de los riesgos, fomentó la dependencia en las calificaciones (creando un falso sentido de seguridad en cuanto a los riesgos de los títulos mejor calificados) y desplazó el riesgo fuera del núcleo del sistema bancario.

**A medida que la titularización florecía, la supervisión prudencial y la regulación financiera se mantenían sumamente centradas en el núcleo del sistema bancario, a pesar de que su relevancia en la intermediación financiera se estaba reduciendo rápidamente.** La supervisión prudencial estaba distribuida entre una gran cantidad de organismos, lo cual amplió más los vacíos regulatorios y otras inconsistencias que, a su vez, contribuyeron a agudizar el riesgo sistémico. Al mismo tiempo, la decreciente volatilidad de los mercados parecía convalidar la opinión de que la innovación financiera estaba promoviendo la eficiencia y logrando dispersar el riesgo hacia instituciones periféricas (y presuntamente no sistémicas). La consecuencia fue un deterioro drástico de los estándares de préstamo y de supervisión. Entre tanto, el mayor acceso al crédito propulsó los precios de la vivienda y el número de propietarios de hogares, creando un círculo aparentemente virtuoso a nivel macroeconómico en el cual el valor de la vivienda alimentaba el consumo de los hogares.

**En 2006 y 2007, tanto los mercados financieros como la economía general comenzaron a resquebrajarse.** Los precios inmobiliarios y la inversión residencial tocaron máximos; luego, a medida que la desaceleración del sector de la vivienda cobraba impulso, las tasas de irregularidad de la cartera de hipotecas de alto riesgo (*subprime*) aumentaron y posteriormente se dispararon. Los vehículos de inversión contabilizados fuera del balance, que supuestamente conjurarían el riesgo, sufrieron un profundo deterioro y pusieron en peligro los balances de los propios bancos, que proporcionaron financiamiento para contener el riesgo de reputación. Pese a inyecciones de liquidez considerables, los mercados siguieron muy tensos durante el primer semestre de 2008 y el estrés del mercado de la vivienda continuó haciéndose sentir en las instituciones financieras. Las dos empresas semipúblicas de vivienda, Fannie Mae y Freddie Mac, pasaron a tutela judicial; se vendieron dos bancos en problemas, Merrill Lynch y Bear Stearns. AIG, una compañía internacional de seguros con gigantescas posiciones en derivados recibió financiamiento de emergencia de la Reserva Federal.

**Estados Unidos: Volumen anual de titularizaciones 1/**  
(Miles de millones de dólares de EE.UU.)



Fuentes: Merrill Lynch; JPMorgan Chase & Co.; y cálculos del personal técnico del FMI.  
1/ Excluye Fannie Mae, Freddie Mac y Ginnie Mae.

Nota: Este recuadro fue preparado por Andrea Maechler.

**Recuadro 1.1 (conclusión)**

**Pero en septiembre de 2008 otro banco de inversión, Lehman Brothers, cayó en una situación extrema de tensión.** Sin un marco ordenado para la resolución de instituciones financieras no bancarias sistémicas, ni un comprador privado, y la evaluación por parte de la Reserva Federal de que las garantías de Lehman Brothers eran insuficientes para que tuviera acceso a créditos de emergencia, el banco se declaró en quiebra y generó la peor ola de inestabilidad financiera desde la Gran Depresión. Las transacciones interbancarias a plazos de más de un día prácticamente desaparecieron y se registraron extracciones masivas de los fondos del mercado monetario. Como resultado, se paralizaron el mercado del papel comercial y la emisión de títulos respaldados por activos, los mercados de renta variable se desplomaron y su volatilidad se agudizó brutalmente, con graves repercusiones a escala nacional e internacional.

**La crisis puso de relieve la necesidad de una reforma profunda del sistema financiero estadounidense.** En línea con las recomendaciones del G-20, el gobierno de Estados Unidos esbozó un conjunto exhaustivo de propuestas a mediados de junio último. Estas propuestas abren nuevos horizontes, sobre todo en la reforma de la arquitectura de la supervisión y la regulación financieras y la puesta en marcha de un modelo sano y sostenible de titularización.

**Las propuestas sobre la arquitectura de la supervisión y la regulación financiera incluyen:**

- Establecer una estructura de dos pilares: por un lado, la Reserva Federal regularía y supervisaría todas las instituciones financieras sistémicas; por el otro, un nuevo Consejo Supervisor de Servicios Financieros (FSOC, por sus siglas en inglés), presidido por el Tesoro, facilitaría el diálogo entre los distintos organismos y detectaría riesgos emergentes.
- Someter a todas las instituciones a una supervisión y regulación más rigurosas, con normas aún más estrictas en el caso de las empresas grandes e interconectadas (para internalizar los costos sistémicos), complementadas por un marco de resolución más amplio para las entidades sistémicas.
- Unificar dos reguladores bancarios, creando un nuevo organismo de protección al consumidor.
- Afianzar las normas regulatorias y la cooperación internacional, con exigencias de capitalización más rigurosas y una supervisión ampliada de las instituciones y los mercados financieros globales (incluidos los derivados extrabursátiles), y reformar los mecanismos de prevención y manejo de crisis.

**Detalles críticos sobre la implementación de estas reformas deberán ser definidos a medida que las propuestas avancen en el Congreso.** Entre ellos, si la regulación de las empresas sistémicas las *penalizará* por su tamaño y complejidad; si el FSOC será más eficaz que una institución como la Reserva Federal a la hora de detectar y reportar riesgos sistémicos emergentes; si la estructura regulatoria, que no abandonará su complejidad, cubrirá adecuadamente los vacíos regulatorios remanentes y si el nuevo marco contribuirá a mitigar la prociclicidad y otras vinculaciones macrofinancieras.

**Para poner en marcha nuevamente los mercados de titularización, las autoridades de Estados Unidos lanzaron un mecanismo de crédito a plazo respaldado por activos (TALF, por sus siglas en inglés) para estimular la emisión de títulos de alta calidad.** Otros pasos importantes incluyen:

- Mejorar la divulgación en torno al proceso de calificación y a los créditos en los que se basan los productos titularizados, y diferenciar sus calificaciones.
- Atribuir más responsabilidad a los *empaquetadores* de títulos (*bundlers*, por ejemplo, mediante la retención del riesgo) para reforzar la rendición de cuentas.
- Fomentar una titularización más normalizada y simple a través de códigos de conducta de mercado.
- Definir, previo examen, la función que deben desempeñar las empresas semipúblicas de vivienda, dejando en claro si sus pasivos están explícitamente garantizados, y sometiéndolas a una supervisión y regulación estrictas.

### Recuadro 1.2. Crecimiento potencial en Estados Unidos luego de la crisis

**Los shocks en las condiciones financieras han estado íntimamente relacionados con variaciones de la actividad real.** Eso es probablemente lo que sucedió en Estados Unidos entre mediados de la década de 1990 y mediados de la década de 2000, cuando la escalada de la titularización parece haber contribuido al auge económico que ocurrió simultáneamente. Análogamente, la actividad económica primero se desaceleró, y luego se desplomó tras la quiebra de Lehman en septiembre de 2008, en medio del empeoramiento generalizado de las condiciones financieras.

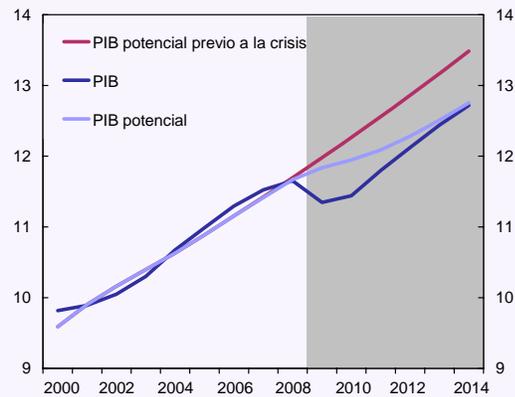
**De la misma manera, el deterioro de las condiciones financieras, sumadas a la reestructuración económica causada por la crisis, desacelerarán el crecimiento potencial de Estados Unidos<sup>1</sup>.** La

recesión prolongada y las condiciones financieras más difíciles continuarán perjudicando la inversión después del colapso observado en los últimos trimestres, y en consecuencia la acumulación de capital se mantendrá muy por debajo de las tasas anteriores a la crisis. Las tasas de desempleo resultantes —elevadas e inusualmente persistentes— repercutirán también en las tasas de equilibrio de desempleo, y ambas reducirán el crecimiento potencial. Del lado positivo, la tendencia negativa de la participación en la fuerza laboral (que responde mayormente a factores demográficos) prevista por muchos observadores probablemente sea menos pronunciada, ya que los trabajadores optarán por conservar sus puestos para compensar la pérdida de ahorros. Los otros determinantes del crecimiento del producto potencial —horas promedio trabajadas por empleado, que están en baja siguiendo una línea tendencial a largo plazo, y los aumentos de la población en edad activa, que están disminuyendo a medida que envejece la población— continuarían evolucionando al margen de la crisis.

**A partir de estos datos, el personal técnico del FMI estima que el crecimiento del producto potencial de Estados Unidos se ubicará entre 1% y 2% en el próximo quinquenio y promediará alrededor de 1½% por año.** Esto representa una desaceleración en comparación con un crecimiento potencial promedio estimado en 2% (que refleja efectos demográficos negativos) durante esos años si no hubiera habido crisis. Pese a la disminución del crecimiento del producto potencial, la brecha del producto estimada llega a su punto máximo en 2010, a niveles parecidos a los registrados a comienzos de la recesión de inicios de la década de 1980. Las pérdidas de producto potencial efectivas más o menos coinciden con los resultados de estudios anteriores. Para 2014, el producto potencial estará, de acuerdo con estas previsiones, alrededor de 6% por debajo del nivel contrafáctico calculado asumiendo que el producto potencial crecería entre 2009 y 2014 a la tasa promedio observada en 2005–08.

**PIB potencial de Estados Unidos**

(Billones de dólares de EE.UU. encadenados de 2000)



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: Este recuadro fue preparado por Marcello Estevão, sobre la base de un análisis de Barrera, Estevão y Keim (2009)

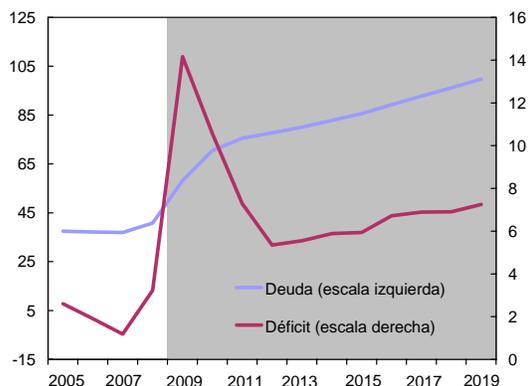
<sup>1</sup> El crecimiento potencial se define aquí como el nivel de producto que se puede obtener sin someter los recursos productivos a tensiones excesivas, o sea, sin impacto inflacionario.

**Recuadro 1.2 (conclusión)**

**La disminución del crecimiento potencial impondrá una restricción a la política económica.** En particular, en los próximos años las razones deuda pública/PIB aumentarán más rápido en Estados Unidos que de no haber disminuido el crecimiento potencial, aunque la trayectoria exacta dependerá del comportamiento de las tasas de interés en este ambiente de crecimiento más suave (pero elevada acumulación de la deuda). Más allá del mediano plazo, existe una incertidumbre aún mayor en torno a los determinantes críticos del producto potencial, pero las fuerzas demográficas probablemente limiten el crecimiento económico en los años más alejados, lo cual realza la importancia de la consolidación fiscal en Estados Unidos.

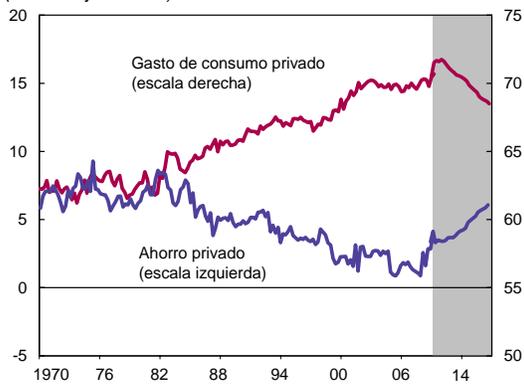
*Gráfico 1.4. La creciente deuda pública y el débil consumo privado serán legados negativos de la crisis.*

**Estados Unidos: Déficit del gobierno federal y deuda pública**  
(Porcentaje del PIB)



Fuentes: Oficina de Administración y Presupuesto de Estados Unidos; y cálculos del personal técnico del FMI.

**Estados Unidos: Consumo y ahorro privado**  
(Porcentaje del PIB)



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

(gráfico 1.4). A corto plazo, el mayor ahorro privado ayudará a contener el impacto sobre las tasas de interés, pero a mediano plazo las tasas de interés del Tesoro probablemente serán más altas.

- Los hogares se enfrentarán a un proceso prolongado de saneamiento de sus balances, dada la magnitud del daño infligido por la crisis. Por lo tanto, el consumo privado —el principal componente de la demanda agregada, equivalente a alrededor de un 70% del PIB— probablemente seguirá débil, ya que la tasa de ahorro tenderá a seguir aumentando más allá de su reciente repunte. A mediano plazo, esto propiciará una reducción del déficit en la cuenta corriente.

Las investigaciones del personal técnico del FMI asimismo indican que el crecimiento potencial de Estados Unidos después de la crisis estará muy por debajo del nivel previo a la crisis (recuadro 1.2). La recesión prolongada y el endurecimiento de las condiciones financieras dificultarán la inversión (y por consiguiente la acumulación de capital), en tanto que el desempleo elevado y persistente afectará el nivel de desempleo de equilibrio; ambas circunstancias reducirán el crecimiento potencial. Estos factores se suman a otros que también afectarán negativamente al crecimiento potencial como la disminución secular en la tasa de participación de la fuerza laboral y del número de horas trabajadas por empleado. En general, el crecimiento tendencial podría ser de aproximadamente un

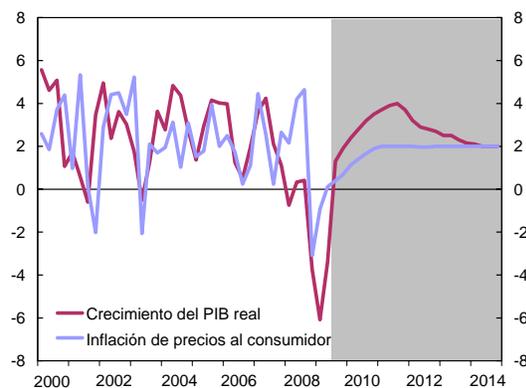
1,5% en los próximos 5 años, frente al reciente promedio histórico de alrededor del 2,4%.

## Canadá: Capacidad de resistencia en medio de la turbulencia

La crisis provocó una grave recesión en Canadá, debido a los estrechos vínculos de este país con la economía y el sistema financiero de Estados Unidos (unas tres cuartas partes de las exportaciones canadienses tienen como destino Estados Unidos, y aproximadamente un cuarto del financiamiento corporativo de Canadá se fondea allí). Sacudida por un shock triple —contracción de la demanda mundial, volatilidad financiera y colapso de los precios de exportación de las materias primas—, la actividad económica en Canadá disminuyó significativamente a finales de 2008 y siguió contrayéndose en el primer trimestre de 2009. El personal técnico del FMI pronostica una contracción del 2,5% en 2009 —la peor desde 1982—, mientras que la tasa de desempleo ya alcanzó el nivel máximo de los últimos 11 años y la producción de automóviles en 2009 se perfila como la más débil en más de 30 años.

Gráfico 1.5. Se espera que la contracción en el PIB de Canadá durará poco tiempo.

### Canadá: Crecimiento del PIB e inflación (Variación porcentual trimestral anualizada)



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

Sin embargo, se prevé que la contracción no durará mucho tiempo (gráfico 1.5). La actividad económica ya está repuntando, y se observan señales de vida en los mercados de consumo al por menor y vivienda, mientras que las condiciones financieras continúan normalizándose. Ante estas señales positivas, el personal técnico del FMI prevé que la economía canadiense crecerá aproximadamente un 2% en 2010, a medida que el estímulo fiscal y monetario surta pleno efecto y que el impacto negativo de los shocks externos se disipe. Mientras tanto, la inflación subyacente según el Banco de Canadá ha permanecido relativamente estable, y ronda el 1,6%. De todos modos, persisten los riesgos a la baja. Además de un posible escenario global adverso, la mayor fortaleza del dólar canadiense y las dificultades en la reestructuración de sectores industriales clave (actualmente en curso) podrían afectar significativamente el crecimiento e incidir en la inflación.

La impresión general es que hay capacidad de resistencia y recuperación, especialmente si se tiene en cuenta la magnitud de los shocks. Esto obedece a varios factores. Canadá cuenta con un sólido marco macroeconómico, respaldado por 10 años de superávits fiscales y bajos niveles de deuda, que dejan margen de maniobra para proporcionar un importante estímulo fiscal. Asimismo, el esquema de metas de inflación ha estabilizado los precios, y los fuertes recortes de las tasas de política monetaria por parte del Banco de Canadá y otras medidas extraordinarias para proporcionar liquidez han brindado el necesario apoyo monetario. Además, el mercado de la vivienda en Canadá esquivó la enorme sobrevaloración registrada en otros países. Un factor aun más importante es que la combinación de un sólido sistema regulatorio con prácticas bancarias conservadoras, ha preservado la estabilidad financiera, gracias a lo cual ningún banco ha recibido inyecciones de capital público o garantías públicas. Sin embargo, los bancos canadienses enfrentan un ciclo crediticio difícil en vista del creciente desempleo. Por este motivo, las

autoridades han refinado las herramientas de las que disponen para hacer frente a la inestabilidad financiera, aunque aún no ha sido necesario utilizarlas.

El crecimiento potencial de Canadá también podría verse afectado, al menos temporalmente, por razones similares a las de Estados Unidos. Además, la menor productividad de la mano de obra en Canadá en comparación con la de Estados Unidos durante la última década intensificará la presión a la baja sobre el crecimiento potencial que ya ejerce el envejecimiento demográfico.

### **Fuertes implicaciones para América Latina y el Caribe**

Aparte de su incidencia en los precios de las materias primas y en el crecimiento de otros países, la desaceleración de Estados Unidos incidió de forma directa y significativa en variables clave para la región de América Latina y el Caribe (ALC) (gráfico 1.6). El fuerte desempleo y el colapso del mercado de la vivienda han tenido repercusiones para los trabajadores de ALC en Estados Unidos, observándose tasas de desempleo del 16% en el sector de la construcción y de alrededor del 13% entre los trabajadores de origen hispano, que en ambos casos equivalen a incrementos de más de 7 puntos porcentuales con respecto al promedio de 2007. El descenso pronunciado de la actividad en el sector de la construcción ha ido en paralelo con una merma de las remesas de trabajadores enviadas a México en particular, en tanto que las condiciones generales débiles del empleo han hecho que se reduzcan las remesas a otros países de ALC. Además, el gasto de consumo personal siguió disminuyendo en el segundo trimestre en cifras anualizadas, frenando las importaciones hacia Estados Unidos provenientes de ALC. Por ejemplo, en junio de 2009, el valor de las importaciones provenientes de los países de ALC se redujo en aproximadamente un 30% anual, aunque en los últimos meses se ha observado una mejoría. El número de turistas a la región procedentes de

Estados Unidos también se contrajo drásticamente, sobre todo en el Caribe, y no se vislumbra una pronta recuperación.

Las repercusiones regionales de la situación en Canadá son más moderadas, pero también han afectado mucho a varios países de ALC. Los canadienses contribuyen un 10% a los flujos de turismo en el Caribe, porcentaje que está en aumento y que tiene implicaciones para el crecimiento y las perspectivas de inversión extranjera directa (IED) en la región. Del mismo modo, las remesas de trabajadores provenientes de Canadá son una fuente importante de ingresos para algunas economías del Caribe, en particular Granada, Guyana, Haití y Jamaica. La región también se ha visto afectada por el desplome de la demanda de importaciones de Canadá, que se redujo un 20% con respecto a mayo de 2008, aunque recientemente se ha recuperado.

Aparte de estos efectos inmediatos, habrá implicaciones importantes para ALC a mediano plazo.

La crisis está dejando a los consumidores de Estados Unidos y de otros países avanzados con un menor patrimonio financiero, inseguridad laboral y una mayor carga de deuda pública. Para sustentar la recuperación mundial, la menor demanda interna en las economías avanzadas debería estar compensada por una mayor demanda interna en los países cuyo crecimiento se ha basado principalmente en las exportaciones, sobre todo en Asia. Pero este probablemente será un proceso largo, lo que resultará en una demanda mundial débil en los próximos años.

La menor demanda externa puede incidir en el producto de ALC de dos maneras distintas: reducirá directamente la demanda agregada en la región, contribuyendo así a una brecha del producto negativa que podría persistir a mediano plazo; también puede haber un efecto indirecto, ya que una brecha persistente del producto podría ser un lastre temporal para el producto potencial de la región. Además, el reajuste de la demanda mundial

puede influir en la composición sectorial de las exportaciones de la región.

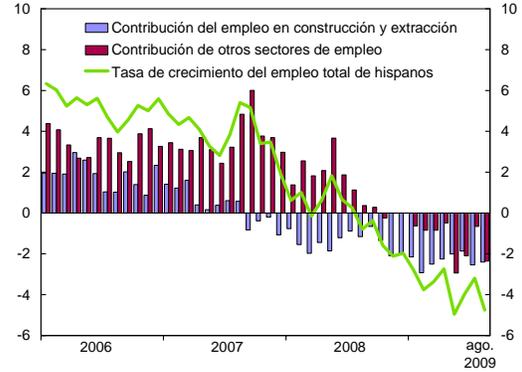
Por otro lado, las sombrías condiciones de empleo y un largo proceso de saneamiento de los balances de los hogares empañarán las perspectivas para las remesas y el turismo en la región de ALC, afectando sobre todo a los países de América Central y el Caribe.

También habrá secuelas importantes en el sector financiero. Las condiciones financieras más restrictivas en Estados Unidos se reflejarán a su vez en condiciones más restrictivas para los países que obtienen préstamos de las instituciones financieras estadounidenses, por lo que se espera un bajo crecimiento del crédito bancario transfronterizo en los próximos años. Si bien las instituciones financieras canadienses han mostrado una notable capacidad de resistencia, las repercusiones podrían sentirse en un escenario a la baja, sobre todo en el Caribe, que es donde los bancos canadienses tienen una presencia importante (con una cuota de hasta el 75% del mercado de bancos extranjeros en algunos casos).

En términos más generales, el panorama financiero de ALC será afectado por las reformas del sector financiero en curso en los países avanzados. Dichas reformas están destinadas a reforzar la regulación financiera para evitar un nuevo desmoronamiento de los mercados mundiales de crédito. En este sentido, las reformas están enfocadas en cinco aspectos prioritarios: 1) ampliar el perímetro de regulación prudencial, reevaluando lo que constituye una institución de importancia sistémica, las que deberían estar sujetas a una rigurosa regulación, supervisión, y vigilancia financiera; 2) hacer más eficaz la supervisión consolidada; 3) modificar las actuales prácticas regulatorias e institucionales para reducir las prociclicidad; 4) reforzar las prácticas de divulgación de información de las instituciones financieras y los mercados financieros de importancia sistémica y 5) ampliar el mandato de los bancos centrales para que incluya el objetivo de la estabilidad

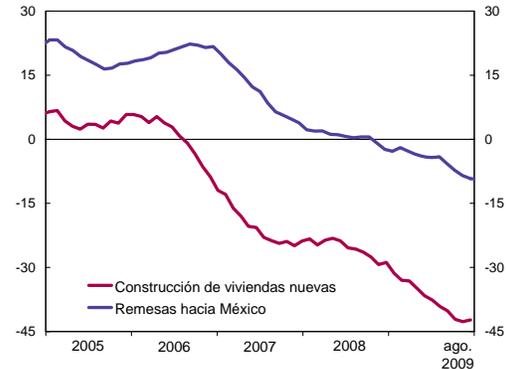
Gráfico 1.6. La crisis de Estados Unidos ha incidido significativamente en variables clave para la región de ALC.

**Estados Unidos: empleo de hispanos y en el sector construcción**  
(Puntos porcentuales)



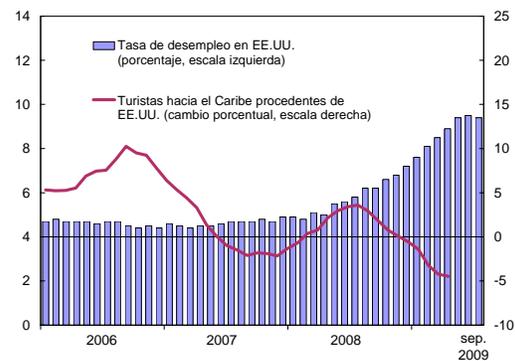
Fuentes: Haver Analytics; y cálculos del personal técnico del FMI.

**Remesas hacia México y construcción de viviendas en Estados Unidos**  
(Cambio porcentual en el promedio anual)



Fuentes: Haver Analytics; y Oficina de Estadísticas Laborales de Estados Unidos.

**Flujo de turistas estadounidenses al Caribe y desempleo en EE.UU.**



Fuentes: Haver Analytics y autoridades nacionales.

financiera. Estas reformas pueden moderar la expansión del ciclo crediticio en los próximos años.

Por último, el legado fiscal de la crisis, con el aumento de los niveles de deuda pública en Estados Unidos y otras economías importantes, pueden presionar al alza los costos de endeudamiento a mediano plazo para los países de mercados emergentes, en especial para los valores públicos que son sustitutos más cercanos a la deuda pública de Estados Unidos. Sin embargo, hasta que la demanda privada se reactive estos riesgos parecen ser bajos. Pero el panorama es más incierto una vez que la recuperación se

afiance. Según los análisis del personal técnico del FMI, cada vez que hubo grandes emisiones de deuda del Tesoro de Estados Unidos, las tasas de interés del Tesoro se elevaron, así como las primas de riesgo de la deuda soberana de los mercados emergentes, suponiendo que otros factores no son afectados (recuadro 1.3). Al mismo tiempo, los menores rendimientos de la inversión privada en las economías avanzadas podrían generar fuertes afluencias de capital hacia los mercados emergentes. Además de los destinos habituales para las operaciones de arbitraje de tasas de interés (*carry trades*) las economías con mercados internos más grandes podrían tornarse especialmente atractivas si el comercio mundial permanece débil.

### Recuadro 1.3. Repercusiones de la emisión de la deuda federal estadounidense: El caso de la deuda soberana de los mercados emergentes

**¿Qué impacto tendrán en las economías de mercados emergentes la recesión y la creciente deuda pública de Estados Unidos?** De acuerdo con un punto de vista, la debilidad del crecimiento estadounidense puede impulsar fuertes entradas de capitales en los mercados emergentes<sup>1</sup>. Otra línea de pensamiento es que

las grandes emisiones de deuda del Tesoro podrían reducir el crédito disponible para los mercados emergentes. En el marco de la consulta del Artículo IV con Estados Unidos de 2009, el personal técnico del FMI evaluó la influencia de estas emisiones en los diferenciales de interés de la deuda soberana de los países de mercados emergentes (de acuerdo con los estudios empíricos, un aumento de la deuda federal estadounidense en

poder del público equivalente a 1% del PIB agrega 3–4 puntos básicos al rendimiento real a largo plazo de la deuda del Tesoro estadounidense)<sup>2</sup>. El análisis econométrico controla por una serie de factores, como el crecimiento y las condiciones financieras tanto de Estados Unidos como de los países de mercados emergentes, pero está aún sujeto a las salvedades usuales de identificación.

**El efecto estimado de la deuda estadounidense en los diferenciales de los mercados emergentes es estadística y económicamente significativo.** Las estimaciones suponen que un aumento de la relación de deuda equivalente a 20 puntos porcentuales del PIB (a partir de un nivel inicial de 40 puntos porcentuales) estaría vinculado a un aumento de los diferenciales de interés (*spreads*) de alrededor de 30 puntos básicos (que se sumarían al aumento de aproximadamente 60 puntos básicos del rendimiento de la deuda del Tesoro).

**La evidencia sobre la manera en que las perspectivas económicas de Estados Unidos afectan los diferenciales de interés soberanos de los mercados emergentes es inconclusa.** Por un lado, los indicadores a corto plazo, como las expectativas de crecimiento del año en curso y las variaciones de los precios reales de las acciones en el año anterior, posiblemente captan el sentimiento contemporáneo de los inversionistas globales y están vinculados a *spreads* más bajos. En contraste con esta observación, las expectativas del crecimiento estadounidense a dos años o la prima por plazo (*term premium*) de los bonos del Tesoro a 10 años están poco vinculados a *spreads* más elevados en los mercados emergentes, lo cual hace pensar que la demanda de deuda soberana de los mercados emergentes quizá sea más vigorosa cuando las expectativas de crecimiento a mediano plazo de Estados Unidos son relativamente desalentadoras.

**En conjunto, los resultados llevan a pensar que un fuerte aumento de la deuda pública federal estadounidense podría ejercer una presión al alza sobre los *spreads* de los mercados emergentes.** El efecto de la emisión de deuda de Estados Unidos podría quedar suavizado por expectativas de crecimiento más prometedoras en los mercados emergentes que en Estados Unidos, o por medidas que redujeran el riesgo soberano de los mercados emergentes, como por ejemplo el recorte de la deuda pública externa. Las conclusiones subrayan la importancia de implementar reformas fiscales y estabilizar la deuda pública federal de Estados Unidos dados estos efectos negativos de repercusión global.

Efectos económicos estimados de ciertas variables explicativas en el modelo

	Aumento de la variable explicativa		Variación del diferencial de los mercados emergentes	
	En puntos porcentuales		En porcentaje	En puntos básicos
Deuda/PIB de Estados Unidos	1		0,4	1,5
Deuda/PIB de Estados Unidos	20		7,9	31,5
Crecimiento real de mercados emergentes	1		-0,7	-2,6
Crecimiento real de mercados emergentes	4		-2,6	-10,4
Deuda externa/PIB de mercados emergentes	1		0,3	1,4
Deuda externa/PIB de mercados emergentes	16		5,6	22,3
Crecimiento previsto de mercados emergentes	1		-1,6	-6,3
Crecimiento previsto de mercados emergentes	4		-6,2	-24,7

Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

Notas: Para todas las variables, salvo la deuda de Estados Unidos, los cálculos se efectuaron utilizando las medias de la muestra como valores iniciales. Estas medias fueron de aproximadamente 4% en el caso del crecimiento real observado y esperado, y de 27% del PIB en el caso de la deuda externa pública en los mercados emergentes.

Nota: Este recuadro fue preparado por Oya Celasun, sobre la base del análisis de Celasun (2009).

<sup>1</sup> Véase, por ejemplo, Calvo, Leiderman y Reinhart (1996).

<sup>2</sup> Laubach (2009) identifica la relación estimando el efecto de las tasas a término a largo plazo (tasas a término de 5 o 10 años con una anticipación de 5 años) y los déficits futuros proyectados por la Oficina de Presupuesto del Congreso (presumiendo que no cambian ni la legislación ni las políticas). Laubach detecta un efecto de 3–4 puntos básicos por cada subida de 1 punto porcentual en el ratio de deuda/PIB. Engen y Hubbard (2004) prueban una serie de especificaciones y concluyen que el efecto es de alrededor de 3 puntos básicos.



## 2. América Latina y el Caribe: Evolución y perspectivas

*América Latina y el Caribe está sobrellevando esta crisis mejor que otras en el pasado, pero hay una creciente heterogeneidad entre los países de la región. La reducción de las remesas y el turismo provocada por la crisis es todavía importante y seguirá afectando a los países de América Central y del Caribe. En cambio, algunas de las economías más grandes han comenzado a recuperarse. Estos distintos comportamientos de la actividad económica, sumados a las diferencias en los márgenes de maniobra con los que cuentan las autoridades de los diferentes países, determinarán los desafíos a los que se enfrentarán las políticas públicas a corto plazo. Asimismo, las secuelas de la crisis mundial tendrán importantes repercusiones en la región.*

### Los shocks externos se disipan, pero no a la misma velocidad

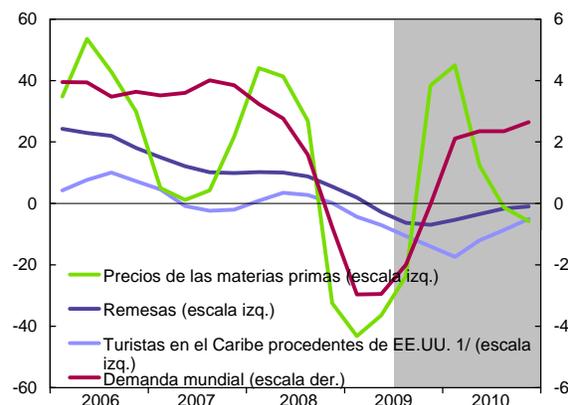
Como se señaló en la edición de mayo de 2009 de *Perspectivas económicas: Las Américas*, desde el último trimestre de 2008 la región de América Latina y el Caribe (ALC) fue golpeada por shocks externos fuertes y de amplio alcance<sup>1</sup>. El costo del endeudamiento externo se disparó y los flujos de capital se tornaron negativos. El valor de las exportaciones se derrumbó al combinarse un descenso de los precios de las materias primas con un desplome del volumen de las exportaciones de otros productos. Las entradas por remesas y turismo se redujeron. La incertidumbre se intensificó.

En los últimos seis meses, conforme se han ido disipando los temores de una situación como la de los años treinta, las condiciones han mejorado en general (capítulo 1). Los mercados financieros se han estabilizado y los precios de los activos y de las

**Gráfico 2.1. La demanda externa de bienes se recuperará probablemente antes que el turismo y las remesas, dada la debilidad del empleo y el consumo privado en las economías avanzadas.**

### Materias primas, remesas, turismo y demanda externa

(Variación porcentual interanual) 1/



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

1/ Los datos de las remesas y turismo corresponden a promedios móviles de cuatro trimestres.

materias primas se han recuperado notablemente a partir del segundo trimestre de 2009. Más recientemente, la demanda de exportaciones de productos distintos a las materias primas parece estar reactivándose, aunque de manera lenta. Sin embargo, el turismo y las remesas, que dependen más del consumo y las condiciones de empleo en los países avanzados, siguen rezagados (gráfico 2.1).

Este variado entorno externo incidirá de diversas maneras en ALC. Para ilustrar estas diferencias, la región ha sido dividida en cuatro grupos de países (recuadro 2.1), reflejando principalmente sus grados de exposición a los shocks externos.

La tensión financiera en la región ha disminuido, lo que se refleja en una menor volatilidad en los

Nota: Este capítulo fue preparado por Jorge Iván Canales-Kriljenko con importantes contribuciones de Ana Corbacho, Gabriel Di Bella, Herman Kamil, Steven Phillips, Rafael Romeu, Carolina Saizar y Bennett Sutton.

<sup>1</sup> Algunas economías también fueron afectadas por shocks climáticos, tales como la sequía que afectó a los países del Cono Sur, especialmente Paraguay.

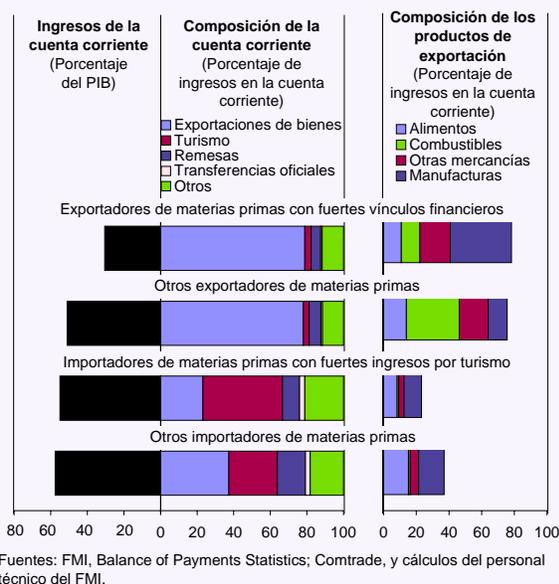
### Recuadro 2.1. Grupos analíticos de países de América Latina y el Caribe

**Para analizar los acontecimientos y perspectivas de la región, se han dividido los países de ALC en cuatro grupos tomando en cuenta su exposición a los principales shocks externos.** Para reflejar las grandes diferencias en el impacto que los shocks externos tienen sobre los términos de intercambio, se distingue, en primer lugar, entre exportadores e importadores netos de materias primas. Entre los exportadores, se distingue además entre los países que tienen pleno acceso a los mercados financieros internacionales y los países que están relativamente menos integrados en estos mercados. Entre los importadores de materias primas, se distingue entre los países que tienen un sector turístico dominante y los que no.

- **Exportadores netos de materias primas que tienen pleno acceso a los mercados financieros internacionales.**

Para simplificar, estos se denominan *países exportadores con fuertes vínculos a los mercados financieros*. Este grupo comprende cinco países que representan dos tercios del PIB regional (Brasil, Chile, Colombia, México y Perú). Estos países son los más vinculados con los mercados financieros mundiales y tienen acceso a dichos mercados en condiciones relativamente favorables, con calificaciones crediticias de grado de inversión. También suelen ser los países con los mercados internos de capital más desarrollados. Además, tienen otras características en común: aplican regímenes de metas específicas de inflación, tienen el mayor grado de flexibilidad del tipo de cambio, y de manera más general, aplican políticas macroeconómicas basadas en reglas. Los términos de intercambio de estos países en general han seguido la evolución de los precios internacionales de las materias primas.

Estructura de ingresos en la cuenta corriente



Nota: Este recuadro fue preparado por Jorge Iván Canales-Kriljenko y Ana Corbacho.

- **Otros países exportadores netos de materias primas.** Este grupo incluye a Argentina, Bolivia, Ecuador, Paraguay, Suriname, Trinidad y Tobago y Venezuela. En general, estos países están menos integrados en los mercados financieros internacionales. En promedio, estos países han registrado las mejoras más significativas en sus términos de intercambio.

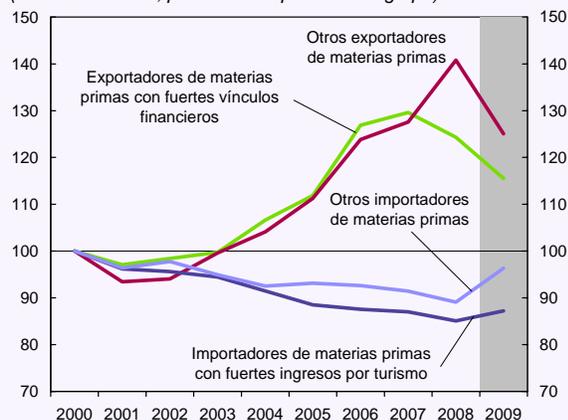
- **Países importadores netos de materias primas con importantes sectores turísticos.** Para simplificar, estos se denominarán *países importadores de materias primas con fuertes ingresos por turismo*. Este grupo incluye Antigua y Barbuda, Las Bahamas, Barbados, Belice, Dominica, Granada,

Jamaica, Saint Kitts y Nevis, San Vicente y las Granadinas y Santa Lucía. Estos países dependen principalmente del turismo para sus ingresos en cuenta corriente externa. Si bien estos países tienen una alta carga de deuda externa, no están muy integrados en los mercados financieros mundiales. Durante 2000–08, los términos de intercambio de estos países experimentaron pérdidas muy significativas dada su limitada base de bienes de exportación y su dependencia de las importaciones de combustibles.

- **Otros importadores de materias primas.** Este grupo incluye a Costa Rica, El Salvador, Guatemala, Guyana, Haití, Honduras, Nicaragua, Panamá, la República Dominicana y Uruguay. Muchos de estos países dependen en gran medida de las remesas. Algunos de estos países exportan volúmenes considerables de materias primas, pero aun así sufrieron pérdidas en sus términos de intercambio durante 2000–08 debido a sus fuertes importaciones de combustibles.

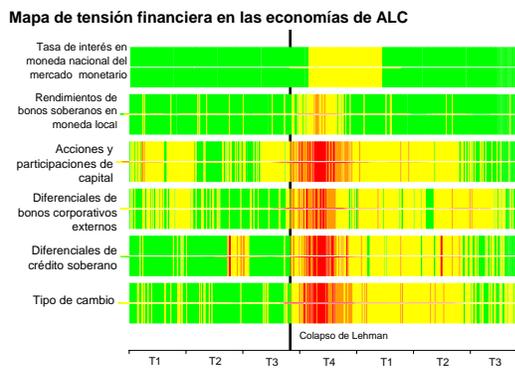
### Términos de intercambio

(Índice 2000=100; promedio simple de cada grupo)



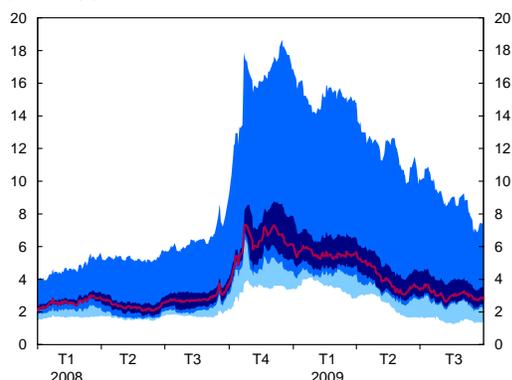
Fuentes: Cálculos del personal técnico del FMI.

**Gráfico 2.2. Los rendimientos soberanos se han reducido y el acceso al mercado se ha recuperado considerablemente. Esto ha reducido la volatilidad financiera, lo que se refleja en el color verde del “mapa de tensión”.**



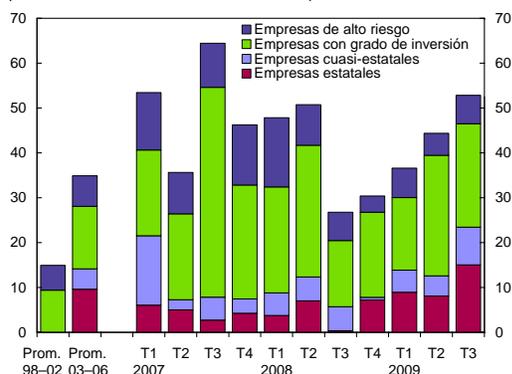
Fuentes: Bloomberg, LLP; Credit Suisse; Deutsche Bank; y cálculos del personal técnico del FMI.  
 Nota: El mapa térmico denota los periodos de tensión en los mercados financieros indicando la desviación de las variaciones diarias de los mercados financieros con respecto a las observadas en un periodo de actividad “normal” seleccionado subjetivamente, de 2004 a 2006. Los colores verde, amarillo, naranja y rojo denotan desviaciones pequeñas, moderadas, grandes y extremas, respectivamente.

**Dispersión de los rendimientos de los bonos soberanos en ALC 1/**  
(Porcentaje)



Fuente: JPMorgan Chase & Co.  
 1/ Distribución de los rendimientos de bonos soberanos EMBIG en América Latina y el Caribe. Excluye el 20% más alto de la distribución.

**Financiamiento total: Emisión de bonos y préstamos en el exterior según tipo de emisor**  
(Miles de millones de dólares de EE.UU.)



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

indicadores financieros (gráfico 2.2). Pero hay diferencias entre los países. El aumento de los diferenciales y los rendimientos de los bonos soberanos y de empresas se ha revertido por completo en el caso de los países con mejores calificaciones crediticias. Pero para varios países con calificaciones crediticias más bajas, las tasas de interés soberanas y de empresas están en niveles significativamente más altos que antes de su fuerte aumento de septiembre de 2008.

De manera similar, el acceso a los mercados de deuda ha ido mejorando. Para el segundo trimestre de 2009, las emisiones de bonos y préstamos habían retornado a niveles cercanos a los de septiembre de 2008 y se situaban bastante por encima de los niveles observados en 2003–06, es decir, antes del importante aumento en la entrada de capitales a los mercados emergentes. No obstante, si bien el acceso de las entidades soberanas y cuasisoberanas parece haberse restablecido por completo, el de las empresas permanece en niveles inferiores a los de antes de la crisis, sobre todo en el caso de las empresas de alto riesgo. Esto podría ser una indicación de que el mercado se ha vuelto más selectivo, pero también de que los requerimientos de financiamiento de las empresas son menores, dada la desaceleración de la inversión.

Dada la reducción en el acceso a los mercados financieros, el FMI ha apoyado a la región de ALC con una intensidad renovada. Ha brindado apoyo en el análisis de políticas como parte de su seguimiento de las economías de la región y ha proporcionado asistencia técnica. Junto con otras organizaciones multilaterales, el FMI también ha proporcionado apoyo de liquidez externa (en ciertos casos por medio de mecanismos de reciente creación), con el fin de apoyar los esfuerzos de las autoridades para estabilizar sus economías<sup>2</sup>. La mayoría de los países han asignado a los acuerdos con el FMI un carácter precautorio (recuadro 2.2).

<sup>2</sup> Un acuerdo de *swap* de monedas con Estados Unidos también reforzó la liquidez externa de Brasil y México.

### Recuadro 2.2. Apoyo del FMI a la región durante la crisis

**En el marco de su respuesta a la crisis económica mundial, el FMI incrementó su capacidad crediticia y llevó a cabo una importante reforma de sus instrumentos de préstamo.** Mediante acuerdos bilaterales para la obtención de préstamos con algunos países miembros cuyas posiciones de reserva son sólidas, en el primer semestre de 2009 el FMI obtuvo recursos adicionales por un monto de DEG 67.000 millones (US\$99.000 millones), incrementando su capacidad crediticia hasta DEG 213.000 millones (US\$316.000 millones). Por otra parte, el FMI aprobó una importante reestructuración de sus instrumentos de crédito, flexibilizando las condiciones y el tamaño de sus préstamos y racionalizando aún más la condicionalidad. Las dos principales novedades fueron (i) la creación de una Línea de Crédito Flexible (LCF), para suministrar abundante financiamiento sin demora y sin condiciones ex-post a países con políticas económicas y cimientos muy sólidos y (2) el fortalecimiento de los acuerdos *Stand-By*, incrementando el tamaño “normal” de estos acuerdos y permitiendo desembolsos inmediatos de una parte importante de los fondos en el marco del acuerdo.

**América Latina fue la primera región que se benefició de estos cambios en los instrumentos de crédito del FMI.** El 16 de enero de 2009, antes de que concluyera la reestructuración de estos instrumentos, el FMI aprobó un acuerdo *Stand-By* por un monto de DEG 514 millones (US\$763 millones) a favor de El Salvador, de los cuales dos terceras partes quedaron a disposición del país en el momento de la aprobación del acuerdo. Tres meses después, el 17 de abril, México se convirtió en el primer país en recibir una LCF (por el equivalente a diez veces la cuota de México en el FMI, es decir, DEG 31.500 millones, US\$46.700 millones). En lo que va de este año, el Directorio del FMI ha aprobado once acuerdos con países de ALC, mayormente en América Central y el Caribe. A finales de junio de 2009, los compromisos totales de préstamos a países de América ascendían a DEG 40.200 millones (US\$59.600 millones), frente a DEG 333 millones (US\$494 millones) un año antes. Esto representa más del 50% de los compromisos de préstamos del FMI a todos los países miembros de la institución (véase el cuadro). No obstante, cabe señalar que más del 99% de todos los compromisos de préstamos del FMI a la región en 2009 han tenido carácter precautorio (es decir, los países han obtenido el acceso a los recursos del FMI pero han decidido no utilizarlos). En cambio, en las regiones más gravemente afectadas por la crisis mundial (por ejemplo, Europa central y oriental), los países con acuerdos respaldados por el FMI han decidido utilizar los préstamos del FMI para aliviar sus dificultades de balanza de pagos.

---

Nota: Este recuadro fue preparado por Miguel Savastano.

**Recuadro 2.2 (conclusión)**

**La distribución de nuevos DEG por un monto de DEG 160.000 millones (US\$237.000 millones) fue otra iniciativa importante del FMI para ayudar a mitigar los efectos de la crisis mundial.** Los nuevos DEG se distribuyeron el 28 de agosto a todos los países miembros en proporción a su cuota en el FMI y tuvieron el efecto inmediato de reforzar las posiciones de reserva de los países miembros. Con el tiempo, la asignación de DEG facilitará el acceso a “monedas fuertes” a los países que tengan dificultades para obtener divisas en los mercados mundiales. Conjuntamente, los países de América, excluidos Canadá y Estados Unidos, han recibido nuevos DEG por un monto de DEG 13.500 millones (US\$20.000 millones). No obstante, debido a la solidez relativa de sus posiciones externas, la mayoría de los países de la región parecen haber optado por mantener la asignación de DEG como parte de sus reservas en lugar de utilizarla para efectuar pagos internacionales.

**Préstamos del FMI, 2008–09**

(Recursos totales comprometidos; millones de derechos especiales de giro)

	30 de junio de 2008		30 de junio de 2009	
	ALC	Mundo	ALC	Mundo
Total	<u>333</u>	<u>1.320</u>	<u>40.208</u>	<u>80.058</u>
Acuerdos <i>Stand-By</i>	241	837	1.637	25.600
Línea de Crédito Flexible	...	...	38.494	52.184
Servicio para shocks exógenos / Servicio para el crecimiento y la lucha contra la pobreza	92	483	77	1.776

Fuente: Departamento Financiero del FMI.

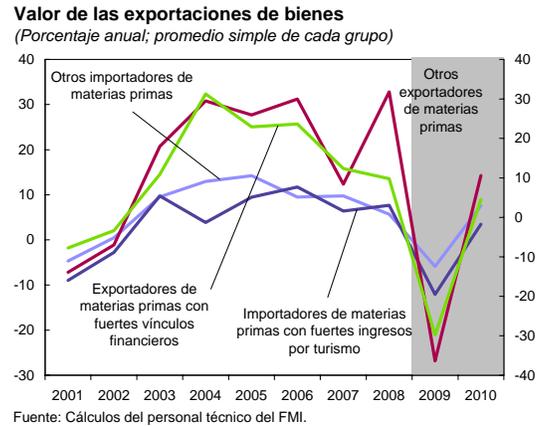
Si bien todos los países de ALC sintieron el impacto de la menor demanda externa, el efecto de la crisis sobre las exportaciones de materias primas fue fundamentalmente distinto al efecto sobre las de bienes manufacturados (gráfico 2.3). En el caso de las manufacturas, la merma de la demanda externa se sintió en la disminución de los volúmenes, lo que afectó especialmente a México y a los países que participan en el acuerdo de libre comercio que Estados Unidos suscribió con América Central y la República Dominicana. En tanto, la disminución en el valor de las exportaciones de materias primas, se debió principalmente al descenso de los precios de estos productos<sup>3</sup>. Dicha reducción afectó principalmente a los países exportadores de materias primas con fuertes vínculos financieros. La reducción de los volúmenes de exportaciones fue mucho menos profunda para los “otros países exportadores de materias primas”, sobre todo para aquellos que exportan energía. Debido al marcado aumento de los precios de las materias primas, los valores de las exportaciones de estos productos están recuperándose relativamente rápido, mientras que la recuperación de las exportaciones de productos manufactureros es más lenta.

Aunque la disminución de los ingresos por turismo todavía no ha sido tan importante como la de las exportaciones, será probablemente más persistente y empañará las perspectivas para las economías que dependen fuertemente de esta actividad. En este sentido, la importante reducción de los arribos de turistas ha dado lugar a descuentos de precios en muchos países del Caribe. Es de esperarse que los ingresos derivados del turismo seguirán siendo afectados por las mayores tasas de ahorro privado que se prevén para Estados Unidos y otras economías avanzadas, aún después de que se recupere el empleo en estos países (recuadro 2.3).

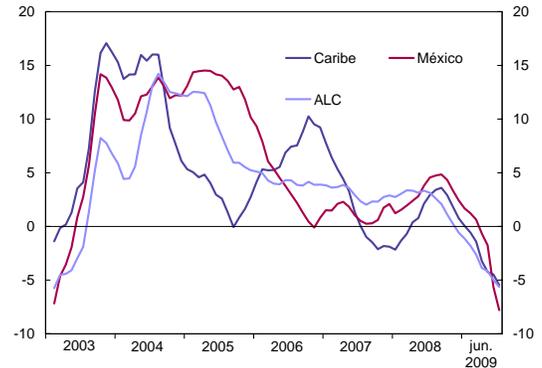
Las remesas también dependen de las condiciones de empleo en las economías avanzadas, por lo que sus perspectivas tampoco son favorables. Estas

<sup>3</sup> Como la oferta de materias primas tiende a ser inelástica en el corto plazo, las fluctuaciones de la demanda suelen reflejarse más en los precios que en los volúmenes.

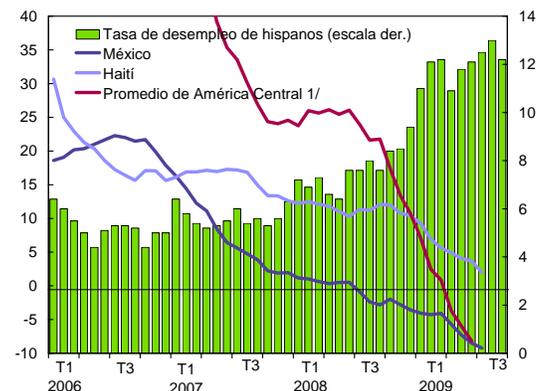
Gráfico 2.3. Las exportaciones se están recuperando, pero el turismo y las remesas continúan rezagados.



**Flujo de turistas de Estados Unidos a ALC**  
(Variación porcentual de llegadas en últimos 12 meses)



**Desempleo de hispanos en Estados Unidos y crecimiento anual de las remesas**  
(Porcentaje)



**Recuadro 2.3. ¿Un Caribe menos visitado el año próximo? Tendencias del turismo**

**La crisis financiera mundial ha afectado profundamente a las economías dependientes del turismo, que respondieron a la importante baja de visitantes ofreciendo fuertes descuentos.** Al desencadenarse la crisis en Estados Unidos, su impacto se sintió antes en los destinos más cercanos al epicentro (México y el Caribe). Cuando la crisis se propagó a Europa continental, disminuyeron los arribos a destinos menos dependientes de los viajeros de Estados Unidos, como Barbados, Cuba, la República Dominicana y algunos países de América del Sur. En respuesta, muchos destinos turísticos procuraron atemperar esa caída rebajando los precios. Aunque los datos sobre precios hoteleros son limitados, para fines de 2008 las tarifas habían bajado 7% tanto en el Caribe como en América Latina, con recortes aún mayores en 2009. Esas rebajas subrayan la posibilidad de que en los próximos meses se produzcan fuertes caídas de ingresos del gobierno y, por consiguiente, una menor entrada de divisas del exterior.

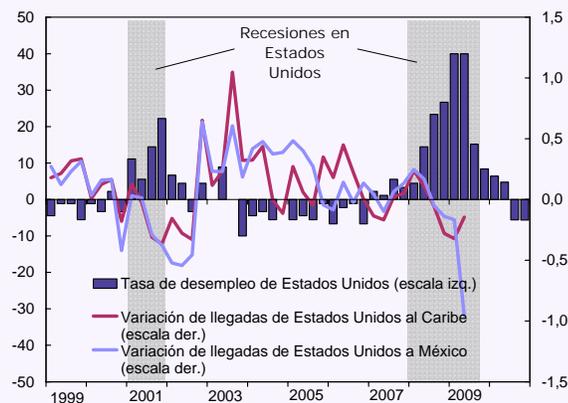
**Probablemente los efectos de la crisis financiera en el Caribe persistirán hasta 2010, dado que el turismo depende de la situación del empleo en las economías avanzadas, que generalmente muestra rezagos respecto de la recuperación del producto<sup>1</sup>.** En la recesión de 2001, por ejemplo, la disminución de los arribos de turistas a México y el Caribe se produjo después de un aumento de las tasas de desempleo, que no mejoraron hasta 2003 a pesar de la recuperación del producto en 2002. Las estimaciones econométricas del arribo de turistas a la región, en las que se consideran las tasas crecientes de desempleo, indican que habrá una caída de entre el 10% y el 15% como resultado de la crisis. En la actualidad se proyecta que la tasa de desempleo de Estados Unidos alcance cifras de dos dígitos—por primera vez en más de 60 años—y se mantenga en ese nivel hasta el último trimestre de 2010.

**Variación porcentual de llegadas de turistas, 2009**

	Abril-Junio	Acumulado (al mes)	
Antigua y Barbuda	-13,8	-12,8	jul.
Bahamas, Las	...	-14,1	may.
Barbados	-12,5	-10,7	jul.
Belice	-6,0	-8,3	jun.
República Dominicana	-0,5	-2,4	jul.
Jamaica	6,7	3,4	jun.
Santa Lucía	-5,2	-9,4	jul.
San Vicente y las Granadinas	-24,1	-17,4	jun.
St. Kitts y Nevis	-25,5	-27,0	jun.
Argentina	-9,1	-13,1	jun.
Brasil	2,4	-3,8	jul.
Chile	-8,4	-8,5	jun.
Colombia	13,2	10,1	jul.
México	-27,6	-16,8	jul.
Perú	-0,3	-0,9	jun.
<b>Partida Informativa:</b>			
Cuba	3,8	3,1	jul.

Fuentes: Autoridades nacionales; Organización de Turismo del Caribe; y cálculos del personal técnico del FMI.

**Variación de la tasa de desempleo y la llegada de turistas de Estados Unidos (Porcentaje)**



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

Nota: Este recuadro fue preparado por Rafael Romeu. El autor agradece los comentarios de Roberto Perrelli y Laure Redifer.

<sup>1</sup> Véase la vinculación entre turismo y empleo en Romeu y Wolfe (de próxima publicación).

Las perspectivas del turismo en 2010 podrían verse afectadas además por los efectos indirectos de una mayor apertura de Estados Unidos hacia Cuba y una recuperación potencialmente fuerte en México. En abril de 2009, Estados Unidos levantó las restricciones de viajar a Cuba para los familiares de residentes en la isla, como resultado de lo cual los arribos a Cuba desde Estados Unidos aumentaron 11% y los arribos totales, 6%. Mientras que el impacto de esta medida en el resto del Caribe será probablemente pequeño, una mayor apertura del turismo de Estados Unidos a Cuba en el corto plazo aumentaría significativamente la competencia regional<sup>2</sup>. Asimismo, desde 2003 los aumentos (y disminuciones) del número de visitantes de Estados Unidos a México han sido compensados por los arribos de viajeros de esa procedencia al Caribe (véase el gráfico). Las fuertes reducciones de los arribos a México registradas este año a causa del virus H1N1 y otros shocks ha desacelerado el ritmo de la caída en el Caribe. Si México se recupera rápidamente en 2010, el Caribe quedará sometido a una mayor presión.

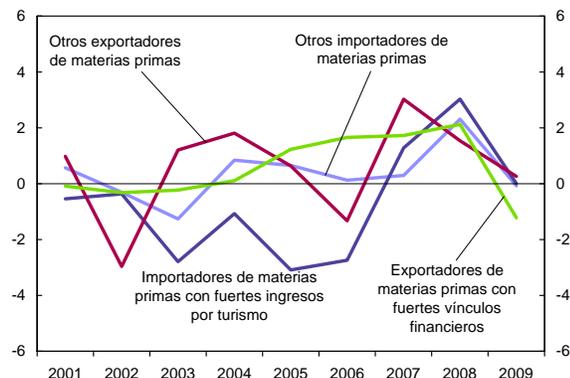
---

<sup>2</sup> En Romeu (2008) se estima el impacto regional de la ausencia de restricciones a los viajes desde Estados Unidos a Cuba.

Gráfico 2.4. La demanda interna se desaceleró drásticamente, lo cual estuvo asociado con un freno brusco en el crédito y menores importaciones y saldos en la cuenta corriente externa.

**Diferencia entre la tasa de crecimiento de la demanda interna y la del PIB**

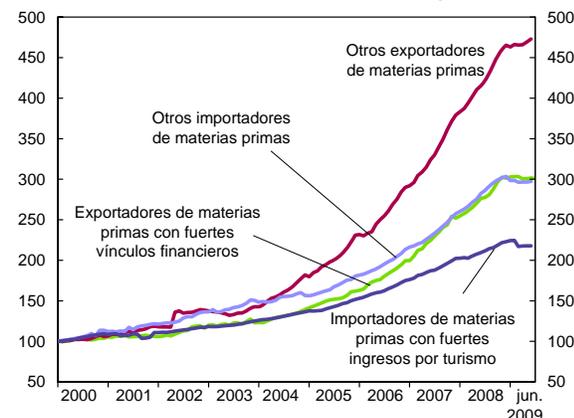
(Puntos porcentuales; promedio simple de cada grupo)



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

**Crédito al sector privado**

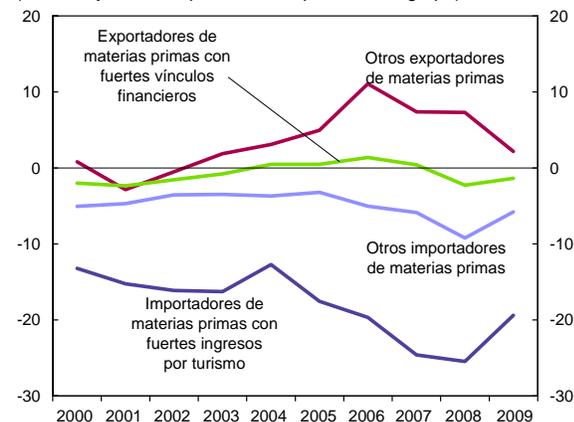
(Índice enero 2000=100; promedio simple de cada grupo)



Fuentes: FMI, Estadísticas Financieras Internacionales; y cálculos del personal técnico del FMI.

**Balances de cuenta corriente**

(Porcentaje del PIB; promedio simple de cada grupo)



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

han seguido disminuyendo, afectando especialmente a los países importadores de materias primas, sobre todo a los de América Central. La reducción de la actividad de la construcción y el continuo aumento del desempleo de los hispanos en Estados Unidos son los factores que han determinado esta disminución.

**El impacto económico de la crisis ha sido fuerte, pero se divisa un rebrote de actividad . . .**

¿A través de qué canales la recesión y la tensión financiera a escala mundial se reflejaron en una menor actividad en ALC? Aunque los volúmenes de las exportaciones se contrajeron en muchos casos, el descenso rápido y profundo de la demanda interna fue el factor dominante (gráfico 2.4).

En este sentido, el sector privado reaccionó rápidamente a la extrema incertidumbre económica y financiera de finales de 2008, recortando el consumo de bienes duraderos, y sobre todo, postergando planes de inversión y reduciendo inventarios.

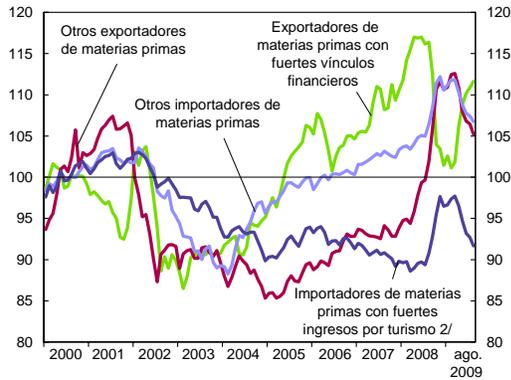
La reducción de la demanda interna provocó una fuerte desaceleración de la actividad económica, pero el ritmo de la desaceleración no ha sido uniforme. De hecho, los países que están más integrados en los mercados financieros y más interconectados a escala internacional sintieron los shocks externos más rápidamente, además de que las exportaciones cayeron antes y más profundamente que los ingresos derivados del turismo y las remesas, más relevantes en estos países.

Como se indicó en la edición de mayo de 2009 de *Perspectivas económicas: Las Américas*, los tipos de cambio desempeñaron un papel crucial en las economías más vinculadas a los mercados financieros (gráfico 2.5). Tras el colapso de Lehman, los tipos de cambio reales de estos países se depreciaron considerablemente, pero se recuperaron a comienzos de 2009, reflejando principalmente las fluctuaciones del valor de sus monedas con respecto

**Gráfico 2.5. Los tipos de cambio reales están retornando a los niveles previos al colapso de Lehman, debido principalmente a los movimientos de los tipos de cambio nominales efectivos.**

**Tipo de cambio real efectivo 1/**

(Índice 2000=100; promedio simple de cada grupo)



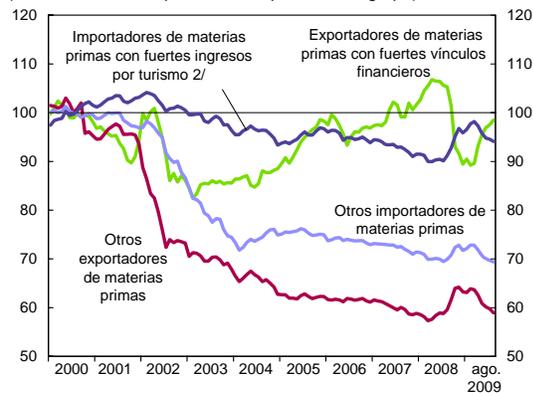
Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

1/ Un aumento (una disminución) representa una apreciación (depreciación) de la moneda nacional.

2/ Excluye Jamaica.

**Tipo de cambio nominal efectivo 1/**

(Índice 2000 = 100; promedio simple de cada grupo)



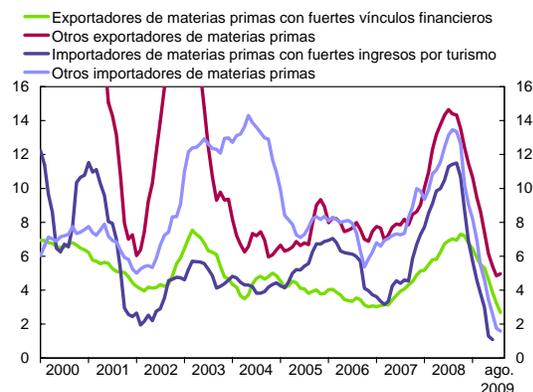
Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

1/ Un aumento (una disminución) representa una apreciación (depreciación) de la moneda nacional.

2/ Excluye Jamaica.

**Inflación de precios al consumidor**

(Variación porcentual en 12 meses; promedio simple de cada grupo)



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

al dólar de EE.UU. En otros países, los tipos de cambio reales efectivos (es decir, ponderados por la estructura de su comercio exterior) se movieron en el sentido opuesto. Esta tendencia obedece principalmente a las variaciones de los tipos de cambio nominales, en particular la apreciación del dólar de EE.UU. frente a otras monedas importantes, más que a diferencias en las tasas de inflación. De hecho, al desacelerarse la actividad económica y ampliarse las brechas del producto en todos los países, la inflación bajó de forma generalizada.

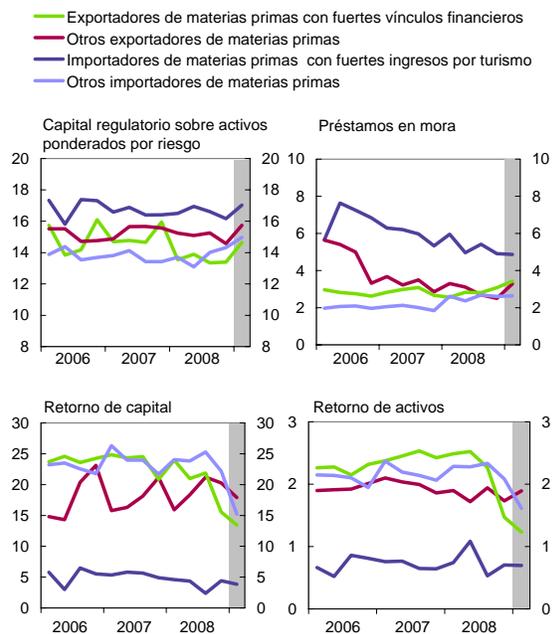
Los sistemas financieros de la región han resistido estos shocks, pero el crecimiento del crédito ha disminuido. El crédito prácticamente se estancó dada la reducción de su demanda por parte de empresas y hogares y la mayor precaución de los bancos a la hora de otorgarlo. La cartera de préstamos en mora, en niveles bajos antes de la crisis, ha aumentado durante 2009, mientras que la rentabilidad ha disminuido. Sin embargo, los indicadores de solvencia patrimonial ajustados en función del riesgo han mejorado; la constitución procíclica de provisiones puede haber influido en este sentido. Esto sugiere que los bancos tomaron medidas para reforzar sus reservas de capital ajustadas en función del riesgo, lo que implica que han asumido relativamente menores riesgos crediticios (gráfico 2.6).

Muchos factores han contribuido a la solidez de los sistemas financieros de ALC: reservas de capital y de liquidez más cuantiosas y mejores, la modernización de los marcos jurídico, regulatorio y de supervisión a lo largo de más de una década, y una mejor gestión de riesgo por parte de las instituciones financieras.

Como se mencionó en la edición de mayo de 2009 de *Perspectivas económicas: Las Américas*, los colapsos de Clico y Stanford han tenido repercusiones financieras importantes en el Caribe, que todavía se siguen sintiendo. Pese a las mejoras importantes en la regulación prudencial en toda la región, este tipo de eventos señalan los desafíos regulatorios que aún hay que abordar.

**Gráfico 2.6. La cartera en mora ha aumentado y la rentabilidad ha disminuido, pero los niveles de adecuación de capital ponderados por riesgo se han elevado.**

**Indicadores de solidez financiera 1/**  
(Porcentaje)



Fuentes: Autoridades nacionales; y cálculos del personal técnico del FMI.  
1/ La definición oficial de indicadores de solidez financiera varía de un país a otro. Las líneas en el gráfico indican la mediana para cada grupo de países.

Al disiparse los shocks externos y al reducirse la incertidumbre (dados los menores riesgos de eventos extremos), la reactivación de la actividad económica está empezando a cobrar impulso. De hecho, los indicadores recientes apuntan a una recuperación, sobre todo entre los países exportadores de materias primas con fuertes vínculos a los mercados financieros. Por ejemplo, Colombia mostró tasas de crecimiento positivas en el primer y segundo trimestre, mientras que Brasil se recuperó con fuerza en el segundo trimestre. Se prevé que otros países exportadores de materias primas registren un crecimiento positivo en la segunda parte del año. En cambio, en los países importadores de materias primas el crecimiento está rezagado, ya que aún enfrentan un entorno externo adverso, aunque en algunos casos se notan rebrotes de actividad (Costa Rica y Uruguay, por ejemplo).

En todos los grupos de países, el déficit en el balance de cuenta corriente disminuyó en términos

absolutos. El descenso marcado de la demanda interna dio lugar a una reducción generalizada de las importaciones, que cayeron por lo general más que las exportaciones en términos reales. En efecto, las exportaciones netas contribuyeron positivamente al PIB.

En la cuenta financiera de la balanza de pagos, las salidas de cartera de no residentes resultaron ser pasajeras, y los flujos provenientes del exterior retornaron a los países más grandes ya en la primera parte de 2009 (gráfico 2.7). En algunos países, el sector privado y el gobierno redujeron sus activos externos para suavizar la salida de capitales. En cuanto a la composición de la cuenta financiera, el cambio más importante ocurrió en los flujos de cartera, ya que la búsqueda de liquidez de los inversionistas extranjeros resultó en reducciones de sus tenencias de activos financieros de la región. Al igual que en otros episodios de cambio súbito de las entradas de capitales, los flujos de inversión extranjera directa (IED) fueron mucho más estables que otros flujos (recuadro 2.4). El ajuste financiero efectuado por el sector privado, incluida la reducción de sus activos externos, mitigó el shock en la balanza de pagos y redujo considerablemente la necesidad de medidas por parte de las autoridades. De hecho, las reservas internacionales oficiales disminuyeron levemente y por lo general permanecieron por encima de sus niveles a fines de 2007.

El retiro inicial de los bancos globales en los meses posteriores a los eventos de Lehman Brothers se revirtió prácticamente hacia marzo de este año. El total de activos de los bancos que informan al Banco de Pagos Internacionales (BPI), medidos a tasas de cambio constantes, se contrajo en el último trimestre de 2008 pero mucho menos que en otras regiones del mundo. Esta mayor estabilidad relativa se debe en parte a que la mayoría de los préstamos y otros activos de los bancos globales en ALC fueron otorgados por sus filiales locales y financiadas con depósitos locales (véase también el capítulo 4 de la edición de mayo de 2009 de *Perspectivas económicas: Las Américas*).

**Recuadro 2.4. La IED durante la última crisis: Resistente, pero no inmune**

*Al igual que lo sucedido en anteriores episodios de turbulencia, en el último año la inversión extranjera directa (IED) se ha mantenido más estable que otros flujos de financiamiento externo. Sin embargo, no ha sido totalmente inmune a los efectos de la crisis mundial y es probable que durante algún tiempo se mantenga por debajo de sus niveles máximos, especialmente en los países del Caribe donde creció rápidamente durante los años de bonanza.*

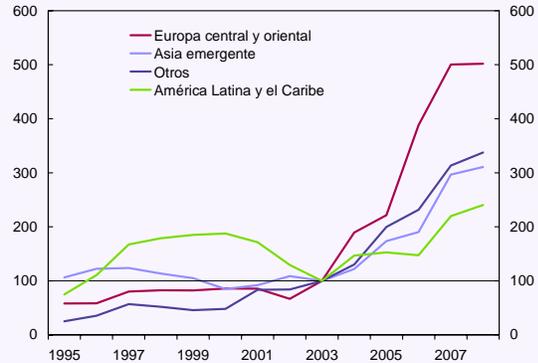
**Los flujos de IED hacia América Latina y el Caribe fueron relativamente abundantes en los últimos años, pero no en la medida observada en otras regiones<sup>1</sup>.**

Entre 2003 y 2008, la IED que recibió la región de ALC en su conjunto se duplicó en dólares constantes. En otras regiones, sin embargo, el crecimiento fue aún más rápido: los flujos hacia las economías emergentes de Asia, hacia Oriente Medio y África aumentaron más del triple y los dirigidos a Europa central y Europa oriental se quintuplicaron. En consecuencia, la participación de América Latina y el Caribe en los flujos mundiales de IED hacia las economías emergentes y en desarrollo cayó de más del 40% durante finales de la década de 1990 al 25% en 2003, y a menos del 20% en 2008.

**En relación al tamaño de la economía del país receptor, la IED ha aumentado de manera significativa en muchos países de América Central y el Caribe, pero mucho menos en otros países de la región de ALC<sup>2</sup>.**

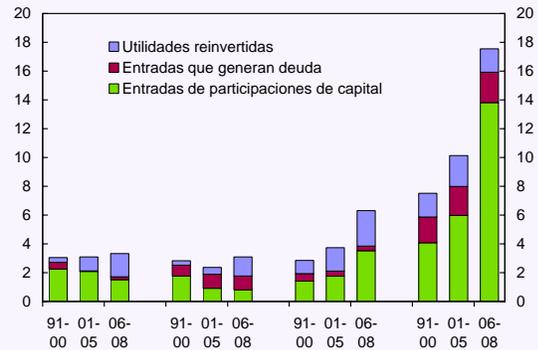
En el caso de las economías más grandes, agrupadas en AL7, la relación IED-PIB se ha mantenido en un nivel estable de alrededor del 3% del PIB<sup>2</sup>. En otros países de América del Sur, en promedio la IED ha aumentado solo moderadamente como porcentaje del PIB en los últimos cinco años<sup>3</sup>. En cambio, la IED recibida por América Central —que ya había estado en alza en la primera parte de la década debido a la mayor integración mundial— ha crecido a una tasa

**Entradas netas de IED**  
(Índice 2003=100; dólares de EE.UU. deflactados según el IPC de EE.UU.)



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

**Composición de las entradas netas de IED**  
(Porcentaje del PIB)



Fuentes: FMI, Balance of Payments Statistics; y cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: Este recuadro fue preparado por Herman Kamil, Bennett Sutton y Andrew Swiston.

<sup>1</sup> En este recuadro, los términos IED y flujos de IED se refieren a los flujos de ingresos netos provenientes de extranjeros (definidos como influjos brutos netos de redenciones).

<sup>2</sup> En este recuadro, la relación con el PIB se refiere a la razón promedio (media) dentro de cada grupo de países. El uso de la mediana de los cocientes no modifica los resultados de manera sustancial.

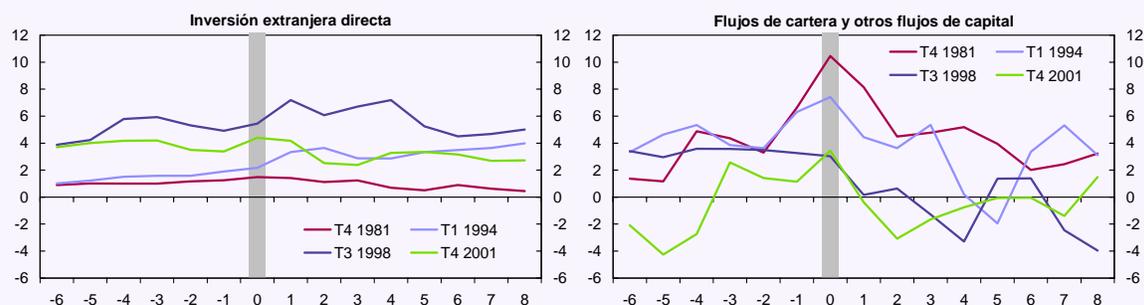
<sup>3</sup> Los movimientos en la relación respecto del PIB en dólares corrientes pueden ser afectados por las variaciones del tipo de cambio real frente al dólar que se registren en cada país. En tal sentido, la apreciación real de la moneda en países como Argentina, Brasil, Chile y Colombia durante el período 2004–08 hizo caer la razón IED/PIB, dado todo lo demás.

**Recuadro 2.4 (continúa de la página anterior)**

mucho mayor en los últimos años<sup>4</sup>. Los flujos de IED hacia la región del Caribe también han aumentado en estos últimos años, alcanzando un promedio de más del 15% del PIB en el período 2006–08, debido a las grandes inversiones realizadas en los sectores de bienes raíces y del turismo<sup>5</sup>.

**A través de los años, la IED no ha exhibido el comportamiento de auge y desplome típico de otros flujos de capital.** El comportamiento de los diversos tipos de flujos ha sido muy diferente en anteriores episodios de crisis: la IED se mantiene notablemente estable, mientras que los flujos de cartera, los préstamos bancarios y el crédito al comercio internacional experimentan repentinas reversiones y profundas caídas. De hecho, los flujos de IED hacia la región de ALC tienden a mantenerse positivos aun durante períodos en que la inversión de cartera y otras inversiones han registrado sustanciales redenciones netas<sup>6</sup>. La estabilidad de los flujos de IED puede deberse tanto al hecho que las decisiones sobre estos flujos de capital están determinadas

**Episodios previos de crisis: Entradas netas de capital 1/**  
(Porcentaje de PIB, en  $t = -6$ )



Fuentes: Haver Analytics; y cálculos del personal técnico del FMI.  
1/ Promedio móvil de dos trimestres, en cifras anualizadas, de flujos brutos de inversión extranjera directa, cartera y otros flujos como porcentaje del PIB seis trimestres antes del punto máximo de financiamiento. Cada línea es un promedio simple de la razón entradas de capital/PIB de todos los países de ALC de los que se dispone datos trimestrales.

<sup>4</sup> El desglose de los componentes de la IED correspondientes a América Central y el Caribe solo incluye datos hasta 2007 inclusive, ya que no se dispone de un desglose para la mayoría de los países de estos grupos para 2008.

<sup>5</sup> La composición de los flujos de IED varían mucho entre las distintas regiones. En el grupo de países de AL-7 y otras naciones de América del Sur, la reinversión de utilidades se ha convertido en una fuente más importante de IED, ante la caída de los influjos de capital accionario. Como una gran parte de la IED hacia estas regiones ha estado dirigida a los sectores productores de materias primas, el alza de precios de esos bienes hasta 2008 incrementó la rentabilidad de esas empresas y contribuyó a generar mayores utilidades reinvertidas en las filiales extranjeras. En cambio, el reciente aumento de la entrada de IED a la región del Caribe se debe casi enteramente a los flujos de capital accionario, mientras que los flujos recibidos por América Central se distribuyen en forma más pareja entre aportes de capital y reinversión de utilidades.

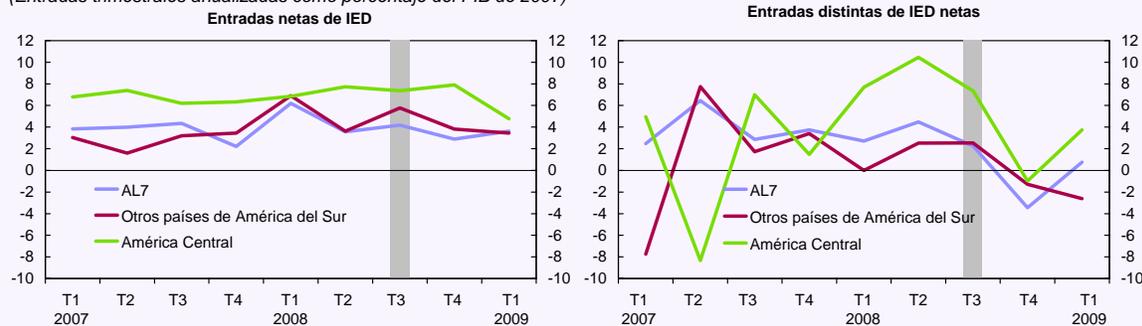
<sup>6</sup> Por lo tanto, los hechos estilizados correspondientes a la región de ALC son coherentes con la evidencia empírica que en general confirma que los flujos de IED son más estables que todas las demás formas de capital (véase Levchenko y Mauro, 2006). Los pagos de IED también tienen, en principio, propiedades cíclicas ventajosas: los pagos relacionados con el financiamiento mediante aportes de capital tienden a reducirse cuando los resultados económicos empeoran. La contracara de estos beneficios de la IED (que supone compartir más equitativamente el riesgo con el resto del mundo) es que la IED por lo general es “más cara”, es decir, dichas inversiones extranjeras exigen por lo general un rendimiento mayor.

por una evaluación de más mediano plazo sobre el ambiente de negocios en un determinado país, o que el tipo de inversiones hechas son más difíciles de revertir que otros flujos de capital<sup>7</sup>.

**Aunque todavía es prematuro hacer una evaluación del episodio actual, los datos disponibles sobre algunos países indican que, si bien la IED no ha permanecido completamente inmune a la turbulencia financiera mundial, una vez más ha demostrado ser la fuente más estable de financiamiento.** Comparados con la intensidad de la crisis mundial, los flujos de IED hacia muchas de las economías de ALC han demostrado una excepcional capacidad de resistencia en el período más reciente. Los datos disponibles hasta el primer trimestre de 2009, muestran que los flujos de IED como porcentaje del PIB previo a la turbulencia se mantuvieron constantes en los países de AL7 y otros países de América del Sur, y registraron una baja moderada en América Central<sup>8</sup>. En cambio, las entradas de inversiones de cartera y otros flujos de capital cayeron en el segundo semestre de 2008, pasando a ser negativos en todas las regiones en el cuarto trimestre, antes de repuntar parcialmente en el primer trimestre de 2009. Esta evidencia preliminar sugiere que la IED ha sido una fuente de estabilidad de la cuenta de capital durante la reciente crisis financiera.

#### Comportamiento de las entradas de IED y de otros flujos de capitales durante la reciente crisis en la región de ALC 1/

(Entradas trimestrales anualizadas como porcentaje del PIB de 2007)



Fuentes: FMI, Balance of Payments Statistics; y cálculos del personal técnico del FMI.

1/ Para controlar por el tamaño del país y variaciones del tipo de cambio, los flujos de capital trimestrales se dividen por el PIB de 2007 en cada período y país. Los gráficos muestran el promedio simple de cada grupo.

<sup>7</sup> Hausmann y Fernández-Arias (2000) sostienen que son solo los criterios contables por los que optan las firmas lo que determina la distinción entre IED y otros flujos de capital. De todos modos, este argumento no explica los continuados flujos positivos de IED observados durante episodios de crisis. Una explicación posible de este fenómeno es que, durante un cambio abrupto de dirección de los inlfujos de capital, las filiales que son objeto de IED les resulta más fácil obtener financiamiento interno de sus propias casas matrices que conseguir endeudarse externo de empresas no vinculadas.

<sup>8</sup> En el caso de los países del Caribe, no existían suficientes datos trimestrales disponibles para construir un agregado regional. Los datos anuales indican que la IED disminuyó del 16% del PIB en 2007 al 14% del PIB en 2008.

**Recuadro 2.4 (conclusión)**

**La caída de las entradas de IED ha sido menos drástica que la de otros flujos financieros, pero igualmente se prevé que estas entradas disminuyan significativamente y que durante algún tiempo se mantengan por debajo de los niveles anteriores a la crisis.** El pronóstico para la región prevé entradas netas de IED por un monto de US\$72.000 millones en 2009, menos que los US\$125.000 millones recibidos en 2008. Esto contrasta con la baja de otros flujos financieros (excluidas las reservas) de US\$113.000 millones en 2007 a US\$32.000 millones en 2008. La disminución pronosticada de la IED está en consonancia con lo ocurrido en el primer trimestre de 2009 y en el segundo trimestre en los países donde se dispone de datos. No obstante, según se infiere de la persistencia típica de los shocks a la IED, los flujos tenderán a permanecer por debajo de los niveles de 2006–08 durante algún tiempo. Otro factor que posiblemente limite la IED en las actuales circunstancias son las restricciones de financiamiento que enfrentan las empresas extranjeras que normalmente sirven como fuente interna de fondos de IED o que realizan fusiones y adquisiciones. Los países más vulnerables son aquellos de América Central y el Caribe que experimentaron la mayor acumulación de IED antes de la crisis, especialmente si los flujos dependieron de industrias como el turismo y el sector financiero, que probablemente rezaguen el proceso de recuperación. En gran parte de la región, sin embargo, el hecho de que el incremento de la IED durante los años de auge haya sido menos dramático, unido a la existencia de sólidos fundamentos macroeconómicos, podría atenuar la caída en comparación con la de algunas otras regiones del mundo.

El impacto de la crisis en los mercados laborales de ALC no ha sido tan severo como en Estados Unidos. Las tasas de desempleo han aumentado, aunque en muchos casos esto se ha debido más a un aumento de las tasas de participación de la fuerza laboral que a una disminución del empleo. En algunos países (por ejemplo, Brasil), la tasa de desempleo ya ha empezado a disminuir.

### ... ayudado en algunos casos por políticas macroeconómicas activas

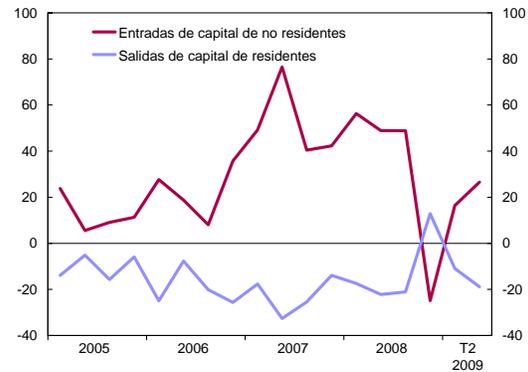
A diferencia de lo sucedido en el pasado, los países mejor preparados de ALC pudieron aplicar políticas macroeconómicas anticíclicas en respuesta a la crisis. Como se destacó en la edición de mayo de 2009 de *Perspectivas económicas: Las Américas*, esta fue la "recompensa" a los importantes esfuerzos realizados durante la última década para reducir los factores de vulnerabilidad y reforzar los marcos de políticas. Esta mejor preparación ha redundado positivamente, y según estimaciones preliminares, las pérdidas del producto serán muy inferiores a las que hubieran ocurrido si no se hubiesen realizado tales esfuerzos (capítulo 3).

Los países exportadores de materias primas con fuertes vínculos a los mercados financieros reaccionaron relajando las condiciones monetarias (gráfico 2.8). Las tasas de interés de política monetaria fueron reducidas drásticamente, se permitió que el tipo de cambio se depreciara, y al mismo tiempo se ayudó a algunas empresas e instituciones financieras a cubrir sus obligaciones externas inmediatas (mediante ventas directas de divisas, préstamos de divisas o *swaps* de divisas). Algunos países también redujeron los encajes legales sobre los depósitos bancarios. El mecanismo de transmisión de las tasas de política monetaria a las tasas de interés de los bancos funcionó bien, y las tasas pasiva y activa se redujeron significativamente como consecuencia.

La mayoría de los otros países de la región vieron restringida su capacidad de relajar sus políticas monetarias. Los países con regímenes cambiarios

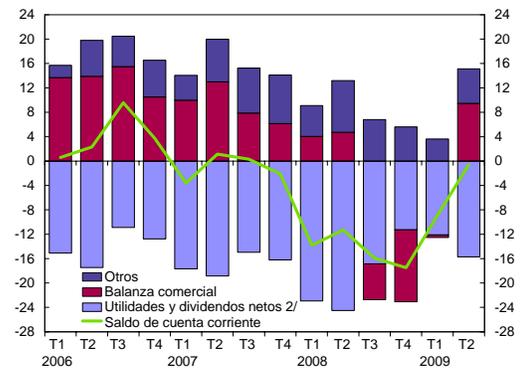
Gráfico 2.7. Las entradas de capitales por inversiones de cartera han regresado. La inversión extranjera directa permaneció relativamente estable.

AL5: Flujos internacionales de inversión 1/ (Miles de millones de dólares de EE.UU.)



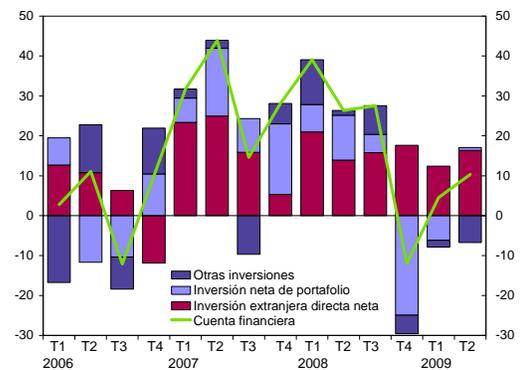
Fuente: Haver Analytics; y EMED.  
1/ El grupo de países comprende: Brasil, Chile, Colombia, México y Perú. Los datos del segundo trimestre de 2009 corresponden a Brasil, Chile, Colombia y México solamente.

Componentes de la cuenta corriente agregada 1/ (Miles de millones de dólares de EE.UU.)



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.  
1/ Incluye Brasil, Chile, Colombia, México y Perú.  
2/ Incluye utilidades reinvertidas y montos repatriados.

Componentes de la cuenta financiera agregada 1/ (Miles de millones de dólares de EE.UU.)

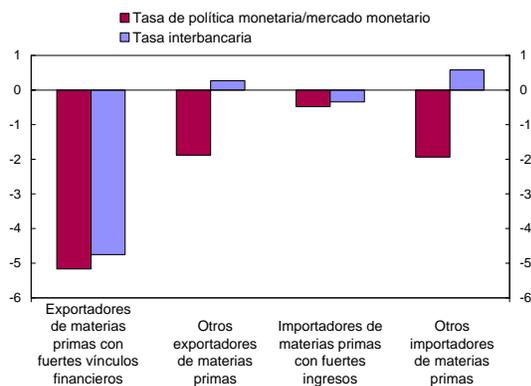


Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.  
1/ Incluye Brasil, Chile, Colombia, México y Perú, excepto el T2 2009, en el cual no hay datos disponibles para Perú.

Gráfico 2.8. Algunos países pudieron relajar las condiciones monetarias y permitieron que el tipo de cambio absorbiera parte del shock externo. Las reservas internacionales permanecieron relativamente estables.

**Variación de las tasas de interés interbancaria y de política monetaria/mercado monetario**

(Diferencia entre sept. de 2008 y los datos más recientes)



Fuentes: FMI, Estadísticas Financieras Internacionales; y cálculos del personal técnico del FMI.

**Tipo de cambio nominal frente al dólar de Estados Unidos**

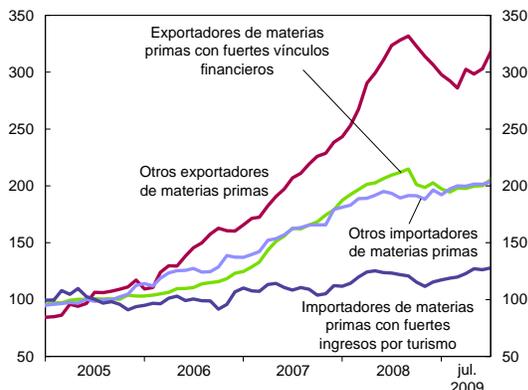
(Enero de 2005=100, promedio simple de cada grupo)



Fuente: Datastream.  
1/ Excluye Jamaica.

**Reservas internacionales**

(Índice 2005=100; promedio simple de cada grupo)



Fuentes: FMI, Estadísticas Financieras Internacionales; y cálculos del personal técnico del FMI.

menos flexibles se beneficiaron en parte de tasas de interés más bajas en las economías avanzadas. Pero aún así, muchos se vieron perjudicados por el aumento de los diferenciales de las tasas de interés. En algunos países, las tasas de interés de los bancos aumentaron a pesar de la reducción de las tasas de interés en los mercados monetarios, debido a mecanismos de transmisión ineficaces o a una mayor percepción de riesgo. Al caer la inflación, las tasas de interés reales aumentaron en muchos casos.

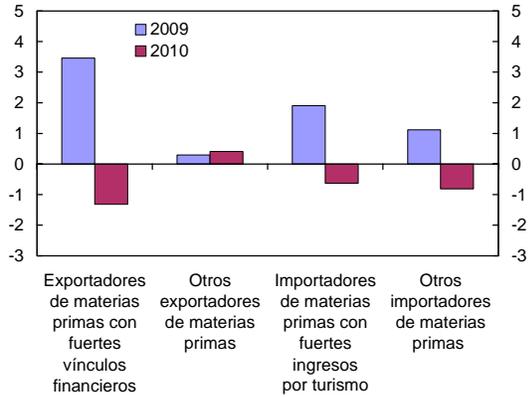
En varios países, los bancos públicos intervinieron para apoyar la oferta de crédito. Para compensar el endurecimiento de las condiciones de crédito, dichos bancos adoptaron políticas de préstamo que le permitieron incrementar su participación en el mercado y ejercer una función anticíclica (por ejemplo, en Argentina, Brasil, Chile y la República Dominicana)<sup>4</sup>. En algunos países, los mercados de capital internos también ofrecieron fuentes de financiamiento alternativas (por ejemplo, en Chile y Perú).

La política fiscal también contribuyó a amortiguar el impacto de la crisis durante 2009, pero en grados distintos de acuerdo con el margen de maniobra de cada país (gráfico 2.9). Como se detalla en el capítulo 4, el apoyo de la política fiscal a la demanda interna (o *impulso fiscal*) fue mayor en los países exportadores de materias primas con fuertes vínculos a los mercados financieros. La acumulación de recursos financieros y la consolidación de la credibilidad de sus políticas económicas durante la fase ascendente del ciclo les permitieron a estos países adoptar políticas fiscales anticíclicas. En los grupos de otros países exportadores e importadores de materias primas, la política fiscal también brindó cierto apoyo a la demanda interna, pero en mucho menor grado que en los países exportadores más vinculados a los mercados financieros.

<sup>4</sup> Estos préstamos públicos en algunos casos pueden provocar pérdidas cuasifiscales, cuya magnitud solo se esclarecerá con el tiempo.

Gráfico 2.9. El apoyo de la política fiscal no fue uniforme entre los distintos grupos de países.

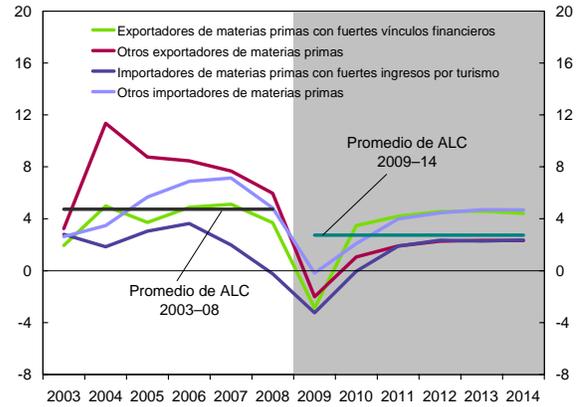
**Variación en déficits fiscales primarios, excluyendo ingresos por materias primas 1/**  
(Porcentaje del PIB)



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.  
1/ Promedio simple de la variación de los coeficientes del balance primario.

Gráfico 2.10. El crecimiento debería regresar a ALC en 2010, pero a tasas inferiores a las del pasado reciente. La recuperación vendrá rezagada en varios importadores de materias primas que dependen de las condiciones laborales en el extranjero.

**PIB en América Latina y el Caribe 1/**  
(Variación porcentual anual)



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.  
1/ Ponderado por el PIB en función de la paridad del poder adquisitivo en cada grupo de países.

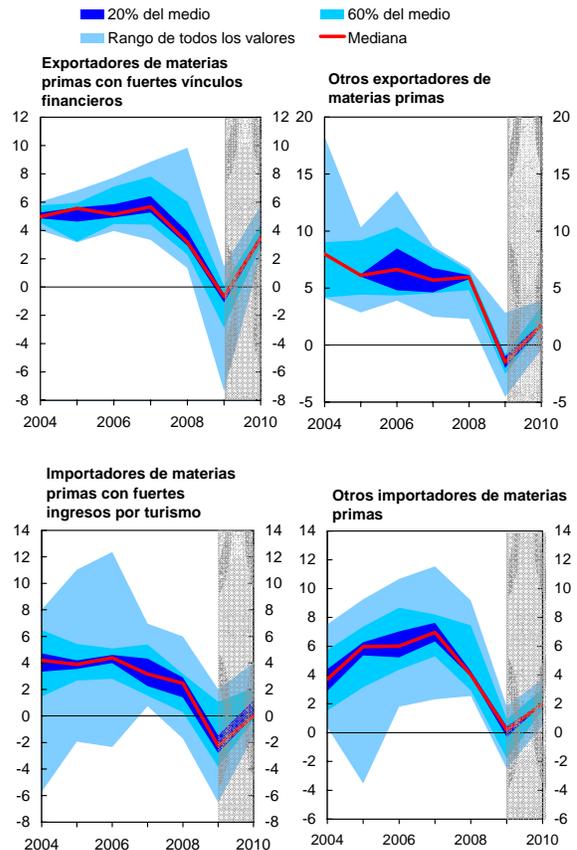
**Se prevé una recuperación gradual . . .**

El pronóstico de referencia (base) para ALC se ha revisado teniendo en cuenta lo ocurrido desde la publicación de la edición de mayo de 2009 de *Perspectivas económicas: Las Américas*. Se prevé ahora que el crecimiento en ALC se reanudará en el segundo semestre de 2009, y se acelere en 2010 (gráfico 2.10). Como se analizó en el capítulo 1, el entorno externo no es propicio para un retorno rápido a las anteriores tasas de crecimiento.

Para 2009 se pronostica un crecimiento ponderado para ALC de -2,6%, algo inferior al presentado en la edición de mayo de 2009 de *Perspectivas económicas: Las Américas*. Esta revisión se debe a que en el primer semestre de 2009 la actividad fue inferior a la proyectada, sobre todo en el caso de México. (recuadro 3.3).

Se proyecta que en 2010 el crecimiento general de ALC se recupere a un poco menos del 3%. En cuanto a Estados Unidos y otras regiones, no se espera un repunte rápido, y por lo tanto las brechas del producto se reducirán solo paulatinamente.

**Crecimiento del PIB real**  
(Variación porcentual)



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

De hecho, pese a las dificultades en estimar las brechas del producto, prevemos que seguirá habiendo una considerable falta de dinamismo y que las presiones inflacionarias permanecerán contenidas en la mayoría de los países de ALC.

Se prevé que la recuperación más rápida dentro de la región se registrará en los países exportadores de materias primas, con una media de crecimiento real de alrededor del 3,5%. Se espera que la recuperación ocurra más lentamente en los países importadores de materias primas, en vista de su estrecha interdependencia con el empleo en Estados Unidos y el margen limitado del que disponen las autoridades de estos países para proporcionar un estímulo adicional.

El retorno proyectado del crecimiento dependerá principalmente de una recuperación de la demanda interna, aunque naturalmente, una parte de este aumento se reflejará en mayores importaciones. Si bien la recuperación proyectada no se basa en una contribución importante de las exportaciones netas, puede esperarse una expansión moderada de los volúmenes de exportaciones de ALC, de acuerdo con la evolución esperada del comercio mundial.

Se prevé que el crecimiento medio de la región se reactive gradualmente en 2011–13. Sin embargo, no se prevé que el crecimiento retorne a los altos niveles de 2004–07. Se pronostica que el proceso de cierre de las brechas del producto no entrañará un período de crecimiento rápido<sup>5</sup>.

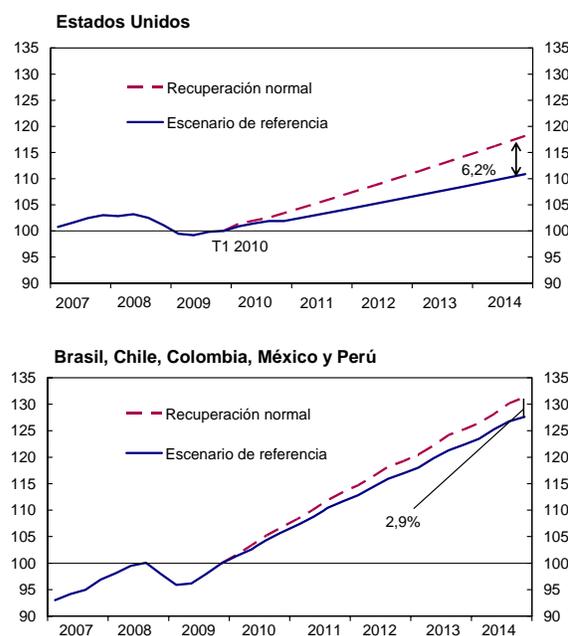
En resumen, nuestro nuevo escenario de referencia supone que el crecimiento del producto potencial de ALC en los próximos cinco años será un poco inferior al de los años previos a la crisis. El crecimiento potencial es menor en el corto plazo debido a la reducida acumulación de capital.

<sup>5</sup> En el pasado, algunos países de ALC que sufrieron crisis financieras lograron que el producto potencial retornara a la tendencia previa gracias a un rápido crecimiento de las exportaciones. Sin embargo, eso sucedió durante períodos de dinamismo de la economía mundial, y es poco probable que eso ocurra en condiciones internacionales más débiles.

La revisión a la baja del producto potencial se refleja en nuestras proyecciones de crecimiento revisadas. En nuestro escenario de referencia, el nivel del PIB real de la región será, en promedio, 3% inferior al nivel previsto antes de la crisis para 2014 (gráfico 2.11). Sin embargo, este pronóstico está sujeto a una considerable incertidumbre, y será necesario revisarlo con más datos.

Gráfico 2.11. La crisis global tendrá un impacto duradero sobre el producto de EE.UU. y ALC.

**Impacto de la crisis en el producto**  
(Índices del PIB real, T4 2009 = 100)



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

*Un escenario a la baja*

Entre las alternativas a la trayectoria de referencia presentada aquí, cabe destacar en particular el riesgo de un escenario menos favorable a corto plazo en las economías avanzadas, como se expuso en el capítulo 1. Una nueva desaceleración en las economías avanzadas desencadenaría probablemente una segunda desaceleración, o incluso una contracción, en ALC y el resto del mundo.

## ... que determinará las decisiones en materia de políticas

### Desafíos de política a corto plazo

¿Qué desafíos de política económica enfrentarán las autoridades si la recuperación ocurre en línea con nuestro pronóstico de referencia? Obviamente los desafíos serán distintos para los diferentes países de ALC, de acuerdo con la etapa del ciclo económico en la que se encuentren, la magnitud del estímulo ya proporcionado y el margen de maniobra restante dadas las vulnerabilidades existentes (gráfico 2.12).

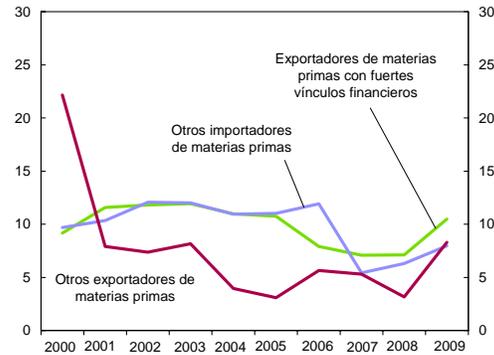
*Gestión flexible, en donde sea posible...*

En el caso de los países que pudieron implementar políticas expansivas en 2009, y en los que el crecimiento se ha reanudado, la cuestión de política macroeconómica más importante consistirá en decidir el momento en que se empezará a retirar el estímulo y la secuencia de ese proceso (es decir, la "estrategia de salida").

En cuanto al momento para comenzar a retirar el estímulo, el alto grado de incertidumbre con respecto a la rapidez de la recuperación, inclusive a escala mundial, hará que sea difícil determinar el momento justo. Los errores en un sentido u otro tendrán consecuencias. En general, convendría empezar a retirar el estímulo discrecional cuando la demanda interna del sector privado se haya consolidado. No obstante, es probable que las consecuencias de retirar el estímulo demasiado pronto en ALC no sean tan graves como lo serían en Estados Unidos y otras economías avanzadas. Esto es así porque los sistemas financieros de la región no han enfrentado presiones extremadamente fuertes y la recuperación de las economías de ALC no depende exclusivamente del actual estímulo monetario y fiscal (como en el caso de algunas economías avanzadas); por lo tanto una gradual reversión hacia políticas menos expansivas no sería un obstáculo grave para la recuperación de la demanda en ALC.

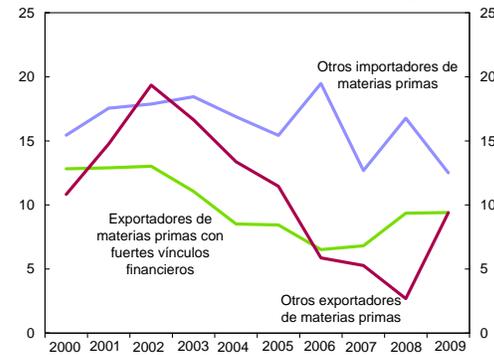
Gráfico 2.12. Los requerimientos de financiamiento del sector público han aumentado en toda la región, mientras que los de financiamiento externo y la suficiencia de las reservas internacionales han variado entre los países.

**Requerimientos de financiamiento del sector público 1/**  
(Porcentaje del PIB; promedio simple de cada grupo)



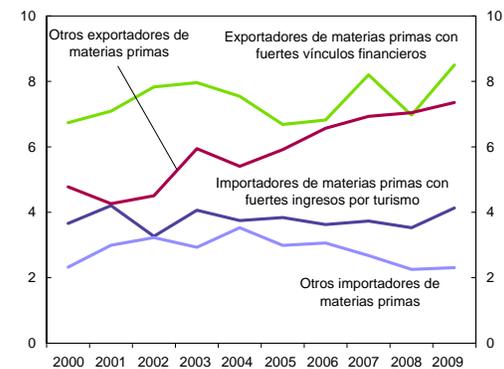
Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.  
1/ No hay suficientes datos disponibles para la construcción de medias significativas para el grupo de "Importadores de materias primas con fuertes ingresos por turismo".

**Requerimientos de financiamiento externo 1/**  
(Porcentaje del PIB; promedio simple dentro de cada grupo)



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.  
1/ No hay suficientes datos disponibles para la construcción de medias significativas para el grupo de "Importadores de materias primas con fuertes ingresos por turismo".

**Suficiencia de las reservas internacionales**  
(Meses de importaciones de bienes y servicios; promedio simple de cada grupo)



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

En cuanto a la secuencia del proceso de retiro del estímulo, lo más conveniente sería comenzar por dejar sin efecto los programas especiales de apoyo financiero otorgados por los bancos centrales cuando dejen de ser necesarios. Esto podría evitar una posible acumulación de pasivos contingentes. En general, el estímulo fiscal debería retirarse antes que el estímulo monetario. La recomendación general es que la política fiscal debería volver a desempeñar una función neutra, o pasiva, en lo que se refiere a la gestión del ciclo de la demanda (como se analiza en más detalle en el capítulo 4). Las autoridades monetarias tendrán que tomar en cuenta los acontecimientos fiscales a la hora de formular la política monetaria, de modo que la coordinación de políticas será importante. El retiro oportuno del estímulo fiscal facilitará el funcionamiento de la política monetaria.

En los casos en que las brechas del producto sigan siendo considerables y la economía no se haya afianzado, no sería necesario que la política monetaria retorne rápidamente a la neutralidad. Sin embargo, en casos donde las políticas han proporcionado mucho estímulo, las autoridades tendrán que empezar a revertir los recortes de las tasas de interés mucho antes de que las brechas del producto parezcan estar cerradas, dados que existen rezagos en la transmisión de la política monetaria. Los países con brechas del producto más pequeñas tendrán que preocuparse más que otros del riesgo de demorarse en revertir sus actuales políticas.

En el escenario de referencia existe la posibilidad de que montos significativos de capital extranjero comiencen a fluir de manera relativamente rápida hacia países en donde los riesgos son relativamente bajos y la recuperación esté más afianzada, lo cual incidiría en la mezcla apropiada de políticas macroeconómicas. Dado el bajo rendimiento al ahorro en las economías avanzadas, los inversionistas que buscan rendimientos altos pero razonablemente seguros podrían “redescubrir” oportunidades en varios países de ALC. El alza de los precios de las exportaciones de materias primas podría reforzar la confianza y convertirse en otro factor de atracción. Si bien una mayor disponibilidad

de capital extranjero en condiciones más asequibles sería, en general, algo positivo, una afluencia repentina de fondos podría dar lugar a monedas demasiado fuertes u otros tipos de tensiones, sobre todo si las nuevas entradas pudieran revertirse súbitamente. Esta es otra razón para retirar el estímulo fiscal antes que el monetario (flexibilizando al mismo tiempo el tipo de cambio para evitar que se realicen apuestas en un solo sentido con la moneda local). Si las entradas de capital persistieran en volúmenes excesivos, probablemente sería necesario volver a evaluar la orientación de la política fiscal.

En un escenario negativo, en el que la recuperación de las economías avanzadas se desacelere, los países de ALC con marcos de política y balances más sólidos en general estarían en condiciones de reactivar el estímulo monetario. De ser necesario, también podría considerarse postergar el retiro del estímulo fiscal, tomando medidas para garantizar su retiro más adelante.

*... y con menos opciones*

Las opciones de política de otros países de ALC son, en distinto grado, más limitadas.

A pesar de que en varios países, entre ellos algunos de América Central, la recuperación será lenta, no está claro si nuevos estímulos fiscales serían factibles o aconsejables. De hecho, es posible que el estímulo aplicado en 2009 tenga que ser retirado más pronto de lo que sería conveniente desde el punto de vista de la gestión de la demanda, simplemente porque el “margen” para proporcionar estímulo es escaso (cabe destacar que estos márgenes se han reducido considerablemente). En ciertos casos sería prudente conservar el margen de maniobra que queda en el escenario de referencia, para utilizarlo en el caso de que se materialice el escenario más difícil en donde la actividad económica vuelva a desacelerar.

En otros casos, incluyendo a muchos países del Caribe, las opciones de política son aún más limitadas. La crisis mundial ha incrementado la deuda pública que ya estaba en niveles muy altos, circunstancia que restringe severamente el nuevo

financiamiento, aún cuando los ingresos fiscales sigan disminuyendo. Para mantener la estabilidad durante este período se precisarán políticas prudentes y planes bien elaborados con un máximo de consenso social. El enfoque debería centrarse en medidas que alivien las dificultades que atraviesan los sectores sociales más vulnerables en esta coyuntura.

Por último, los países exportadores de materias primas, que en general han aplicado una política fiscal procíclica, parecen estar en una encrucijada. Con el desplome de los precios de las materias primas hace un año, algunos de ellos se vieron repentinamente obligados a recortar el gasto público y a recurrir a fuentes de financiamiento insostenibles. El repunte de los precios de las materias primas ha aliviado su situación, y al mismo tiempo ha generado presiones para restablecer un rápido crecimiento del gasto. Ese tipo de gasto podría ayudar a apoyar el producto en el corto plazo, pero la incertidumbre y la posibilidad de volatilidad económica permanecerán en niveles altos en ausencia de políticas más claras para suavizar el gasto público frente a los marcados altibajos de los ingresos. La experiencia reciente destaca la utilidad de elaborar tales marcos de política, como se analiza en el capítulo 4.

### Desafíos de política a mediano plazo

A mediano plazo, la región de ALC enfrenta desafíos de política en tres ámbitos generales.

*1. La política fiscal tendrá que adaptarse a un entorno menos favorable y preparar mejor a los países para hacer frente a futuros shocks.*

Entre las nuevas perspectivas a mediano plazo está la posibilidad de que suban las tasas de interés internacionales (en particular para la deuda pública), y de que al desacelerarse el crecimiento del producto también se desaceleren los ingresos fiscales. Si el resto de los factores se mantuviera constante, estas perspectivas dejarían menos margen para incrementar el gasto público, elemento que será necesario tener en cuenta en la elaboración de los planes fiscales a mediano plazo. Los países deberían

crear marcos más robustos que sistemáticamente los comprometan a ahorrar durante los períodos de prosperidad, de manera que los saldos fiscales puedan reducirse durante los tiempos difíciles.

Un desafío para muchos países de ALC consiste en reducir la deuda pública a niveles más acordes con la estabilidad y el crecimiento, y que les permitan a los países contar con cierto margen de maniobra en los períodos difíciles. Esto atañe en especial a los países que ya tenían niveles de deuda muy altos antes de la crisis. Pero también es pertinente para otros países cuyos niveles de deuda aumentaron marcadamente durante la crisis. En general, todos los países que proporcionaron estímulos fiscales discrecionales durante 2009 tendrán que resistir las presiones a mantener un balance fiscal permanentemente más débil.

*2. Será necesario definir políticas para el sector financiero, teniendo en cuenta las lecciones de la crisis financiera en los países avanzados y la necesidad de seguir subsanando las deficiencias que existían antes de la crisis.*

Entre estas políticas están las siguientes: 1) el perímetro de regulación tiene que abarcar a todas las instituciones de importancia sistémica, 2) los riesgos contingentes derivados de posiciones fuera del balance deben incorporarse en el diagnóstico del riesgo financiero tomado por las entidades y 3) la constitución dinámica de reservas anticíclicas puede incidir en la gestión de la demanda agregada (véase el capítulo 3).

*3. Ahora es aún más importante fomentar un crecimiento económico más rápido y reducir la pobreza.*

No todo ha cambiado desde que sobrevino la crisis mundial. Antes de la crisis, e incluso durante los años prósperos de 2004–07, el crecimiento del ingreso per cápita de la región de ALC no se mantuvo a la altura de los de otros países. Además, pese a ciertas mejoras, los índices de pobreza permanecieron en niveles elevados. Ahora, en un entorno menos propicio para el crecimiento, la necesidad de llevar a cabo reformas profundas para acelerar el crecimiento y reducir la pobreza es más apremiante que nunca.



2. AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE: EVOLUCIÓN Y PERSPECTIVAS

**América Latina y el Caribe**  
**Principales indicadores fiscales 1/**

	Ingreso del sector público (Porcentaje del PIB)						Gasto primario del sector público (Porcentaje del PIB)						Balance del sector público (Porcentaje del PIB)						Balance primario del sector público (Porcentaje del PIB)					
	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2005	2006	2007	2008	2009	2010
					Proy.	Proy.					Proy.	Proy.					Proy.	Proy.					Proy.	Proy.
<b>América Latina y el Caribe</b>																								
<i>Ponderado por el PIB en función de la PPA</i>	27.9	28.5	28.7	29.7	28.2	28.7	24.7	25.4	26.0	27.2	28.8	28.0	-1.4	-1.1	-1.2	-0.9	-4.2	-2.5	3.2	3.1	2.8	2.5	-0.6	0.7
<i>Promedio simple</i>	25.7	26.8	27.2	27.1	25.6	26.2	23.3	23.9	24.6	25.6	26.9	26.6	-1.5	-0.6	-0.5	-1.1	-4.1	-3.2	2.0	2.6	2.4	1.4	-1.3	-0.4
<b>Exportadores de materias primas con fuertes vínculos financieros</b>	26.3	27.3	27.8	28.2	26.0	26.3	23.1	23.1	23.3	24.6	26.9	26.0	-0.1	1.0	1.5	0.8	-3.6	-2.2	3.2	4.2	4.6	3.5	-0.9	0.3
<b>Otros exportadores de materias primas</b>	30.8	32.6	32.2	33.4	30.0	31.5	26.1	27.6	29.3	31.0	31.8	31.4	1.4	2.2	0.4	0.5	-4.1	-2.2	4.7	5.0	2.9	2.4	-1.8	0.0
<b>Importadores de materias primas con fuertes ingresos por turismo</b>	30.6	31.6	32.9	32.3	32.1	32.4	27.2	27.6	30.2	30.8	32.5	31.8	-4.2	-3.1	-4.1	-4.2	-6.7	-6.0	2.5	2.8	1.7	1.4	-0.2	0.4
<b>Otros importadores de materias primas</b>	23.4	24.4	24.7	23.9	23.2	23.8	22.8	23.4	23.2	23.8	24.9	25.0	-2.8	-1.9	-0.6	-1.7	-3.8	-3.4	0.1	0.7	1.6	0.1	-1.8	-1.3
<b>América del Norte</b>																								
México	20.8	21.4	21.4	22.9	21.5	22.0	19.2	19.2	20.2	22.2	23.7	23.0	-1.3	-0.6	-1.4	-1.8	-4.9	-3.7	1.6	2.2	1.2	0.8	-2.2	-1.0
<b>América Central</b>																								
Belize	22.8	23.9	26.3	26.2	26.5	26.7	21.3	21.5	23.5	24.6	26.1	25.9	-5.4	-2.0	-1.1	0.8	-1.0	-2.6	2.1	3.8	3.9	4.7	2.6	1.4
Costa Rica	20.9	21.2	22.8	23.3	22.2	23.3	18.4	18.2	18.7	21.2	24.6	25.6	-1.2	0.5	1.9	0.3	-4.0	-4.1	2.5	2.9	4.1	2.1	-2.4	-2.2
El Salvador	16.3	17.2	17.1	16.9	15.7	17.0	17.1	17.6	16.6	17.6	18.4	18.3	-3.0	-2.9	-1.9	-3.1	-5.1	-4.3	-0.8	-0.5	0.5	-0.7	-2.7	-1.3
Guatemala	12.0	12.7	12.9	12.0	10.6	10.9	11.8	12.6	11.7	11.4	12.1	11.9	-1.2	-1.2	-0.3	-0.7	-3.0	-2.6	0.2	0.1	1.2	0.6	-1.5	-0.9
Honduras	24.2	24.1	24.4	25.5	23.7	23.5	25.7	26.4	26.5	28.1	26.8	26.8	-1.4	-1.9	-1.6	-1.7	-2.7	-2.9	-1.5	-2.3	-2.2	-2.6	-3.1	-3.3
Nicaragua	26.9	28.8	29.0	29.1	28.3	30.2	25.9	25.9	30.3	31.8	33.3	33.6	-1.3	0.8	0.9	-1.5	-4.6	-3.2	0.9	2.8	2.4	-0.3	-3.2	-1.8
Panamá	22.3	24.9	28.2	26.0	23.5	23.4	20.5	20.1	21.2	22.5	22.3	22.8	-2.6	0.5	3.5	0.4	-2.0	-2.5	1.8	4.8	7.0	3.5	1.2	0.6
<b>América del Sur</b>																								
Argentina	29.4	29.9	31.6	33.2	34.8	35.0	25.0	25.9	29.1	30.4	34.3	34.3	-1.8	-1.1	-2.1	-0.1	-3.9	-2.4	4.4	4.0	2.5	2.9	0.5	0.6
Bolivia	30.9	34.3	34.5	38.9	33.9	35.5	30.2	27.3	30.4	34.5	33.5	33.2	-2.2	4.5	1.6	2.8	-1.4	0.1	0.8	7.0	4.2	4.7	0.4	2.3
Brasil	34.6	34.7	35.1	36.6	35.3	35.8	30.7	31.5	31.5	32.5	33.8	32.5	-3.4	-3.5	-2.8	-1.5	-3.8	-1.2	3.9	3.3	3.6	4.1	1.5	3.3
Chile	25.9	27.7	29.5	28.6	23.8	24.7	20.4	19.2	19.9	22.7	27.6	25.6	4.7	7.9	9.0	5.4	-4.2	-1.2	5.6	8.5	9.6	5.9	-3.8	-0.8
Colombia	26.1	27.3	27.1	26.6	26.4	25.6	22.8	24.3	24.1	23.0	25.9	25.1	0.0	-0.7	-0.7	-0.1	-3.1	-3.0	3.4	2.9	3.2	3.2	0.5	0.5
Ecuador	24.2	27.4	28.8	32.6	29.7	31.7	21.4	21.6	24.8	32.4	32.3	32.0	0.7	3.7	2.2	-1.1	-3.5	-1.2	2.9	5.8	4.1	0.3	-2.6	-0.3
Guyana	44.1	46.7	44.7	42.4	45.6	45.2	53.3	54.4	49.4	48.4	50.8	49.0	-13.6	-11.5	-7.6	-7.9	-8.0	-6.6	-9.2	-7.7	-4.7	-6.0	-5.2	-3.8
Paraguay	23.3	24.6	23.1	22.9	22.1	22.6	20.8	22.2	20.1	19.0	23.3	23.4	0.9	0.8	1.5	2.7	-2.1	-1.6	2.5	2.4	3.0	3.9	-1.3	-0.8
Perú	24.2	25.4	26.1	26.6	23.1	23.5	22.4	21.3	20.8	22.9	23.7	23.9	-0.3	2.2	3.5	2.1	-1.9	-1.7	1.6	4.1	5.3	3.7	-0.6	-0.4
Uruguay	28.0	27.7	27.6	25.4	26.3	27.3	19.9	20.3	21.0	21.5	23.3	23.8	-1.4	-0.6	0.0	-1.4	-2.6	-2.1	3.8	3.5	3.4	1.4	0.4	0.8
Venezuela	37.6	37.4	33.0	30.8	24.4	27.1	30.6	36.9	34.2	31.9	29.3	29.7	4.1	-1.6	-2.8	-2.6	-7.0	-5.4	7.1	0.5	-1.2	-1.2	-4.9	-2.6
<b>El Caribe</b>																								
Bahamas, Las	30.9	32.4	32.5	33.2	31.9	32.5	29.6	31.2	33.8	34.6	36.0	35.7	-0.9	-0.7	-3.3	-3.4	-6.7	-6.1	1.2	1.3	-1.2	-1.3	-4.0	-3.1
Barbados	42.6	44.1	45.5	43.2	41.2	42.8	41.7	39.5	43.9	43.0	44.4	43.8	-6.9	-5.3	-8.0	-7.6	-8.4	-7.1	-3.2	-1.5	-3.4	-3.4	-4.6	-2.4
República Dominicana	15.6	16.2	17.3	15.7	14.0	14.4	14.5	15.8	16.5	17.0	14.5	14.4	-3.0	-3.1	-2.2	-4.6	-4.1	-3.7	1.1	0.4	1.3	-1.3	-0.5	0.0
Jamaica	26.3	26.1	27.1	26.5	28.8	27.5	16.3	18.4	19.4	21.1	23.6	21.8	-3.6	-4.5	-4.0	-6.5	-10.6	-8.3	10.0	7.7	7.7	5.4	5.2	5.7
Trinidad y Tobago	31.7	33.8	33.2	31.3	27.3	28.0	23.2	26.2	28.0	26.1	29.6	28.0	6.0	5.5	3.2	3.4	-4.8	-2.3	8.5	7.7	5.3	5.3	-2.3	0.1
ECCU 2/	30.1	31.3	30.7	31.7	29.7	30.3	30.3	32.4	31.0	32.8	31.5	30.2	-4.0	-5.0	-3.9	-4.6	-6.8	-5.1	-0.2	-1.1	-0.4	-1.2	-1.8	0.1

Fuente: Personal técnico del FMI.

1/ Los datos del balance total del sector público incluyen el gobierno general y las empresas públicas. Las definiciones de las cuentas del sector público varían según el país en función de las diferencias institucionales, incluido lo que constituye la cobertura apropiada desde una perspectiva de la política fiscal, tal como se la define por el personal del FMI.

2/ Unión Monetaria del Caribe Oriental incluye Anguilla, Antigua y Barbuda, Dominica, Granada, Monseratt, Saint Kitts y Nevis, Santa Lucía y San Vicente y las Granadinas.



### 3. ¿Por qué la región de América Latina y el Caribe tuvo esta vez un mejor desempeño? Las ventajas de estar preparado

*Aunque esta vez los shocks externos fueron de mayor magnitud que durante las tres recesiones mundiales previas, la región de América Latina y el Caribe (ALC) se ha desempeñado notablemente mejor que en el pasado y que otros mercados emergentes. Esa mejora puede atribuirse a que los marcos de política económica son más sólidos y creíbles, lo cual redujo las vulnerabilidades bancarias, externas y fiscales y les permitió a algunos países de la región implementar políticas monetarias y fiscales anticíclicas.*

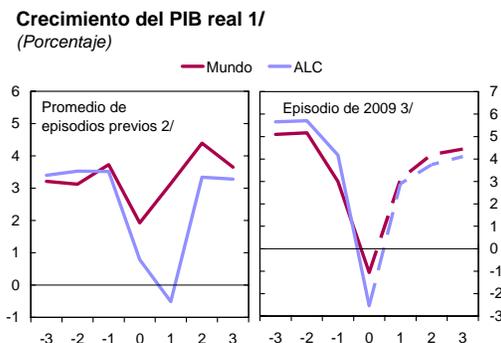
#### Mejor desempeño del producto

Aunque el impacto de la crisis mundial fue profundo, la región no experimentó esta vez el tipo de crisis bancarias o de balanza de pagos a gran escala típicas del pasado. ¿Por qué fue tan diferente el comportamiento de la región durante esta crisis, y qué se puede aprender de ello?

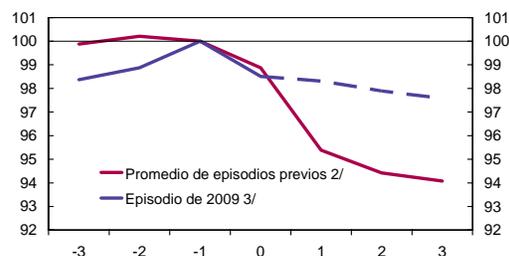
#### Mejor que en el pasado

Las tres recesiones mundiales que ocurrieron en los 30 últimos años (en 1982, 1998 y 2001) asestaron duros golpes a los países de ALC. Esos episodios no fueron tan graves como el actual, pero bastaron para causar importantes caídas en el nivel de actividad económica en la región (gráfico 3.1). Además, en cada una de estas ocasiones, el PIB de ALC se contrajo a un ritmo mayor al del PIB mundial. En parte, este comportamiento se debió a que factores domésticos “amplificaron” el efecto de los shocks externos. Por ello, a la región le llevó muchos años recuperarse completamente de la caída de 1982, mientras que el crecimiento del producto fue notablemente débil tanto en 1998 como en 2002.

Gráfico 3.1. El desempeño de la región de ALC ha sido relativamente mejor esta vez. Se espera que el producto regional se recupere en línea con el crecimiento mundial.



Desempeño del PIB real de la región en relación al PIB mundial 1/ (Índice t-1 = 100)



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.  
1/ Promedio ponderado por el PIB en función de la PPA (paridad del poder adquisitivo).  
2/ Corresponde al promedio de la evolución de cada variable 3 años antes hasta 3 años después de cada episodio de crisis previas (t=0 corresponde a los episodios de 1982, 1998 y 2001).  
3/ Corresponde a la evolución 3 años antes hasta 3 años después del episodio de 2009 (t=0). Las líneas punteadas denotan proyecciones.

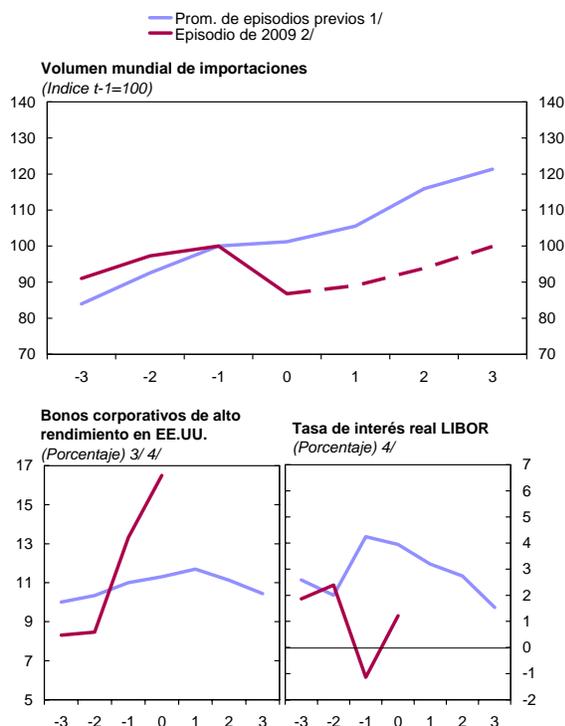
De hecho, un año después del comienzo de estas crisis internacionales el producto de ALC se ubicaba, en promedio, alrededor de 4 puntos porcentuales por debajo del nivel que habría registrado si hubiera crecido al mismo ritmo que el mundo. Esa brecha persistía y se agrandaba en los años subsiguientes.

De acuerdo con las previsiones actuales, América Latina y el Caribe no repetirá ese desempeño

Nota: Este capítulo fue preparado por Jorge Iván Canales-Kriljenko, Herman Kamil y Carolina Saizar.

Gráfico 3.2. A pesar de haber sido expuesta a shocks globales más severos, se espera un mejor desempeño de ALC.

**Shocks externos**



Fuentes: FMI, *International Financial Statistics*; Merrill Lynch; y cálculos del personal técnico del FMI.  
 1/ Corresponde al promedio de la evolución de cada variable 3 años antes hasta 3 años después de cada episodio de crisis previas ( $t=0$  corresponde a los episodios de 1982, 1998 y 2001).  
 2/ Corresponde a la evolución 3 años antes hasta 3 años después del episodio de 2009 ( $t=0$ ). Las líneas punteadas denotan proyecciones.  
 3/ En este caso, los episodios previos considerados son los años 1998 y 2001.  
 4/ El episodio de 2009 es el promedio de los últimos datos disponibles para el año 2009.

decepcionante durante la recesión mundial actual. Los datos del PIB hasta el segundo trimestre de 2009 sugieren que el desempeño de ALC se mantuvo en línea con el de la economía mundial. Y teniendo en cuenta los pronósticos de crecimiento del personal técnico del FMI para todo 2009, la evolución de la región durante este año habrá sido mucho más cercana a la de la economía mundial que en el pasado. Las proyecciones de consenso del sector privado también presentan un panorama relativo parecido, aunque son algo más optimistas que las del FMI, tanto con respecto del crecimiento mundial como al de ALC.

Este mejor desempeño ocurre a pesar de que el actual contexto externo es significativamente más

negativo que durante las recesiones anteriores (gráfico 3.2), a saber:

- La contracción del producto mundial fue mucho más fuerte, y el comercio internacional disminuyó más marcadamente, que durante crisis previas. En consecuencia, la demanda externa de las exportaciones de ALC se contrajo fuertemente lo que —manteniendo otros factores constantes— debería haber impactado a la región de manera más significativa que en el pasado dada la mayor integración de ALC con la economía mundial.
- Del lado financiero, el shock externo se tradujo en un aumento drástico del costo total de endeudamiento para la región. Aunque las tasas de interés mundiales se encontraban en mínimos históricos, los diferenciales de rendimiento de ALC se incrementaron sustancialmente luego del colapso de Lehman Brothers.

**Mejor que en otras regiones**

El desempeño de ALC durante la crisis ha sido considerablemente más sólido que el de otros mercados emergentes. Una comparación del cambio en las proyecciones de crecimiento para 2009 para un grupo de casi 40 economías de mercados emergentes ilustra esta observación.

Los 12 países latinoamericanos en la muestra han sufrido en general reducciones significativamente menores en el crecimiento esperado que el promedio de los países emergentes. De hecho, la mediana de la reducción en las previsiones de crecimiento para la región es de alrededor de 3 puntos porcentuales menor que la de los países emergentes (gráfico 3.3).

**¿Mayor capacidad de resistencia?**

Dado que los shocks externos han sido más fuertes durante la crisis actual, la mejora del desempeño *relativo* de ALC esta vez, ¿se explica por mayores vulnerabilidades en otras regiones o mejoras en la capacidad de resistencia de ALC?

### 3. ¿POR QUÉ LA REGIÓN DE AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE TUVO ESTA VEZ UN MEJOR DESEMPEÑO?

La información preliminar sugiere que algunos países latinoamericanos efectivamente han cambiado, y pueden ahora lidiar mejor con los shocks externos que en el pasado. En particular, si el grupo compuesto por los cinco países exportadores de materias primas con fuertes vínculos financieros con el exterior hubieran reaccionado ante los shocks externos como en 1994–2002, su crecimiento durante la primera mitad de 2009 habría sido mucho menor (gráfico 3.4). Las estimaciones basadas en modelos que tienen en cuenta el comportamiento de esas variables externas sugieren que estos países “ahorraron” aproximadamente 4 puntos porcentuales del PIB (recuadro 3.1).

### Vulnerabilidades menos agudas

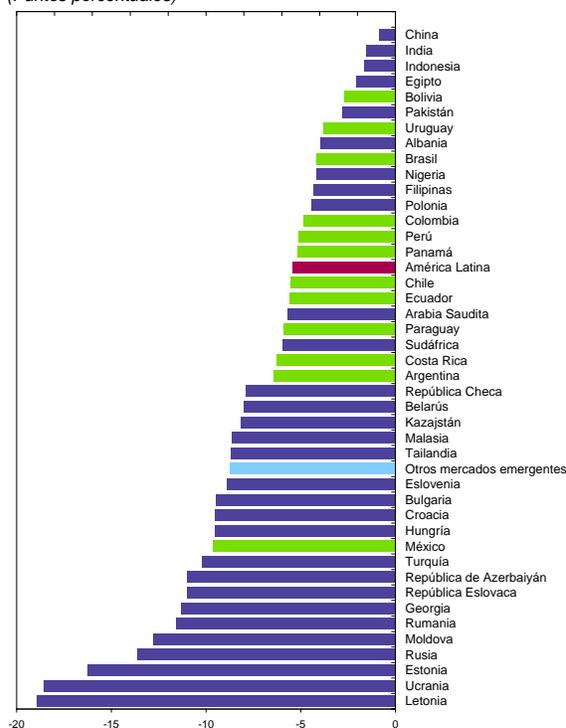
La región enfrentó la crisis con posiciones externas de partida mucho más sólidas que en el pasado (gráfico 3.5). En este sentido, muchos países recortaron su deuda externa y sus déficits de cuenta corriente durante los últimos años. Algunos inclusive tenían superávits sustanciales, sobre todo los exportadores de materias primas que se beneficiaron del auge de los precios internacionales. Las reservas internacionales también presentaban niveles mucho más cómodos.

Asimismo, las vulnerabilidades fiscales son mucho más moderadas. Cuando estalló la crisis, las necesidades de endeudamiento público de la región eran mucho menores que en el pasado, dada la mejora considerable de las cuentas públicas. Las menores necesidades de financiamiento son también el resultado de menores niveles de deuda y de un menor endeudamiento a muy corto plazo. Las opciones de financiamiento son también más variadas que en el pasado, dado el desarrollo de los mercados de capital nacionales.

La composición de la deuda es también menos riesgosa que en el pasado. En recesiones mundiales anteriores, el peso de la deuda pública denominada en moneda extranjera aumentaba significativamente como consecuencia de las fuertes depreciaciones de las monedas nacionales. El acceso a los mercados se interrumpía transitoriamente, y las arraigadas

Gráfico 3.3. Las revisiones a la baja en las previsiones de crecimiento han sido menores en América Latina que en otros mercados emergentes.

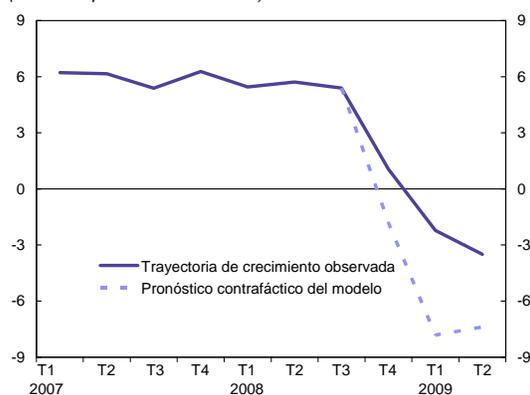
Cambios en el crecimiento esperado para 2009 1/ (Puntos porcentuales)



Fuentes: Consensus Economics; y cálculos del personal técnico del FMI.  
1/ Tasa de crecimiento de 2009 prevista en agosto de 2009, menos la tasa de crecimiento de 2009 prevista en agosto de 2008.

Gráfico 3.4. Mejoras que aumentaron la capacidad de resistencia de AL5 ayudaron a mitigar la caída en el crecimiento.

Crecimiento del PIB real en AL5: Valores observados y estimaciones contrafactuales 1/ (Variación porcentual interanual)

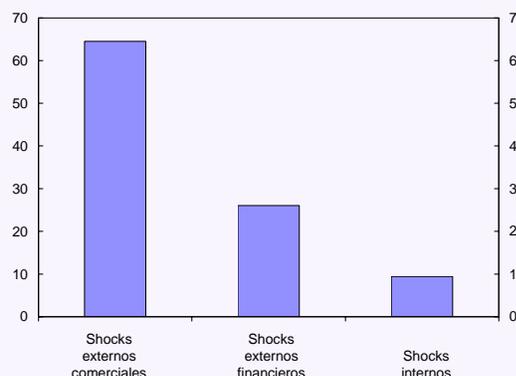


Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.  
1/ Promedio simple de la tasa de crecimiento de los países de AL5 (Brasil, Chile, Colombia, México y Perú).

**Recuadro 3.1. ¿Ha sido América Latina más resistente durante la actual crisis mundial? Un ejercicio contrafactual**

**Los shocks externos incidieron decisivamente en la desaceleración y el estancamiento del crecimiento del PIB de la región durante la crisis reciente.** Según estimaciones basadas en modelos, los shocks externos comerciales y financieros causaron entre un 80% y un 90% de la repentina reducción del PIB medio de los cinco países del grupo AL5 (Brasil, Chile, Colombia, México y Perú) observada en los tres trimestres posteriores al estallido de la crisis en septiembre de 2008<sup>1</sup>. Los shocks negativos al comercio internacional (el efecto combinado de la desaceleración del PIB mundial y el descenso de los precios de exportación de las materias primas) representaron más de dos tercios de los shocks externos durante este período.

**Contribución de los shocks a la reducción del PIB de AL5 entre el tercer trimestre de 2008 y el segundo trimestre de 2009**  
(Porcentaje de la pérdida total del producto)



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

**Si se tiene en cuenta la magnitud de los recientes shocks externos, la caída del crecimiento del producto de ALC fue mucho menor de lo que habría sido si lo países de la región no hubieran obtenido mejoras fundamentales en la credibilidad de sus marcos de política y reducido los factores de vulnerabilidad financiera.** Para ilustrar este punto, el personal técnico del FMI calculó cómo habrían reaccionado estos países en los años noventa y a comienzos de la década de 2000 (un período de fundamentos económicos más débiles, mayor dolarización de pasivos y sistemas bancarios en general mal regulados y deficientemente capitalizados) ante una desaceleración mundial similar a la de los últimos trimestres. A tales efectos, el personal técnico del FMI utilizó los coeficientes estimados del modelo BVAR correspondientes al período comprendido entre el segundo trimestre de 1994 y el cuarto trimestre de 2002 y los cambios en la demanda mundial, los precios de las materias primas y las variables financieras observadas entre el cuarto trimestre de 2008 y el segundo trimestre de 2009<sup>2</sup>.

**Según las estimaciones basadas en el modelo, el rédito de esos fundamentos más sólidos ha sido muy importante: gracias a ello América Latina pudo “ahorrar” alrededor de 4 puntos porcentuales del PIB durante la actual crisis.** Si América Latina hubiera respondido a los shocks externos como lo hizo durante los años noventa y principios de la década de 2000, el modelo indica que el nivel del PIB de esos países habría disminuido un 7,9% desde el fin del tercer trimestre de 2008 hasta el cierre del segundo trimestre de 2009. Sin embargo, la baja observada del producto que indujeron esos factores externos fue del 4%, es decir, aproximadamente solo la mitad. Por lo tanto, muy probablemente la menor vulnerabilidad financiera, los activos de reserva y la posibilidad de aplicar políticas anticíclicas impidieron la amplificación de los shocks externos como sucedió durante las anteriores recesiones mundiales.

Nota: Este recuadro fue preparado por Herman Kamil. El autor agradece a Pär Österholm por su generosa ayuda en la estimación del modelo.

<sup>1</sup> Para una descripción del modelo, véase Österholm y Zettelmeyer (2007). Históricamente, entre un 55% y un 60% de la variación del crecimiento del PIB de América Latina entre 1994 y 2007 —un período más tranquilo, en promedio— es atribuible a los shocks externos al comercio y el financiamiento.

<sup>2</sup> Una salvedad con respecto a este ejercicio es que las condiciones iniciales en el cuarto trimestre de 2002 y en el tercer trimestre de 2008 podrían haber sido diferentes, por lo cual el proceso de comparación es un poco más complejo que el presentado aquí.

### 3. ¿POR QUÉ LA REGIÓN DE AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE TUVO ESTA VEZ UN MEJOR DESEMPEÑO?

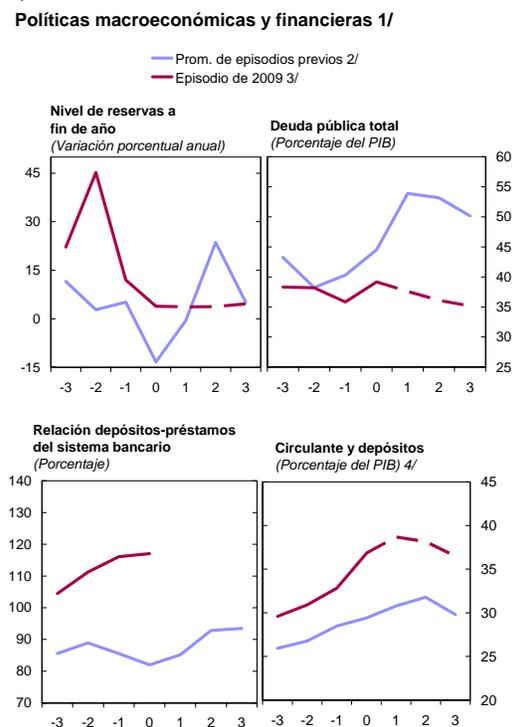
expectativas inflacionarias mantenían elevados los costos de endeudamiento, que se traducían a su vez en servicios de deuda onerosos. Las necesidades de financiamiento del sector público eran también mayores porque un porcentaje importante de la deuda estaba indexado a las tasas de interés internacionales. En contraste, durante esta crisis el impacto de las depreciaciones de la moneda nacional en el valor de la deuda fue más leve y el acceso de la región al mercado se interrumpió solo durante algunos meses. Asimismo, el alza de las tasas de interés por préstamos nuevos no incrementó sustancialmente las necesidades de endeudamiento del sector público ni los pagos de intereses. En el sector bancario, la rápida expansión del crédito observada en muchos países de ALC antes de la crisis no se transformó en una vulnerabilidad importante. Esa expansión estaba financiada en su mayor parte con depósitos de origen interno, mientras que la implementación de medidas prudenciales limitaron la toma excesiva de riesgo (véase la edición de mayo de 2009 de *Perspectivas económicas: Las Américas*). Además, los niveles de solvencia patrimonial esta vez eran holgados, lo que permitió absorber la creciente morosidad de las carteras de crédito como consecuencia de la desaceleración económica (véase el capítulo 2). Todo ello ayudó a evitar una crisis bancaria<sup>1</sup>.

El conjunto de todos estos factores disminuyó la vulnerabilidad de la región. Gracias a ello, los países de ALC sufrieron menores caídas en el nivel de actividad que en otras regiones. En cambio, los países con sistemas financieros más apalancados y expansión crediticia más rápida experimentaron las reducciones de crecimiento más significativas (gráfico 3.6). La región de ALC también tuvo un mejor desempeño en todos estos ámbitos que otros países de mercados emergentes (recuadro 3.2).

Los análisis de corte transversal del tipo presentado en el recuadro 3.2, sin embargo, tienen alguna dificultad para explicar la dinámica del PIB de México durante la crisis. Una razón posible es

<sup>1</sup> Véase Kamil y Rai (de próxima publicación) y Porzencanski (de próxima publicación).

**Gráfico 3.5. Los países han sido menos vulnerables esta vez. El crecimiento de las reservas internacionales fue mayor y tanto la carga de la deuda como el apalancamiento del sector bancario fueron menores.**

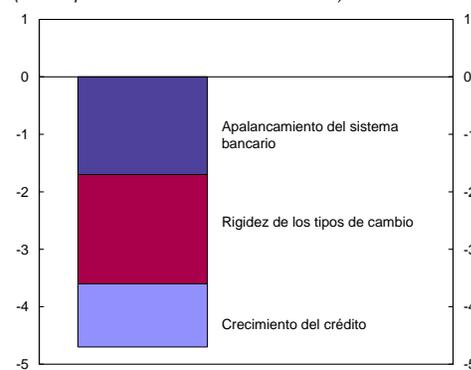


Fuentes: FMI, *International Financial Statistics*; y cálculos del personal técnico del FMI.

- 1/ Corresponde a la mediana de ARG, BOL, BRA, CHL, ECU, PRY, PER, URY, VEN, MEX, CRI, PAN, DOM y TTO.
- 2/ Corresponde al promedio de la evolución de cada variable 3 años antes hasta 3 años después de cada episodio de crisis previos (t=0 corresponde a los episodios de 1982, 1998 y 2001).
- 3/ Corresponde a la evolución 3 años antes hasta 3 años después del episodio de 2009 (t=0). Las líneas punteadas denotan proyecciones.
- 4/ Agregado monetario M3.

**Gráfico 3.6. Los países con sistemas financieros más apalancados, menor flexibilidad cambiaria y mayor crecimiento del crédito sufrieron mayores revisiones a la baja en sus previsiones de crecimiento.**

**Factores que determinan los cambios en el crecimiento esperado para 2009 1/**  
(Puntos porcentuales de crecimiento del PIB)



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

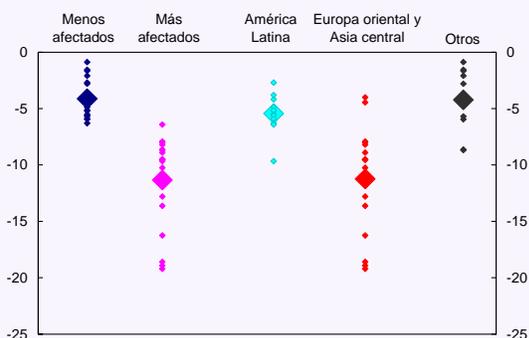
1/ Contribución estimada de cada variable independiente al cambio en el crecimiento esperado del PIB, resultante de aumentar cada variable desde su valor en el primer cuartil a su valor en el tercer cuartil, en una muestra de 40 países.

**Recuadro 3.2. La crisis financiera mundial: ¿Por qué golpeó más a algunos países?**

**Tras el colapso de Lehman Brothers en septiembre de 2008, algunos países evolucionaron mejor que otros, lo que indicaría que las características propias de cada país pueden haber influido en la transmisión de la crisis.** En un reciente estudio del personal técnico del FMI se analizan las “revisiones de las previsiones de crecimiento” —la modificación de las previsiones para 2009 entre 2008 y 2009— para determinar

si la apertura comercial y financiera, las vulnerabilidades y las políticas adoptadas pueden explicar por qué algunos países sobrellevaron la crisis mundial mejor que otros. Un análisis focalizado en las revisiones de las previsiones de crecimiento conlleva varias ventajas: no está afectado por correcciones cíclicas u otros ajustes previstos del crecimiento, contempla un rezago flexible en la transmisión del shock mundial a cada país y toma en cuenta las expectativas acerca de la probabilidad de éxito de las respuestas de política económica. De acuerdo con este indicador, los países más afectados por la crisis mundial presentarían mayores revisiones a la baja de sus previsiones de crecimiento para 2009.

**Cambio en el crecimiento esperado en 2009 para cada grupo de países (Porcentaje)**



Fuentes: Consensus Economics; y cálculos del personal técnico del FMI.

*Resultados clave*

**El estudio halló—para una muestra de 43 países de mercados emergentes—que la vulnerabilidad financiera contribuyó a generar mayores revisiones a la baja en las previsiones de crecimiento, mientras que la flexibilidad cambiaria sirvió como amortiguador.** Las perspectivas de crecimiento de los países con mayores vulnerabilidades financieras —sistemas financieros internos más apalancados y un crecimiento más rápido del crédito al sector privado— tendieron a sufrir mayores revisiones a la baja.

Asimismo, los países con regímenes cambiarios menos flexibles experimentaron una mayor revisión a la baja de sus perspectivas de crecimiento para 2009. En los países con regímenes más flexibles, la depreciación de la moneda parecería haber contribuido a amortiguar el efecto en el crecimiento, al reducir los incentivos a la salida de capitales y elevar la rentabilidad de las exportaciones.

**Los vínculos comerciales parecerían haber tenido también un efecto sobre el crecimiento, aunque las variables del comercio internacional son significativas estadísticamente solo en una muestra más amplia de países que incluye países de bajo ingreso además de emergentes.** En particular, la composición de las exportaciones, en vez de la apertura comercial, parecería explicar los distintos patrones de crecimiento entre países. Aunque la participación de las materias primas (tanto alimentos como en total) en las exportaciones está asociada con menores revisiones a la baja en las previsiones de crecimiento, la participación de la manufactura (tanto avanzada como en total) en las exportaciones está asociada con mayores revisiones a la baja.

**Los préstamos de economías avanzadas parecerían ser relevantes para un grupo más grande de países, aunque su impacto es imperceptible en la muestra más pequeña de economías emergentes.** En la muestra más grande, el estudio encuentra evidencia para respaldar la noción de que los países con vínculos financieros más fuertes con economías avanzadas, medidos en término del endeudamiento con países avanzados en porcentaje del PIB, experimentaron revisiones a la baja mayores en las previsiones de crecimiento.

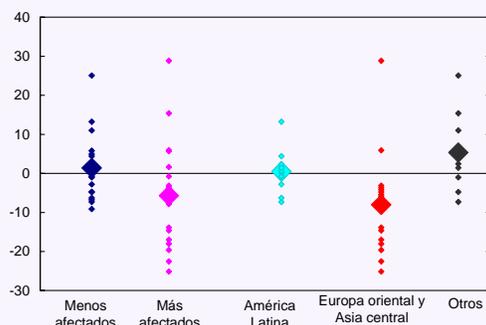
En la muestra más grande, el estudio encuentra evidencia para respaldar la noción de que los países con vínculos financieros más fuertes con economías avanzadas, medidos en término del endeudamiento con países avanzados en porcentaje del PIB, experimentaron revisiones a la baja mayores en las previsiones de crecimiento.

En la muestra más grande, el estudio encuentra evidencia para respaldar la noción de que los países con vínculos financieros más fuertes con economías avanzadas, medidos en término del endeudamiento con países avanzados en porcentaje del PIB, experimentaron revisiones a la baja mayores en las previsiones de crecimiento.

Nota: Este recuadro fue preparado por Pelin Berkmen, Gastón Gelos, Robert Rennhack y James P. Walsh. En un documento de trabajo de próxima publicación se presentará una descripción completa de los resultados del estudio.

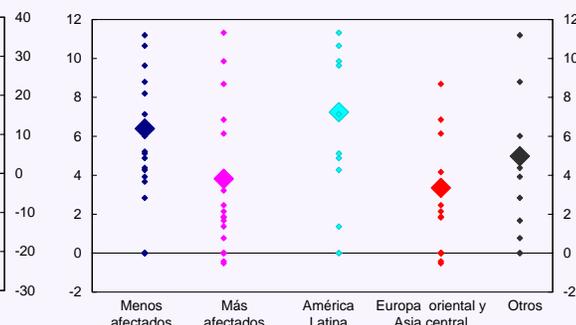
### 3. ¿POR QUÉ LA REGIÓN DE AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE TUVO ESTA VEZ UN MEJOR DESEMPEÑO?

**Saldo de cuenta corriente**  
(Porcentaje del PIB)



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

**Brecha del saldo fiscal primario**  
(Porcentaje del PIB)



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

#### **También hay datos que indican que varios otros factores ayudaron a amortiguar el impacto.**

##### **Concretamente:**

- *Vulnerabilidades externas.* Los países con un saldo más sólido en su cuenta corriente externa tendieron a experimentar revisiones de las previsiones de crecimiento de menor magnitud, muy probablemente porque eso redujo su vulnerabilidad a un cese repentino de los flujos de capital.
- *Posición fiscal sólida.* Algunos de los resultados indican que un mayor saldo primario —antes de la crisis, medido en función de la brecha del saldo primario (la diferencia entre el saldo primario real y uno coherente con una razón deuda-PIB constante)— contribuyó a restringir la magnitud de la caída del producto, mientras que otros indicadores fiscales, entre ellos la deuda pública como porcentaje del PIB, parecen haber influido muy poco. Esta observación es congruente con la idea de que un saldo primario sólido le da al país un mayor margen para adoptar políticas fiscales anticíclicas sin comprometer la sostenibilidad de la deuda.

#### **Es interesante destacar que otros indicadores de la solidez de las políticas económicas (aparte de las políticas cambiaria y fiscal) no parecen haber atenuado los efectos de la crisis mundial en el crecimiento de los mercados emergentes.**

Las variables que captan las diferencias en las políticas económicas, como la suficiencia de las reservas internacionales, el nivel y la variabilidad de la inflación o las calificaciones crediticias, tampoco dieron resultados significativos.

##### *Conclusión*

**Considerados en su conjunto, estos resultados parecen indicar que la crisis financiera mundial golpeó a los países emergentes más grandes en su punto débil.** Las correcciones más marcadas del crecimiento las experimentaron los países con los sistemas financieros más apalancados, con un crecimiento más acelerado del crédito y con una flexibilidad limitada del tipo de cambio. Ciertos datos corroboran la hipótesis de que la solidez de la cuenta corriente y de la posición fiscal contribuyó a mitigar el impacto. Al mismo tiempo, existe alguna evidencia de que los vínculos comerciales cumplieron un rol.

que los modelos econométricos de corte transversal no pueden captar factores que parecen ser específicos a México, como la estrecha relación de su economía con el sector industrial de Estados Unidos, que se desplomó durante los últimos 12 meses. El recuadro 3.3 examina este y otros factores que también contribuyeron a que el desempeño de México se debilitara a fines de 2008 y durante el primer semestre de 2009. Los indicadores más recientes, sin embargo, llevan a pensar que la economía mexicana reanudó su crecimiento en el tercer trimestre.

### Marcos de política económica más sólidos

Los marcos de política económica de muchos países de ALC mejoraron sustancialmente durante la última década, sobre todo entre las economías más grandes. Por ejemplo, los países exportadores de materias primas con fuertes vínculos con los mercados financieros, adoptaron metas de inflación y flexibilizaron sus regímenes cambiarios. Varios países adoptaron también reglas fiscales en sus marcos de política y de sostenibilidad de la deuda.

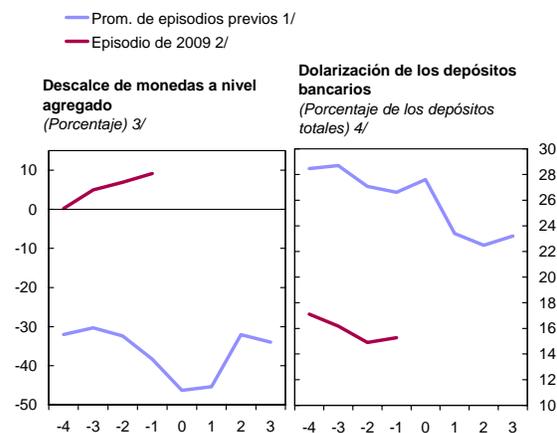
Tras haber logrado más solidez y credibilidad en sus marcos de política económica —lo que se tradujo en una menor necesidad de endeudamiento externo y público— algunos países pudieron adoptar políticas anticíclicas activas para suavizar el impacto de los shocks externos.

Los tipos de cambio flexibles funcionaron como un amortiguador a los shocks externos, depreciándose rápidamente después del colapso de Lehman Brothers. A diferencia de lo que ocurría en el pasado, estas depreciaciones no desestabilizaron los balances financieros internos ni produjeron otros trastornos graves a la actividad económica.

El avance en el ámbito de la política monetaria es uno de los factores que evitaron esos efectos negativos en esta ocasión. Los nuevos regímenes monetarios y la adopción de regulaciones prudenciales que limitan el riesgo cambiario promovieron niveles más bajos de dolarización, y en

Gráfico 3.7. Los marcos de política monetaria y financiera han fomentado una menor exposición a riesgos cambiarios.

#### Menor exposición a fluctuaciones del tipo de cambio



Fuentes: Banco de Pagos Internacionales; FMI, *International Financial Statistics*; y cálculos del personal técnico del FMI.  
 1/ Corresponde al promedio de la evolución de cada variable 4 años antes hasta 3 años después de cada episodio de crisis previas ( $t=0$  corresponde a los episodios de 1982, 1998 y 2001).  
 2/ Corresponde a la evolución en los 4 años antes del episodio de 2009 ( $t=0$ ).  
 3/ Promedio simple de ARG, BRA, CHL, PER, MEX, COL y VEN. Posición neta de activos en moneda extranjera de un país, como proporción del valor de las exportaciones. Los números negativos indican una posición deudora neta en moneda extranjera.  
 4/ Promedio simple de ARG, BRA, CHL, CRI, DOM, MEX, PER, URY y VEN. Depósitos en dólares medidos a tipo de cambio nominal constante.

algunos casos estimularon el desarrollo de mercados que permitieron diversificar ese riesgo (gráfico 3.7).

Asimismo, los nuevos marcos de política monetaria permitieron desplegar mejor las reservas internacionales. En lugar de comprometerlas en defensa de un tipo de cambio predeterminado, se las utilizó con prudencia para ayudar al sector empresarial y al financiero a atender sus obligaciones externas inmediatas. En consecuencia, la caída de las reservas internacionales de los países de ALC durante la crisis fue moderada.

La mayor credibilidad de los marcos fiscales también influyó positivamente. A diferencia de lo ocurrido en períodos anteriores y gracias a la prudencia de la última década, muchos países pudieron permitir que aumentara el déficit fiscal mediante la operación de los *estabilizadores automáticos*, sobre todo del lado del ingreso. Inclusive, algunos países incrementaron su gasto público de manera discrecional, en una respuesta anticíclica activa (capítulo 4).

### Recuadro 3.3. ¿Qué pasó? Una comparación entre el ciclo de México y el de Canadá

Se prevé que las economías tanto de México como de Canadá se contraerán este año, a raíz de sus fuertes vínculos reales y financieros con la de Estados Unidos. No obstante, las proyecciones indican que la economía de Canadá se contraerá menos que la de Estados Unidos (a diferencia de lo ocurrido en recesiones anteriores), mientras que la de México experimentaría su mayor contracción desde la crisis tequila, con una caída superior al 7% en 2009. Es probable que ese mayor deterioro esté determinado por una propagación más intensa de los efectos generados por el sector manufacturero y por la existencia de condiciones financieras más restrictivas.

**Tanto Canadá como México tienen una fuerte exposición a la economía de Estados Unidos.** Esa exposición incluye vinculaciones reales —más de tres cuartos de sus exportaciones tienen como destino Estados Unidos— así como financieras, dado que un nivel importante del financiamiento de sus empresas proviene de Estados Unidos. De hecho, como reflejo de la fuerte integración de la producción en América del Norte, la caída de la actividad manufacturera ha sido muy similar en todos los países que integran el Tratado de Libre Comercio de América del Norte (TLCAN). En ello ha incidido la crisis de la industria automotriz de la región (donde los flujos de la producción y el comercio han caído un 40% o más), pero la correlación también se da en el resto del sector manufacturero.

**Se proyecta que la economía de México se contraerá algo más de lo que cabría esperar en 2009, mientras que la de Canadá demuestra ser más resistente.** En México, la volatilidad del crecimiento ha sido históricamente mayor que en Canadá, y la propagación de los efectos de la actividad económica de Estados Unidos ha sido mayor. Se estima que, durante el período posterior a la crisis tequila, la respuesta del PIB real de México a los factores de Estados Unidos osciló entre 0,9 y 1,5 veces el tamaño del shock que afectó la producción industrial y el PIB real de Estados Unidos, respectivamente, lo que refleja un aumento del comercio y de los vínculos con la economía de Estados Unidos tras la creación del TLCAN<sup>1</sup>. En cambio, los efectos en el crecimiento de Canadá han disminuido. Algunas estimaciones indican una reducción de 1–1 del crecimiento de Canadá, en

#### Canadá y México: Integración con EE. UU.

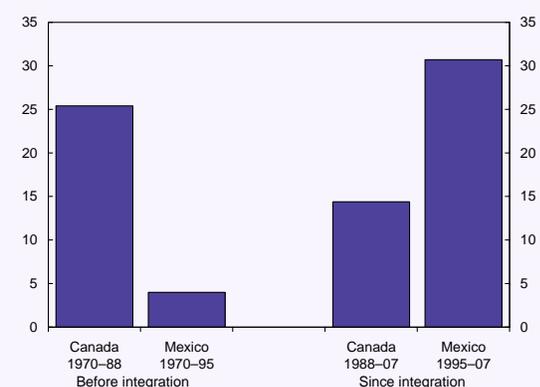
(Porcentaje del PIB)

	Canadá	México
Exportaciones totales de bienes	31	27
Exportaciones totales de bienes a los EE. UU.	23	21
Cross-holdings de activos financieros	91	49

Fuentes: FMI, *Directions of Trade Statistics*; Banco de Pagos Internacionales; y cálculos del personal técnico del FMI.

#### Variance Decomposition of Real GDP 1/

(Percent explained after eight quarters)

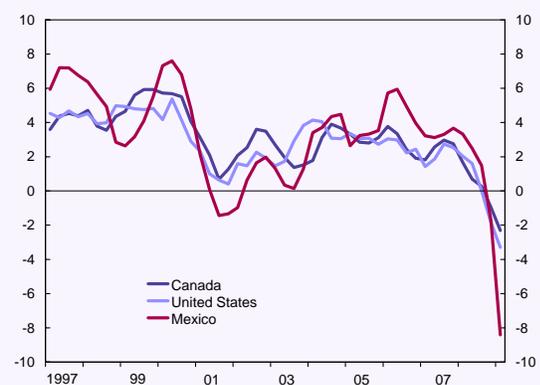


Source: Swiston and Bayoumi (2008).

1/ Integration defined as CUSFTA implementation (1988) for Canada and NAFTA implementation (1995) for Mexico.

#### Real GDP Growth

(Four quarter percent change)



Source: Haver Analytics.

Nota: Este recuadro fue preparado por Kornelia Krajnyak, Evridiki Tsounta e Ivana Vladkova-Hollar.

<sup>1</sup> Schmitt-Grohé (1998), Sosa (2008) y Swiston y Bayoumi (2008) estiman las reglas empíricas aquí analizadas. La producción industrial de Estados Unidos ha sido históricamente más volátil que el PIB.

**Recuadro 3.3 (conclusión)**

consonancia con el shock del crecimiento de Estados Unidos. Una comparación de estas reglas empíricas con las actuales proyecciones del FMI sobre el crecimiento de los países del TLCAN en 2009 indica que México podría contraerse algo más de lo que surge del análisis de las anteriores relaciones con Estados Unidos. Canadá, en cambio, parece evolucionar mejor que en el pasado según esas mediciones<sup>2</sup>.

**Esa situación puede obedecer en parte al hecho de que las vinculaciones de México con las fluctuaciones económicas de Estados Unidos han aumentado, mientras que en Canadá han disminuido.**

Los estudios citados muestran que la varianza del producto de México atribuible a la de Estados Unidos aumentó en el período posterior a la crisis tequila, mientras que en Canadá se ha reducido. Esto puede reflejar la creciente capacidad de resistencia adquirida por Canadá en la última década al reforzar significativamente sus marcos de política macroeconómica. Si bien México también ha fortalecido sustancialmente su marco macroeconómico, su integración con el sector manufacturero de Estados Unidos se ha incrementado fuertemente tras la creación del TLCAN.

PIB por sectores, Canadá y México, 2009:T1

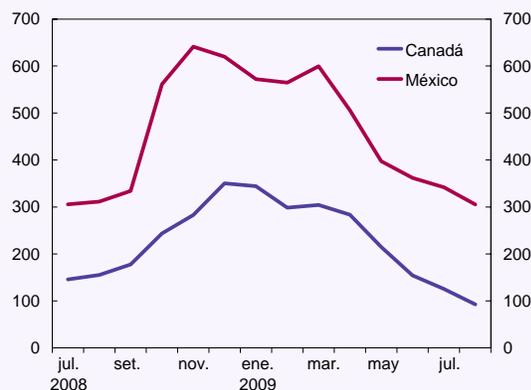
	Canadá		México	
	% del total	variación anual	% del total	variación anual
PIB total		-2,5		-8,2
Manufacturas	13,1	-12,2	17,8	-13,8
Comercio	11,4	-3,4	14,8	-17,2
Transporte/Almacenamiento	4,6	-3,4	7,3	-10,3
Otros servicios	55,8	1,4	37,8	-14,2

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

**Asimismo, la caída de la actividad manufacturera parece haber tenido mayores efectos**

**intersectoriales en México que en Canadá.** La propagación a los servicios de los efectos provocados por la fuerte baja de la producción manufacturera ha sido mucho más importante en México que en Canadá. La actividad del transporte y el comercio<sup>3</sup>, que son relativamente más importantes en México, ha caído mucho más en este último país que en Canadá. De hecho, el análisis realizado por el personal técnico del FMI muestra que en México más de un cuarto de las diferencias en el producto de todos los servicios se explica por los shocks que afectaron la producción industrial de Estados Unidos a pesar de no existir fuertes vínculos comerciales con esos sectores, lo que indica la transmisión de importantes efectos indirectos. No obstante, el mecanismo a través del cual se propagan tales efectos debe ser objeto de mayor investigación (Sosa, 2008).

Tasa de rendimiento de los bonos corporativos (Porcentaje)



Fuentes: Merrill Lynch y Credit Suisse.

**El sustancial endurecimiento de las condiciones financieras también ha incidido en el crecimiento de México en comparación con el de Canadá, y en parte explica por qué las perspectivas para ese país son peores que las esperadas.**

El costo de financiamiento (por ejemplo, los diferenciales de la deuda empresarial) ha aumentado fuertemente en ambos países, pero más en México. Si bien los mercados financieros de ambos países no han sufrido graves perturbaciones, una serie de grandes empresas mexicanas experimentaron un cese repentino de los flujos de financiamiento como secuela de las grandes pérdidas que

<sup>2</sup> Se prevé que en 2009 el crecimiento del PIB se contraerá un 7,3% en México, un 2,1% en Canadá y un 2,8% en Estados Unidos. El PIB de México cayó a una tasa interanual del -9,1% en el primer semestre de 2009, período en el cual la producción industrial de Estados Unidos cayó un 12,4%.

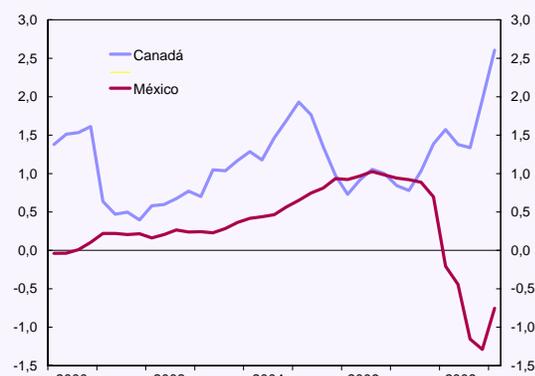
<sup>3</sup> En el caso de México no se dispone de un desglose entre la actividad minorista y la mayorista (esta última más directamente relacionada con el producto manufacturero).

originaron las operaciones con derivados a fines de 2008<sup>4</sup>. Además, la concesión global de crédito por parte del sistema bancario local se ha desacelerado fuertemente en México, pasando del 18,8% (valor interanual) en el primer trimestre de 2008 al 4,2% (interanual) en el segundo trimestre de 2009, aunque no resulta claro en qué medida ello se debe a presiones sobre el balance de las filiales mexicanas de bancos internacionales en dificultades, en lugar de una menor demanda de crédito. En Canadá, la desaceleración del crecimiento del crédito ha sido mucho menos pronunciada, ya que pasó del 8,3% en 2008 a alrededor del 6% en el primer semestre de 2009.

**La fuerte desaceleración del crédito de consumo, el deterioro de las condiciones del mercado laboral y los efectos de la gripe H1N1 son otros factores específicos que deprimen la economía de México.**

Según los datos disponibles, las condiciones del mercado laboral se han deteriorado significativamente en ambos países, con el desempleo en su nivel más alto de los últimos 11 años en Canadá, y caídas importantes en el nivel de empleo en México. Un régimen amplio de prestaciones por desempleo en Canadá amortiguó en parte el impacto sobre el consumo<sup>5</sup>. A su vez, el crédito de consumo se ha desacelerado marcadamente en México, tanto entre los bancos extranjeros como entre los nacionales, mientras que en Canadá se mantuvo básicamente invariado con respecto a los niveles del año pasado. Junto con un mayor debilitamiento de la confianza, estos factores han erosionado la demanda de consumo. En un plano más general, parte del deficiente desempeño económico de México en 2009 se explica por el impacto de la gripe H1N1, que podría hacer caer el crecimiento del PIB alrededor del 0,5%.

**Impulso del crédito de consumo**  
(Puntos porcentuales, contribución a la variación porcentual interanual)



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

**Diferentes restricciones de política macroeconómica.** Al igual que en otros países, tanto en Canadá como en México las políticas macroeconómicas han sido distendidas sustancialmente para amortiguar el impacto de la crisis mundial. Estas medidas se adoptaron en el contexto de marcos sólidos basados en metas de inflación y reglas fiscales (de reducción gradual de la deuda en Canadá y de equilibrio presupuestario en México). De hecho, las medidas de respuesta ante la crisis han sido excepcionales según los parámetros históricos (la tasa de política monetaria se encuentra en sus mínimos históricos en ambos países, y el impulso fiscal también es considerable) y probablemente haya servido para reducir la caída de la economía en ambos países en comparación con las experiencias anteriores. No obstante, el grado de perturbación de los mercados generado por la crisis mundial y las diferentes condiciones iniciales han restringido más el margen de maniobra en México (y otras economías emergentes) que en Canadá. En tal sentido, la distensión de las políticas ha sido más rápida y mayor en Canadá que en México, lo que también explica en parte la diferente evolución del crecimiento este año, incluso el hecho de que Canadá superara su desempeño histórico.

<sup>4</sup> Los flujos totales de financiamiento externo al sector privado nacional se volvieron fuertemente negativos en el cuarto trimestre de 2008, lo que significó una salida total de flujos de alrededor de US\$7.000 millones hacia fines del primer trimestre de 2009.

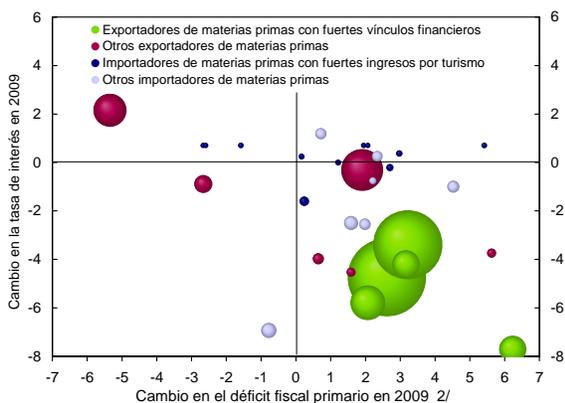
<sup>5</sup> Si bien las remesas han caído fuertemente en dólares de EE.UU., el impacto en el ingreso de los hogares se vio atenuado por su mayor valor en pesos mexicanos como consecuencia de la depreciación de la moneda.

Esto impidió que muchas economías de la región sufrieran el impacto de una contracción fiscal, tal como la que se observaba en el pasado. Además, algunos gobiernos utilizaron sus activos líquidos en el extranjero para financiar el aumento de sus déficits fiscales, suavizando así el impacto del estímulo fiscal sobre la deuda bruta.

En resumidas cuentas, esta vez muchos países de ALC pudieron reaccionar frente a la crisis distendiendo la política monetaria o fiscal, y en varios casos, ambas (gráfico 3.8).

**Gráfico 3.8. Varios países fueron capaces de relajar las políticas fiscales y monetarias.**

**Estímulo macroeconómico 1/  
(Puntos porcentuales)**



1/ El tamaño de las burbujas es proporcional al PIB en función de la PPA de 2008.  
2/ Déficit fiscal primario basado en ingresos tributarios internos, excluyendo ingresos por materias primas y concesiones externas.  
Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

## Implicaciones para la política económica

La experiencia reciente, tanto a escala internacional como en América Latina y el Caribe, es muy variada e indudablemente informará los programas de política económica en el futuro. En algunos aspectos, la crisis brindó nuevas lecciones y retos que exigen nuevas reflexiones, comenzando por la regulación y la supervisión financiera. Al mismo tiempo, esta recesión mundial confirmó viejas lecciones, poniendo en perspectiva políticas y condiciones que los países necesitan para ser menos vulnerables. En particular, la crisis mundial puso a

prueba políticas y marcos que los países de la región instituyeron con creciente frecuencia a lo largo de esta década. Sirvió para mostrar que las economías que están abiertas al comercio y las finanzas internacionales son capaces de soportar shocks externos graves sin caer en una crisis, y aprovechar asimismo el margen de maniobra creado durante la época de normalidad para contrarrestar los efectos de esos shocks. La región debe continuar reduciendo las vulnerabilidades y fortalecer las capacidades necesarias para desplegar políticas anticíclicas.

A partir del análisis de este y de los restantes capítulos, las implicaciones de política económica para la región se manifiestan en cuatro áreas:

*1. Pecados y redenciones en el sector financiero: la excesiva toma de riesgos en el sector financiero puede derrumbar cualquier economía, de modo que los esfuerzos en curso por contener el riesgo financiero sistémico son fundamentales.*

- Se deben corregir las lagunas y las deficiencias de la regulación y la supervisión de las economías avanzadas que salieron a la luz en los últimos tiempos y que originaron la crisis.
- El afianzamiento de la regulación y la supervisión financiera dio frutos en ALC, como lo demuestra la capacidad de resistencia de la región ante los shocks recientes. Pero el progreso es desigual e incluso los países que más progresos han hecho deben continuar avanzando.
- Aunque los sectores financieros de ALC no estaban expuestos al tipo de productos financieros complejos que estuvieron en la raíz de la crisis financiera estadounidense, los marcos regulatorios y prudenciales de la región deberían incorporar las lecciones aprendidas sobre cómo manejar mejor estos riesgos.
- En particular, los países deberían analizar la implementación de las siguientes medidas: i) el provisionamiento dinámico anticíclico, ii) el establecimiento de mandatos y responsabilidades más claras para asegurar la estabilidad financiera, iii) la clarificación y

### 3. ¿POR QUÉ LA REGIÓN DE AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE TUVO ESTA VEZ UN MEJOR DESEMPEÑO?

ampliación del perímetro de regulación financiera, iv) la definición de los factores que contribuyen al riesgo sistémico, de manera que puedan prevenirse y v) otras regulaciones para limitar los riesgos de liquidez y otros descalces.

- Es probable que en el corto plazo algunos países de ALC enfrenten un período de fuertes entradas de capital (como se explica en el capítulo 2), lo cual podría resultar en la formación de burbujas financieras. Esa posibilidad resalta la importancia de implementar políticas financieras que alineen correctamente los incentivos privados para evitar excesos en la toma de riesgos.

*2. Los marcos de política monetaria y fiscal bien establecidos, predecibles y transparentes pueden mitigar el efecto de los shocks en el nivel de actividad (véase el capítulo 4).*

- Las políticas monetaria y fiscal creíbles pueden desempeñar una función anticíclica en los momentos difíciles. La política monetaria es normalmente la primera línea de defensa para los países que están en condiciones de utilizarla. Las decisiones en este ámbito se pueden tomar con rapidez, produciendo efectos inmediatos en las expectativas.
- El comportamiento de la política fiscal en tiempos de abundancia, reflejados en los niveles de deuda pública y su credibilidad, determinarán si el gobierno puede implementar políticas fiscales expansivas durante las desaceleraciones. El primer reto consiste en poder mantener el gasto público en respuesta a la reducciones cíclicas de ingresos.
- Los países con marcos fiscales más sólidos podrán permitir que operen los estabilizadores automáticos, y muchas veces ese puede ser todo el esfuerzo fiscal necesario. Frente a shocks fuertes, sin embargo, la política fiscal discrecional también puede ser una herramienta útil. En estos casos, estos países podrán recurrir al endeudamiento incluso durante las malas épocas, o financiarse por medio de la desacumulación de sus activos financieros.

- Mejor aún es potenciar los estabilizadores fiscales automáticos y tener listos planes de gasto contingentes en caso de crisis.
- Las reglas fiscales pueden contribuir mucho a la sostenibilidad y, al mismo tiempo, ser una guía fiscal útil durante una desaceleración. Las reglas fiscales admiten muchas formas, pero una que funciona bien es mantener el gasto público a un nivel que esté acorde con el crecimiento del producto potencial durante las épocas de normalidad. De este modo, es posible acumular activos financieros durante las expansiones que pueden ser luego utilizados durante las desaceleraciones.
- La transición desde una política fiscal basada en reglas a una reacción discrecional debería estar claramente definida en cláusulas de escape establecidas de antemano. De esta manera, la política fiscal podrá complementar la acción de la política monetaria a fin de apuntalar la actividad económica sin afectar su credibilidad futura.

*3. Tomar precauciones ante shocks externos: la experiencia reciente confirma el valor interrelacionado de sanear los balances, reducir los descalces de monedas y contar con flexibilidad cambiaria considerable.*

- Entre las economías emergentes del mundo, los países con niveles más elevados de déficit fiscal y externo y de deuda pública, considerables descalces de monedas y tipos de cambio menos flexibles tendieron a enfrentar mayores dificultades durante la crisis mundial.
- Los países con regímenes cambiarios intermedios deben plantearse la posibilidad de flexibilizar más sus tipos de cambio. Al mismo tiempo, en algunos casos seguirá teniendo sentido mantener un tipo de cambio fijo. En estos casos, los países deben mantener un margen de política fiscal relativamente más grande para poder hacer frente satisfactoriamente a los shocks externos.
- El “miedo a la flotación” cambiaria se puede superar. La experiencia reciente confirma que la

depreciación cambiaria no tiene por qué ser un canal de transmisión de las crisis externas. Si se adoptan medidas y políticas adecuadas, la capacidad de permitir que el tipo de cambio fluctúe en medio de un shock externo puede ser parte de la solución a un shock de la balanza de pagos. El ajuste de los tipos de cambio a niveles claramente por debajo del equilibrio ayuda a contener las salidas de capital al crear expectativas de fuertes ganancias. Lo primordial es crear los incentivos adecuados para mantener contenida la exposición de las hojas de balance a depreciaciones cambiarias y eso requiere buena transparencia de los datos financieros y una regulación adecuada de los descalses de divisas. Los bancos centrales también deben establecer un ancla nominal creíble para impedir que la depreciación influya excesivamente en la inflación.

- Ahora bien, la considerable liquidez de divisas disponible en la región también fue un factor estabilizador durante esta crisis, aun en los países con gran flexibilidad cambiaria. Aunque estos países aprovecharon las reservas para aliviar las presiones cambiarias, se trató de una intervención controlada, que permitió que el mercado fijara continuamente el tipo de cambio.

*4. Una cuestión para el futuro: determinar el nivel óptimo de las reservas internacionales de un país y las reglas de acceso a la liquidez en divisas.*

- La crisis reciente llevó a algunos observadores a concluir que es necesario acumular un nivel muy alto de reservas oficiales como forma de prepararse para enfrentar los shocks externos. Sin embargo, esta conclusión no parece suficientemente justificada y representa en sí misma un desarrollo preocupante.
- Las reservas son una forma de autoaseguro, pero ese seguro tiene un costo. Uno de esos costos es el gasto que no ocurre debido a la acumulación de reservas, así como la pérdida implícita que representa la baja tasa de rentabilidad que esas reservas generan. Además, se plantea un problema de coordinación

internacional: lo que podría considerarse beneficioso para un país puede resultar colectivamente contraproducente.

- De cara al futuro, lo difícil será decidir cuánta liquidez en divisas le conviene tener a cada país y cuál es la mejor forma de adquirirla sin crear distorsiones (entre otras cosas, en el tipo de cambio).
- Dentro de la región, varios países ya tienen reservas considerables, y no parece haber necesidad de que alcancen los niveles incluso más altos de países en otras regiones.
- A fin de cuentas, lograr acceso a la liquidez en divisas a través de la cooperación internacional podría ser para todos la mejor forma de asegurarse.

### **Apéndice metodológico: Recuadro 3.2**

*En este estudio se estiman varias regresiones en base a datos obtenidos de una diversidad de fuentes. Los cambios en la tasa de crecimiento esperada provienen de la entidad Consensus Forecast, y se definen como la diferencia entre las proyecciones de crecimiento para 2009 realizadas en promedio durante enero-junio de 2008 y las realizadas durante enero-junio de 2009. Esas revisiones se calcularon para 40 países emergentes que integran la base de datos. La información sobre el comercio, el crédito y los depósitos bancarios, el régimen cambiario y las finanzas públicas proviene de las bases de datos del FMI. Los datos sobre préstamos internacionales provienen del Banco de Pagos Internacionales, y los relativos a la composición del comercio son publicados por la Organización Mundial del Comercio. Diversos indicadores de gestión de gobierno y riesgo país fueron recopilados por el grupo PRS.*

Las regresiones se estimaron por mínimos cuadrados ordinarios. En las especificaciones estimadas se usaron valores previos a la crisis en el caso de las variables explicativas para limitar posibles problemas de endogeneidad. Similares resultados se

### 3. ¿POR QUÉ LA REGIÓN DE AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE TUVO ESTA VEZ UN MEJOR DESEMPEÑO?

obtuvieron de regresiones en las que se utilizaron como variable dependiente la revisión en las proyecciones de crecimiento definidas como la diferencia entre las proyecciones de abril de 2008 y agosto de 2009 (cuadro 3.1).

Para las variables explicativas, el apalancamiento está definido como la relación entre el crédito bancario al sector privado y los depósitos; el crecimiento del crédito se calcula como el crecimiento acumulado del crédito bancario al sector privado entre 2004 y 2007; a la variable *dummy* que indica un tipo de cambio fijo se le asigna un valor de 1 en el caso de los regímenes cambiarios clasificados en el nivel 1–3 en la escala del FMI y de 0 en los restantes; a la variable *dummy* UE se le asigna un valor de 1 para aquellos países candidatos a la adhesión a la Unión Europea.

*Las columnas (1)–(3) indican que el apalancamiento del sistema financiero, el crecimiento del crédito y un régimen cambiario de tipo de cambio fijo están asociados a reducciones significativamente mayores en las previsiones de crecimiento.* Por otro lado, la columna (2) indica que los países candidatos a la adhesión a la Unión Europea comprendidos en la muestra registraron

revisiones de las proyecciones de crecimiento inusualmente grandes, posiblemente debido a sus estrechos vínculos comerciales y financieros con las economías avanzadas de Europa. De la columna (3), sin embargo, se infiere que este efecto regional capta el mayor impacto del apalancamiento generado por la integración financiera.

*Las columnas (4)–(5) estiman los efectos de los vínculos externos y de la política fiscal.* La columna (4) indica que un saldo en cuenta corriente más sólido tendió a limitar las revisiones a la baja del crecimiento esperado. De la columna (5) se desprende que la brecha fiscal primaria (definida como la diferencia entre el saldo primario real y el saldo primario requerido para mantener constante la deuda pública) también contribuyó a limitar las revisiones al crecimiento. En este conjunto de regresiones para países emergentes, las variables del comercio exterior no entraron en las especificaciones de manera consistentemente significativa. Se encuentra además que más allá de la flexibilidad cambiaria, la estabilidad o credibilidad de la política monetaria no parece contribuir decisivamente a explicar un menor impacto de la crisis en las tasas de crecimiento esperado.

**Tabla 3.1. Resultados de la regresión**

Specificación	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
Variable dependiente: Cambio en el crecimiento esperado según las previsiones de consenso					
Apalancamiento	-0.04 *** (0.01)	-0.04 *** (0.01)	-0.02 (0.01)		
Apalancamiento * <i>dummy</i> de acceso a UE			-0.04 ** (0.02)		
<i>Dummy</i> de tipo de cambio rígido	-1.94 ** (0.87)	-1.82 ** (0.81)	-1.28 (0.81)	-2.74 *** (1.04)	-4.27 *** (1.05)
Crecimiento acumulado del crédito	-0.01 * (0.00)	0 * (0.00)	-0.01 ** (0.00)		
<i>Dummy</i> de acceso a UE		-2.29 ** (0.88)	3.29 (2.66)		
Balance en cuenta corriente				0.08 * (0.04)	
Brecha primaria					0.48 *** (0.15)
Constante	0.72 (1.30)	0.44 (1.21)	-1.82 (1.54)	-4.83 *** (0.58)	-7.06 *** (0.98)
Número de observaciones	40	40	40	43	32
R <sup>2</sup>	0.574	0.643	0.688	0.246	0.462

Nota: Errores estándar en paréntesis.

\*\*\*  $p < 0.01$ , \*\*  $p < 0.05$ , \*  $p < 0.1$ .



## 4. La respuesta de política fiscal ante la crisis: ¿Cuánto “espacio” existe para aplicar políticas anticíclicas?

*La crisis mundial colocó a la formulación de la política fiscal en primer plano, poniendo en perspectiva diferencias en los marcos de política y de preparación dentro de la región. Las respuestas recientes en materia de política fiscal de los gobiernos de América Latina y el Caribe (ALC) no son más que el reflejo de las circunstancias específicas de estos países antes de la crisis, incluida la evolución de sus cuentas públicas. La experiencia de 2009 confirma que algunos gobiernos de ALC efectivamente cuentan con “espacio” para sostener el nivel de actividad durante una contracción económica importante. Pero también pone en evidencia los límites de dicho espacio en otros países, lo que en gran medida refleja su comportamiento fiscal pasado. Esto sugiere la necesidad de transformar el proceso de formulación de la política fiscal y sus respectivos marcos de aplicación, a fin de poder hacer frente a shocks futuros.*

Cuando la crisis financiera de las economías avanzadas se convirtió en una recesión mundial, la actividad económica en los países de ALC comenzó a desacelerarse, y sus finanzas públicas a deteriorarse. Los gobiernos de la región pronto sufrieron una caída significativa de sus ingresos, entre ellos los vinculados a la exportación de materias primas. Asimismo, hubo un repentino endurecimiento de las condiciones financieras, aunque en varios casos este efecto no fue grave ni prolongado. En medio de esta situación, los países se enfrentaron a la siguiente decisión de política económica: ¿Debería la política fiscal responder de manera activa ante la crisis y, en ese caso, en qué dirección? Este interrogante permite considerar tres clases de respuestas, cada una de ellas justificada por diferentes argumentos en función de las circunstancias propias de cada país:

- Un país podría aplicar una política fiscal más restrictiva con el objetivo de contener el incremento del déficit fiscal y las necesidades de financiamiento resultantes del shock a los ingresos públicos. Este tipo de respuesta, de carácter *procíclico*, implicaría recortar gastos (o aumentar impuestos), lo que reduciría la demanda interna en un momento de caída del producto. Aun así, podría ser la mejor alternativa disponible si las posibilidades de obtener financiamiento son limitadas, ya sea porque el nivel de deuda pública es muy elevado, porque el país no puede asegurar a los acreedores el servicio futuro de su deuda, o porque el gobierno no tiene un nivel considerable de activos líquidos propios.
- El país podría mantener sin cambios sus políticas de gastos e impuestos, aceptando plenamente el debilitamiento del resultado fiscal como una consecuencia automática del shock de ingresos. Este enfoque puede calificarse como *acíclico*, en el sentido que no implica ninguna modificación discrecional de políticas en un momento de caída del producto. De todos modos, el sector público estaría contribuyendo a sostener la actividad económica al permitir el funcionamiento de los *estabilizadores automáticos*, al menos mediante una menor recaudación de impuestos<sup>1</sup>. En el caso de una baja temporal del producto y de los ingresos, esa estrategia sería la reacción natural para un gobierno que cuenta con acceso al financiamiento (o con sus propios activos líquidos), más aún si el tamaño de los

<sup>1</sup> Aunque una respuesta “acíclica” implica que no existe una modificación discrecional de la política fiscal, al permitirse que funcionen los estabilizadores automáticos se estará contribuyendo a reducir las fluctuaciones de la demanda interna.

estabilizadores automáticos preexistentes se considera adecuado, y si se permite que la política monetaria cumpla un papel activo y eficaz en la estabilización de la demanda interna.

- El país podría optar por relajar de manera activa su política fiscal, adoptando medidas discrecionales para elevar el gasto (o rebajar impuestos) a fin de dar sustento a la demanda en un momento de caída de la actividad. Esta respuesta *anticíclica* supone un aumento aún mayor del déficit fiscal que el atribuible por sí solo al shock de ingresos, razón por la cual es necesario que las alternativas de financiamiento sean amplias. Esta opción podría justificarse cuando el tamaño de los estabilizadores fiscales automáticos es relativamente pequeño y existe confianza de que se puede implementar —y revertir en el momento oportuno— el relajamiento de la política fiscal. Otra consideración fundamental es la conveniencia de recurrir a esta estrategia en el caso de que la política monetaria por sí sola no tuviera suficiente poder para contrarrestar una caída excepcionalmente grande de la demanda interna, como puede haber sucedido recientemente en algunos países<sup>2</sup>.

De hecho, durante 2009 la política fiscal ha contribuido a absorber el impacto de la crisis en varios países de la región, aunque en muy diverso grado. Si bien es probable que este año el balance fiscal se debilite en casi todos los países de ALC, en algunos de ellos se tomaron medidas para fortalecer la posición fiscal, mientras que otros implementaron aumentos sustanciales del gasto público. Este capítulo procura medir la respuesta fiscal de la región ante la crisis, entender las razones que explican los patrones observados y extraer enseñanzas que en el futuro puedan servir para la formulación de la política fiscal.

<sup>2</sup> La eficacia de la política monetaria tiene sus límites, como en los casos en que su transmisión está limitada por tensiones financieras, o cuando las tasas de interés nominales de política monetaria se acercan a su piso de 0%.

En la primera parte del capítulo se describen brevemente las políticas fiscales de los países de ALC antes de la crisis mundial, y se señalan sus diferentes reacciones ante el fuerte crecimiento de los ingresos durante los años recientes de “bonanza”. Luego se analiza la evolución de la situación fiscal durante la crisis mediante la identificación de los factores detrás del shock de ingresos, y se observa que la mayor parte de su disminución fue una consecuencia automática de la crisis en sí. Con respecto al gasto, se describen las amplias diferencias en cuanto al tamaño —y la dirección— de las respuestas de política fiscal frente a la crisis de los distintos países de la región. Si bien el objeto del análisis es el *nivel* del gasto primario, se señala cómo algunos países modificaron su *composición*, procurando mitigar los efectos de la crisis en los grupos sociales más vulnerables.

Para evaluar la contribución del sector público a la demanda interna durante 2009, se analiza la variación anual del balance fiscal primario excluyendo los ingresos asociados con la exportación de materias primas y las donaciones extranjeras. Luego, para identificar en qué medida esa contribución se debe a decisiones discrecionales de política y no a los estabilizadores automáticos, se presentan estimaciones del *impulso fiscal* y se evalúa su efecto en la estabilización del producto. A su vez, se vinculan las respuestas discrecionales de política a un conjunto de factores que probablemente han influido en la decisión de los países de implementar o no una política fiscal anticíclica activa.

Por último, a partir de las enseñanzas de la experiencia reciente de los países de ALC, se abordan temas cruciales de política fiscal, como la necesidad de revertir oportunamente las medidas de estímulo y de adaptar la política a un nuevo contexto mundial que será menos favorable que el anterior a la crisis. En este sentido, se describe la forma en que podrían evolucionar los marcos de política fiscal, no solo para cimentar la disciplina fiscal en el tiempo sino también para establecer el espacio suficiente que permita mantener el gasto público y atenuar los shocks macroeconómicos futuros.

## El contexto previo a la crisis: Políticas fiscales prudentes . . . y algunos excesos

En estudios anteriores se ha señalado que las políticas fiscales en ALC han sido frecuentemente procíclicas, lo que ha contribuido a incrementar las fluctuaciones del producto. Las políticas anticíclicas activas, y a veces incluso el funcionamiento normal de los estabilizadores automáticos, no constituían alternativas posibles debido a la ausencia de reservas financieras fiscales y a los altos niveles de deuda pública que restringían el acceso a los mercados financieros durante los períodos contractivos, ya que los posibles acreedores se mostraban reacios a conceder préstamos (Gavin y Perotti, 1997 y Reinhart, Rogoff y Savastano, 2003, entre otros)<sup>3</sup>.

No obstante, en la última década se produjo un cambio significativo en la política fiscal de varios países de la región. En muchos casos, el mantenimiento de una mejor disciplina fiscal a través del tiempo hizo descender los niveles de deuda pública (Vladkova-Hollar y Zettelmeyer, 2008). Además, algunos países lograron crear el consenso político necesario para la aplicación de reglas fiscales, en ocasiones incorporadas en Leyes de Responsabilidad Fiscal (LRF)<sup>4</sup>. La implementación exitosa de estas reglas cimentó la disciplina fiscal y contribuyó a evitar episodios de crisis en los que la política fiscal debía ajustarse excesivamente en respuesta a la interrupción del financiamiento. La combinación de mejores marcos de política y variables fundamentales más sólidas permitió que la deuda de una serie de países de la región alcanzase el “grado de inversión” (*investment grade*), lo que significó un mejor acceso a los

mercados internacionales de capital, aun en momentos de estrés.

Estos cambios han provocado un grado considerable de heterogeneidad en lo que se refiere a la política fiscal. Mientras que, en general, algunos países han continuado con políticas procíclicas, en las que el nivel del gasto sigue estrechamente asociado a los ingresos en épocas favorables, otros han alcanzado un grado considerable de anticiclicidad.

Una diferencia crucial se observa en el comportamiento de los ingresos y gastos primarios en los tres años previos a la crisis (2005–07). Este período está caracterizado por un crecimiento superior al nivel de tendencia, brechas de producto positivas y alzas en los precios de exportación de las materias primas producidas en la región. Al igual que en el capítulo 2, es útil observar el comportamiento diferencial de cuatro grupos de países<sup>5</sup>. En los países que son exportadores de materias primas y están integrados a los mercados financieros (EMIF), el crecimiento del gasto primario fue menor al de los ingresos totales y aproximadamente igual a la contribución de los ingresos no vinculados a las materias primas al crecimiento de los ingresos totales. En cambio, en los otros países exportadores de materias primas (OEM), el crecimiento del gasto primario fue algo mayor al de los ingresos totales y superó ampliamente a la contribución de los ingresos no vinculados a las materias primas al crecimiento de los ingresos totales. En los países importadores de materias primas con fuertes ingresos por turismo (IMIT), el gasto primario creció a tasas más altas que los ingresos, mientras que en los otros importadores de materias primas

<sup>3</sup> La prociclicidad de la política fiscal en América Latina ha sido atribuida a diversas causas (Aizenman, Gavin y Hausmann, 2000; y Talvi y Végh, 2005, entre otros).

<sup>4</sup> Véanse Corbacho y Schwartz (2007) y Dabán, Detragiache, Di Bella, Milesi-Ferreti y Symansky (2003). Los países de la región que tienen LRF son Argentina, Brasil, Chile, Colombia (solo aplicables a los gobiernos regionales), Ecuador, Panamá, Perú y Venezuela; los países de la Unión Monetaria del Caribe Oriental (ECCU) se comprometieron a alcanzar una meta de endeudamiento del 60% del PIB para 2020.

<sup>5</sup> Los países EMIF son Brasil, Chile, Colombia, México y Perú; el grupo OEM está compuesto por Argentina, Bolivia, Ecuador, Paraguay, Trinidad y Tobago, Suriname y Venezuela; los países IMIT son Antigua y Barbuda, Las Bahamas, Barbados, Belice, Dominica, Granada, Jamaica, Saint Kitts y Nevis, Santa Lucía y San Vicente y las Granadinas; y los del grupo OIM comprenden Costa Rica, El Salvador, Guatemala, Guyana, Haití, Nicaragua, Honduras, Panamá, la República Dominicana y Uruguay. Las cifras correspondientes a los diferentes grupos representan promedios simples de los países.

(OIM) el gasto primario creció algo menos que los ingresos (gráfico 4.1).

Una conclusión similar surge de comparar el crecimiento del gasto primario con el del PIB tendencial. En los otros países exportadores de materias primas, el gasto primario creció mucho más rápidamente que el crecimiento del PIB tendencial durante los años de auge de las materias primas que precedieron a la crisis mundial. Como se señala más adelante, este comportamiento implicó un fuerte impulso fiscal a la demanda interna de estos países durante este período, en comparación con solo un impulso moderado en los países exportadores de materias primas integrados en los mercados financieros.

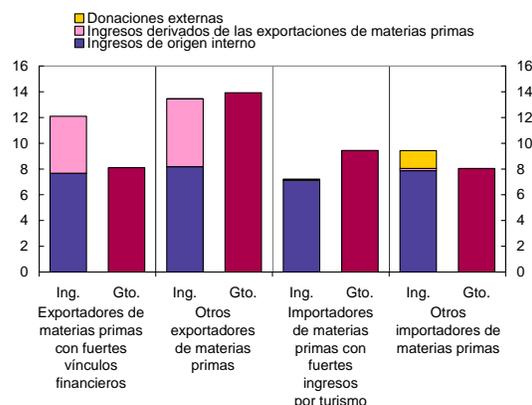
### La crisis golpea: El menor crecimiento y la caída en el precio de las materias primas reducen los ingresos fiscales . . .

Los gobiernos de ALC han experimentado pérdidas significativas de ingresos fiscales durante la crisis, en algunos casos mayores a las esperadas. Esas pérdidas se vinculan a un crecimiento menor (o negativo) del producto y, en muchas de las economías más grandes de la región, con fuertes disminuciones del precio de exportación de las materias primas. Las caídas de los ingresos fiscales durante 2009 parecen ser en su mayor parte consecuencias “automáticas”, no atribuibles a medidas discrecionales de política tributaria. El tamaño de los estabilizadores automáticos es, no obstante, relativamente pequeño en muchos países de ALC (en comparación con la mayoría de los países de la OCDE, por ejemplo), dadas sus tasas impositivas más bajas.

De hecho, los países cuyos ingresos fiscales están fuertemente vinculados a la exportación de materias primas han experimentado caídas muy importantes

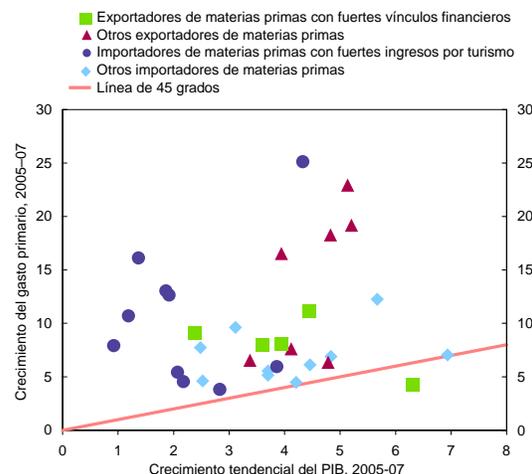
Gráfico 4.1. Algunos países han continuado con políticas fiscales procíclicas, mientras otros han alcanzado cierta anticiclicidad.

**Crecimiento del ingreso y gasto primario, 2005–07**  
(Variación porcentual en términos reales)



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

**Crecimiento del gasto primario y crecimiento tendencial del PIB, 2005–07**  
(Variación porcentual en términos reales)



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

de los ingresos en 2009<sup>6</sup>. En estos países, la mayor parte de esa disminución se explica por la reducción de los precios de exportación de las materias primas (siendo Bolivia, Ecuador, Trinidad y Tobago y Venezuela los países que registran las mayores pérdidas, aunque éstas también son importantes en los casos de Chile y Perú). Solo entre el 10% y el 20% de la pérdida de ingresos fiscales sería atribuible

<sup>6</sup> Las cifras correspondientes a 2009–10 reflejan la información disponible sobre los resultados observados durante 2009, anuncios de política (incluidos los “paquetes de estímulo”, recuadro 4.1) y las previsiones del personal técnico del FMI.

a la disminución de la tasa de crecimiento del PIB (utilizando supuestos estándar sobre la elasticidad de los ingresos respecto del PIB). El resto de la pérdida de ingresos no tiene un origen definido y podría deberse a modificaciones de la política impositiva, a otros cambios estructurales (como la menor producción de materias primas) o a una sensibilidad de los ingresos al ciclo del producto mayor que la supuesta (gráfico 4.2).

En el caso de los países importadores de materias primas, la porción “no identificada” de la pérdida de ingresos es la más importante. Estas pérdidas no pueden atribuirse a modificaciones de la política fiscal, ya que la mayoría de estos países no están implementando reducciones discrecionales de impuestos en 2009, ni tampoco a una caída de la producción de materias primas, ya que estos países no son grandes exportadores de este tipo de bienes. Por el contrario, cabe inferir que esta porción no identificada se relaciona en gran medida con diferencias entre el valor efectivo de la elasticidad a corto plazo de los ingresos tributarios con respecto al PIB y el supuesto estándar que le asigna un valor igual a uno<sup>7</sup>.

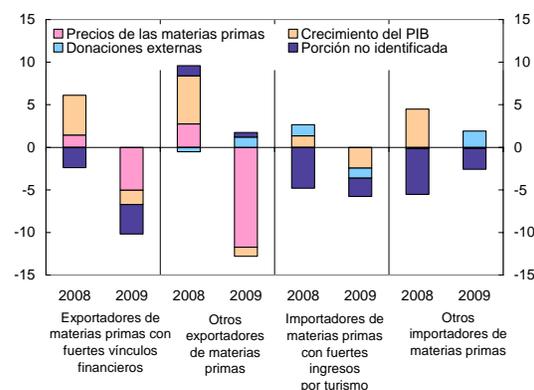
### ... pero solo algunos países pueden aumentar su gasto público ...

La evolución observada del gasto en la región puede interpretarse principalmente como resultante de medidas discrecionales de política, ya que los estabilizadores automáticos por el lado del gasto también son relativamente pequeños. De hecho, las políticas de gasto difieren significativamente entre países: En algunos el gasto parece imitar el comportamiento de los ingresos, mientras que en otros no sucede lo mismo.

<sup>7</sup> Esta mayor sensibilidad de los ingresos al ciclo económico podría explicarse en parte por las caídas relativamente grandes de las importaciones, luego que el turismo, las remesas y la IED se desaceleraran fuertemente. La razón es que en muchos países de América Central y el Caribe, la recaudación de los impuestos al consumo se basa principalmente en la retención de los gravámenes en aduana.

*Gráfico 4.2. El ingreso fiscal cayó significativamente en 2009 como consecuencia del menor crecimiento y los menores precios de las materias primas.*

**Crecimiento de los ingresos, 2008–09**  
(Variación porcentual en términos reales)



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

En particular, la evolución del gasto primario (en términos reales) en los países exportadores de materias primas presenta marcados contrastes. En este sentido, en los países integrados a los mercados financieros se prevé que el crecimiento del gasto primario sea parecido entre 2008 y 2009 (con aumentos en torno al 9% y 8%, respectivamente), mientras que en los otros países exportadores de materias primas se espera que disminuya significativamente entre 2008 y 2009 (habiendo crecido alrededor del 12% en 2008, pero solo 3% durante 2009), dada la restricción que ha significado para estos países la caída de los ingresos fiscales vinculados a las materias primas. El gasto primario también muestra tasas de crecimiento positivas en 2008 y 2009 en el caso de los otros países importadores de materias primas, aunque la tasa prevista para 2009 es menor a la observada en 2008. En los países importadores de materias primas con fuertes ingresos por turismo, el gasto primario decreció levemente en 2008 y se prevé una nueva caída para 2009, lo que refleja restricciones por el lado de los ingresos (gráfico 4.3).

Un examen más detallado del patrón observado en la región durante 2008–09 muestra que el crecimiento del gasto primario se detuvo en algunos países durante 2009. En particular, el gasto primario se está contrayendo en términos reales en algunos países que sufrieron una caída de sus términos de

intercambio, sobre todo en los exportadores de energía, como Bolivia y México, y en especial Ecuador, Trinidad y Tobago y Venezuela. Este comportamiento parece indicar, en el caso de algunos de estos países, una continuación de los patrones procíclicos de gasto observados en el pasado. En cambio, el gasto primario crece a tasas similares (o mayores) que las observadas en 2008 en otros países de la región (entre ellos Argentina, Chile, Costa Rica y Perú). En muchos países, el crecimiento previsto del gasto primario (a una tasa mayor que la del crecimiento tendencial del PIB) refleja la implementación de paquetes de estímulo fiscal (recuadro 4.1).

### ... resultando en diferentes respuestas fiscales frente a la crisis

Hasta el momento el análisis se ha centrado en aspectos específicos de la reacción de la política fiscal, es decir, en el comportamiento de los ingresos y el gasto por separado. En esta sección se reúnen todos estos elementos para determinar en qué medida el sector público ha contribuido a estabilizar la demanda interna y el producto en 2009. Mientras que la variación neta entre los ingresos y gastos fiscales afecta la demanda interna, se supone a su vez que el impacto en el producto depende del tamaño del *multiplicador fiscal*. Cuanto mayor sea el multiplicador, tanto mayor será el impacto de las modificaciones de la política fiscal en el producto.

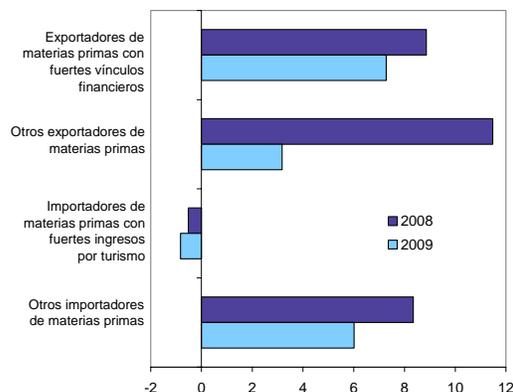
Las variaciones del "déficit fiscal primario interno", (excluidos los ingresos relacionados con la exportación de materias primas y las donaciones extranjeras), miden la contribución del sector público a la demanda interna; dicha contribución incluye tanto el efecto de las medidas discrecionales de política como el resultante de los estabilizadores automáticos<sup>8</sup>. Un incremento del déficit primario

<sup>8</sup> Se excluyen los ingresos vinculados a las materias primas y las donaciones extranjeras porque esos ingresos se reciben, en gran medida, de entidades no residentes, y por lo tanto no afectan directamente la demanda interna. Se considera que un país tiene un nivel significativo de ingresos fiscales vinculados a las

(continúa)

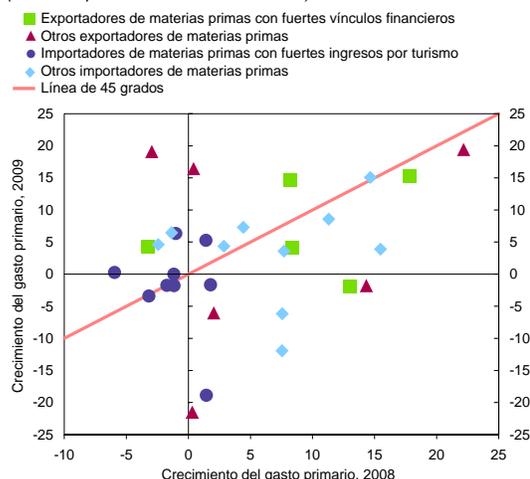
Gráfico 4.3. Algunos países han tenido que disminuir el crecimiento del gasto público como consecuencia del impacto de la crisis en sus ingresos fiscales.

Crecimiento del gasto primario, 2008–09  
(Variación porcentual en términos reales)



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

Crecimiento del gasto primario, 2008–09  
(Variación porcentual en términos reales)



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

interno, como se muestra en el cuadro más abajo, mide el impulso del sector público a la demanda interna. Desde esta perspectiva, los gobiernos de los países exportadores de materias primas integrados a los mercados financieros son los que impulsan

materias primas cuando estos ingresos superan el 2% del PIB; estos países incluyen a Argentina, Bolivia, Chile, Colombia, Ecuador, Guyana, México, Paraguay, Perú, Suriname, Trinidad y Tobago y Venezuela. Se aplica el mismo criterio de corte para las donaciones extranjeras, lo que exige efectuar un ajuste en el caso de Bolivia, Dominica, Granada, Guyana, Haití, Honduras, Nicaragua y Suriname.

#### Recuadro 4.1. Paquetes de estímulo fiscal en América Latina y el Caribe

**Varios países de la región de ALC anunciaron “paquetes fiscales anticrisis” específicos durante 2009, con el objetivo de estabilizar la demanda agregada, estimular la economía y otorgar asistencia, principalmente en forma temporal, a los grupos sociales más vulnerables.** En la mayoría de los casos, las medidas fueron incorporadas a los presupuestos nacionales (en su versión original o reformada), que normalmente son implementados por el gobierno central, e incluyen por ejemplo, aumentos del gasto en infraestructura pública o transferencias compensatorias dirigidas a los grupos sociales más vulnerables. No obstante, se adoptaron otras medidas consistentes en transferencias extrapresupuestarias a empresas públicas o la provisión de liquidez a los bancos estatales de desarrollo a fin de sostener el crédito interno. La mayoría de los paquetes fiscales se concentraron en aumentos del gasto, de las transferencias, o de ambos rubros, aunque algunos países anunciaron reducciones temporales de impuestos o medidas administrativas que permitían a los contribuyentes diferir el pago de sus obligaciones impositivas. En cambio, algunos países con situaciones financieras más apretadas se vieron obligados a introducir medidas impositivas y mejorar la administración tributaria para compensar la caída de los ingresos fiscales. Los elementos principales de algunos de los paquetes de estímulo fiscal anunciados en la región se describen más detalladamente en este recuadro.

##### **Entre los países exportadores de materias primas integrados a los mercados financieros:**

- **Brasil** anunció varias medidas presupuestarias, relativas a impuestos y al gasto, para estimular la demanda interna y dar apoyo a grupos determinados (mediante transferencias de efectivo a los grupos más vulnerables, rebajas impositivas para la compra de automóviles y subsidios para la construcción de viviendas para los sectores de menores ingresos). Los estados fueron protegidos parcialmente de una reducción de las transferencias, en el caso de algunos de ellos mediante negociaciones para mejorar las condiciones de su deuda con organismos federales (por ejemplo, de la seguridad social). El paquete fiscal también incluye programas de garantía de préstamos de pequeña escala para las empresas pequeñas y medianas. La medida de mayor cuantía tuvo carácter extrapresupuestario: un préstamo por debajo de la línea igual al 3,3% del PIB para el banco estatal de desarrollo, BNDES, por el término de dos años con el objeto de conceder créditos, entre otros a la empresa petrolera Petrobrás. Otros bancos públicos también incrementaron sus préstamos.
- En **Chile**, el paquete fiscal incluyó medidas presupuestarias y extrapresupuestarias: las primeras comprendían reducciones temporales de impuestos y un aumento de las transferencias a los sectores de menores ingresos, mientras que las segundas incluyeron transferencias a entidades estatales que otorgan garantías de crédito y la capitalización del Banco del Estado y de CODELCO, la empresa estatal de cobre.
- **México** anunció medidas que incluyen el aumento del gasto social y en infraestructura (por encima de la línea), el congelamiento o la reducción de los precios administrados, aumentos de los límites de crédito y el otorgamiento de garantías adicionales por parte de los bancos de desarrollo.
- En **Perú**, las medidas incluyeron aumentos importantes del gasto en infraestructura, transferencias para fomentar la protección social (educación, salud y agricultura), la provisión de garantías, transferencias a sectores afectados por la crisis y devolución de aranceles de importación (*drawbacks*), en ese orden.

##### **Entre los otros países exportadores de materias primas:**

- **Argentina** anunció un incremento en los gastos de capital (en particular, en infraestructura), una ampliación de la cobertura de los programas de pensiones y de lucha contra la pobreza, medidas para apoyar el crédito al consumo y algunas reducciones de impuestos a la exportación, entre otras iniciativas.

**Recuadro 4.1 (conclusión)**

- En **Paraguay**, el plan de reactivación económica incluye medidas a corto plazo, entre ellas un aumento de los gastos presupuestados para el período 2009-10, que se espera sea un 2% del PIB mayor que en 2008, alguna reorientación de las transferencias condicionales de efectivo y del gasto de capital (en parte con financiamiento de instituciones financieras internacionales) y la atención de aspectos estructurales a mediano plazo como la mejora del Programa de Fortalecimiento Municipal (PFM), la reforma de las empresas públicas y el fortalecimiento de la supervisión del sector financiero.

**Entre los países importadores de materias primas con fuerte actividad turística, Las Bahamas**

modificó la composición del gasto para mantener las erogaciones en infraestructura y otorgar prestaciones transitorias por desempleo, aunque también se anunciaron medidas por el lado de los ingresos para contener el impacto fiscal del shock. En **Granada**, las medidas incluyen la aceleración del gasto de capital dentro de un presupuesto más restringido, rebajas impositivas temporales para hoteles y hospedajes (a fin de sostener la industria del turismo y limitar la pérdida de empleos) y gasto social focalizado (por ejemplo, un programa de mantenimiento de carreteras).

**Entre los otros países importadores de materias primas, Costa Rica** anunció una serie de medidas, incluidos un incremento del gasto en educación y proyectos de infraestructura con uso intensivo de mano de obra, un aumento del empleo en el sector público (mediante la contratación de maestros y policías) y el refuerzo de los programas de transferencias de efectivo. En **El Salvador**, las autoridades anunciaron aumentos del gasto social y de los proyectos de inversión pública, medicamentos gratuitos para los hospitales y transferencias condicionales de efectivo para la población urbana así como programas de empleo temporal. En **Guatemala**, las medidas se focalizaron en las transferencias a los grupos más vulnerables y proyectos de inversión con una utilización intensiva de mano de obra. En **Panamá**, las medidas se centraron en obras de infraestructura y la ampliación de la red de protección social; además, las autoridades otorgaron pensiones no contributivas a las personas mayores y aumentos de salarios al personal policial. La Ley de Responsabilidad Fiscal fue modificada en junio de 2009 para permitir un déficit de hasta el 2,5% del PIB (en lugar de 1%) en 2009 y 2% en 2010. El proyecto de ampliación del Canal será significativo en 2010, y aunque no forma parte de la estrategia de estímulo, se prevé que sustente la actividad económica a pesar de su alto componente importado.

**La implementación oportuna de las medidas de estímulo (y de los presupuestos, en un plano más general) resulta especialmente importante dada la desaceleración generalizada de la actividad económica en toda la región.**

Aunque es difícil hacer un informe detallado acerca de la aplicación del presupuesto (incluidas las medidas de estímulo fiscal) en los distintos países, debido a ciertas limitaciones de información, los datos disponibles para 2009 indican que los avances han sido dispares. Al respecto, aunque algunas medidas que dependen solo de decisiones administrativas fueron implementadas con relativa rapidez, en algunos países el gasto ha avanzado a un ritmo más lento que el previsto durante el primer semestre de 2009 y está acelerándose en el segundo. El retraso se debe a problemas de capacidad de implementación (principalmente en lo relativo a la inversión), demoras en la aprobación del presupuesto o sus reformas y dilaciones en la autorización de operaciones de endeudamiento externo, entre otros motivos.

la demanda interna más fuertemente en 2009, con un aumento del déficit en torno al 3,5% del PIB (tras varios años de un impulso aproximadamente neutro). La situación contrasta claramente con la de los otros países exportadores de materias primas, donde el déficit primario interno aumenta en aproximadamente 0,7% del PIB (lo que difiere de la fuerte expansión del 1,9% del PIB registrada durante 2008). En los otros dos grupos de países, dicho déficit crece en 2009, aunque no tanto como en el primer grupo.

**Cambio en el déficit primario interno 1/**  
(Variación promedio interanual, en puntos porcentuales del PIB)

	Exportadores de materias primas con fuertes vínculos financieros	Otros exportadores de materias primas	Importadores de materias primas con fuertes ingresos por turismo	Otros importadores de materias primas
2006	-0,1	1,7	1,6	0,0
2007	-0,3	-0,4	0,0	-1,3
2008	0,5	1,9	0,9	1,5
2009	3,5	0,7	1,0	1,7
2010	-1,3	0,3	-1,0	-0,6

Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

1/ Excluye ingresos fiscales derivados de las materias primas y donaciones externas.

Luego, para distinguir el rol de la política fiscal discrecional como sostén de la demanda interna de aquel que aportan los estabilizadores automáticos, se procede primero a estimar el balance primario ajustado en función del ciclo económico (BPAC). Con este fin, se utiliza un marco estándar para identificar la reacción cíclica de los ingresos internos y del gasto primario a la brecha del producto. En el caso de los países donde una proporción significativa de los ingresos fiscales está vinculada a las materias primas, se estima qué parte de los ingresos de este tipo es "estructural", utilizándose para ello estimaciones de precios a largo plazo para tales bienes.

El signo y el tamaño del BPAC dan una indicación de la posición fiscal subyacente, haciendo abstracción de la influencia de factores temporales. También permiten proyectar la trayectoria futura de la deuda pública, tomando en cuenta además la tasa de interés a la cual el gobierno puede endeudarse y la tasa de crecimiento tendencial de la economía, entre otros factores.

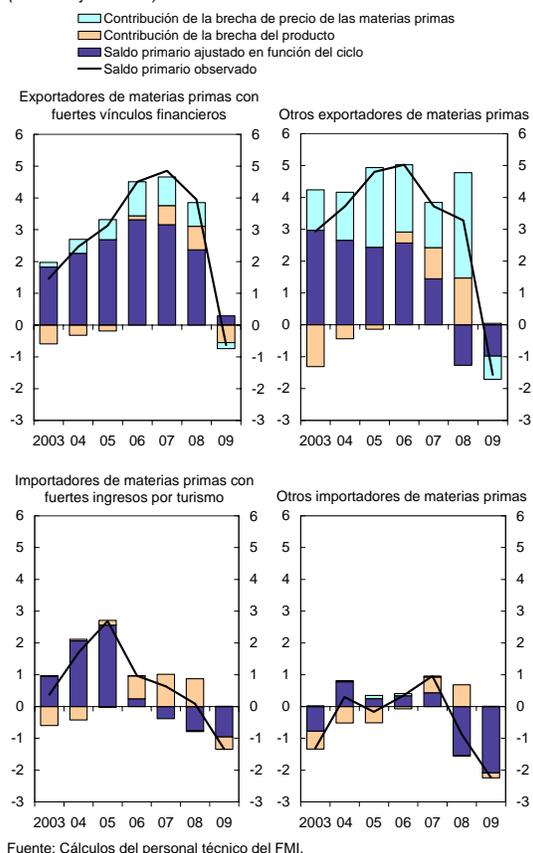
Los balances fiscales primarios observados (es decir, no ajustados por el ciclo) mejoraron durante los años de expansión (2003–07) en los países exportadores de materias primas. A su vez, entre los importadores de materias primas, el balance primario mejoró inicialmente y luego se deterioró, especialmente en los países con fuertes ingresos por turismo. Para 2009, se prevé que el balance fiscal primario se deteriore en todos los grupos, aunque se espera que los otros exportadores de materias primas *ajusten* su BPAC, mientras que aquellos que están integrados a los mercados financieros lo estarán *relajando*. Este patrón parece reflejar la aplicación de políticas diferentes durante los años de expansión, en particular el uso de los ingresos extraordinarios obtenidos en el pasado con el propósito de acumular reservas financieras, en lugar de financiar aumentos del gasto (gráfico 4.4).

Las estimaciones de los BPAC están sujetas a incertidumbre, especialmente en lo que atañe a los ingresos generados por las materias primas<sup>9</sup>. La incertidumbre acerca del tamaño del BPAC será mayor en el caso de los países donde estos ingresos representan una mayor proporción de los ingresos totales (como en Ecuador y Venezuela). Sin dejar de lado esta incertidumbre, los países más grandes de la región parecen haber registrado un superávit ajustado en función del ciclo económico durante el primer tramo de la década, lo que en parte refleja la mejora de los precios a largo plazo de las materias primas. Sin embargo, durante los tres años previos a la crisis, el BPAC mejoró en algunos casos (como en Chile y Perú) y empeoró en otros (como en Argentina, Ecuador, México y Venezuela). En 2009, varios países (entre ellos Argentina, Brasil, Chile y Perú) están dejando que su BPAC se deteriore en grados diversos en respuesta a la contracción de sus economías, mientras que otros están consolidando su posición cíclica (como Ecuador y Venezuela).

<sup>9</sup> Los conceptos ajustados en función del ciclo económico que se reportan corresponden a promedios simples de un número de estimaciones alternativas (véanse el recuadro 4.2 y el apéndice técnico).

**Gráfico 4.4. No todos los países han podido relajar sus balances fiscales ajustados en función del ciclo económico durante la crisis.**

**Balances primarios observados y ajustados en función del ciclo económico**  
(Porcentaje del PIB)



Si bien el *nivel* del BPAC es el indicador pertinente en materia de solvencia y sostenibilidad de la deuda, es su *variación interanual* lo que conviene considerar para evaluar el impacto a corto plazo de las decisiones de política fiscal en la demanda interna y el producto. El *impulso fiscal* (IF) se define entonces como la diferencia entre el BPAC interno (es decir, excluidos los ingresos fiscales vinculados a las materias primas y las donaciones extranjeras) del año en curso y el registrado el año anterior (recuadro 4.2). La medición del IF está también sujeta a incertidumbre, la cual está asociada sobre todo al tamaño incierto de la brecha de producto.

El impulso fiscal durante los años previos a la crisis, así como el esperado para 2009, muestra algunas diferencias interesantes dentro de la región. Los países exportadores de materias primas

integrados a los mercados financieros mostraron una orientación de política fiscal entre neutra y moderadamente procíclica durante los años de expansión (2003–07), mientras que sus planes actuales suponen la implementación de una política fiscal claramente anticíclica durante 2009 y el retiro parcial del estímulo en 2010 a medida que se recupere la economía. El IF ha cambiado de manera menos pronunciada en estos países y la política fiscal ha sido menos volátil en comparación con las de otros grupos de países. En cambio, los otros países exportadores de materias primas implementaron una política fiscal claramente procíclica durante los años de expansión y se prevé que seguiran haciéndolo durante el período contractivo. En estos países, la política fiscal es a veces objeto de modificaciones abruptas y en general ha sido más volátil que en los países exportadores de materias primas integrados a los mercados financieros.

Es interesante destacar que la política fiscal de los otros países importadores de materias primas parece haber sido moderadamente anticíclica en años anteriores, tendencia que continúa en 2009. En especial en Costa Rica, el impulso fiscal es sustancial. Por último, los países importadores de materias primas con fuertes ingresos por turismo han implementado políticas fiscales procíclicas durante la mayoría de los años analizados, previéndose que se mantenga esa tendencia también en 2009–10 (gráfico 4.5).

Como se muestra en el cuadro, el impacto total del sector público en la estabilización de la demanda interna, medido por el cambio en el déficit primario interno observado, puede descomponerse en dos partes. El impulso fiscal mide la proporción de ese cambio que se explica por la respuesta discrecional de política, mientras que el resto es atribuible al funcionamiento de los estabilizadores automáticos.

El análisis de la política fiscal en los países más grandes de la región sugiere que algunos de ellos han aplicado políticas procíclicas, en grado diverso durante los años anteriores a la crisis. Concretamente, para 2009 la respuesta es claramente anticíclica en los casos de Brasil Chile, México y

#### Recuadro 4.2. Evaluando la orientación de la política fiscal: El balance primario ajustado en función del ciclo económico y el impulso fiscal

**La metodología utilizada en este capítulo para estimar el balance primario ajustado en función del ciclo económico (BPAC) permite determinar qué proporción de los cambios de las variables fiscales es consecuencia de decisiones de política y diferenciarla de aquella atribuible al ciclo económico (o los *estabilizadores automáticos*)<sup>1</sup>.** A su vez, la estimación del BPAC permite calcular el grado de impulso que la política fiscal le da a la demanda interna en un año dado. Ese *impulso fiscal* se mide como la diferencia del déficit primario interno ajustado en función del ciclo económico entre dos años consecutivos.

**Para estimar el BPAC es preciso contar con información específica a cada país considerado, tal como la elasticidad de los ingresos y gastos fiscales con respecto a las variaciones del producto, así como una estimación de la brecha del producto.** El caso “típico” de la región en 2009 es uno en el cual: 1) el crecimiento del PIB es negativo, y la brecha del producto se deteriora con respecto a 2008 y se torna negativa; 2) la elasticidad de ingreso de los ingresos fiscales internos (excluidos los vinculados a las materias primas y las donaciones extranjeras) es igual (o mayor) que uno, lo que significa que las variaciones del producto (en términos porcentuales) se reflejan en variaciones similares (o mayores en valores absolutos) de los ingresos fiscales y 3) la elasticidad de ingreso del gasto primario es igual a cero, lo que significa que el nivel de gasto no varía como resultado del ciclo económico sino que su nivel varía principalmente a causa de medidas específicas de política.

**En el caso típico de 2009, la razón entre gasto primario y PIB aumenta, mientras que la correspondiente a los ingresos primarios internos y el PIB disminuye (o se mantiene prácticamente constante).** En la ausencia de medidas discrecionales de política, los ingresos internos se reducirán, pero la relación entre esos ingresos y el PIB se mantendrá aproximadamente constante o disminuirá, de acuerdo con el valor de las elasticidades estimadas. A su vez, los niveles de gasto primario se mantendrán aproximadamente constantes, pero la razón entre gasto y PIB aumentará.

**Los estabilizadores automáticos se estiman comparando las variables fiscales (como porcentaje del PIB) en el período corriente (en este caso de contracción económica) con esas mismas variables cuando la brecha del producto es cero:**

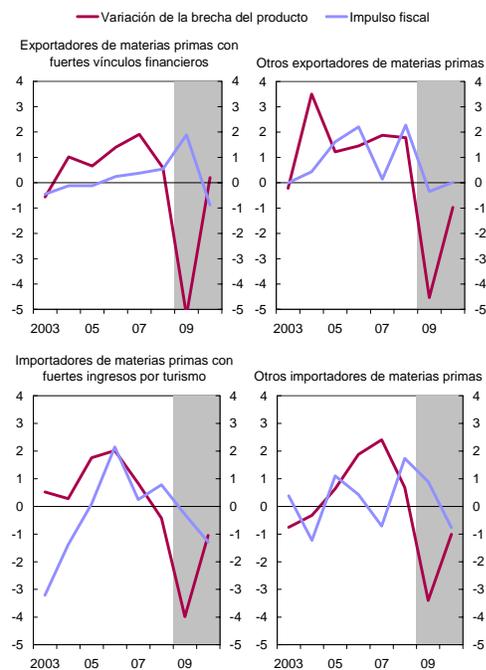
- Del lado del gasto, el nivel de gastos se mantiene aproximadamente constante, pero aumenta con respecto al PIB, lo que proporciona cierto grado de estabilización. Esta se mide por medio de la diferencia entre la razón del gasto con respecto al PIB durante épocas adversas y el valor que registra dicha razón cuando la brecha del producto es cero. Esa diferencia constituye la estabilización automática generada por el gasto, o, dicho de otro modo, el gasto (como porcentaje del PIB) que se produce por razones cíclicas.
- Del lado de los ingresos, el nivel de ingresos fiscales internos cae y la razón entre esos ingresos y el PIB disminuye (o se mantiene aproximadamente constante). La proporción de la caída de los ingresos fiscales que genera una estabilización automática también se mediría por la diferencia entre la razón de los ingresos internos con respecto al PIB en el período de contracción y esa misma razón cuando la brecha del producto es cero.

**El BPAC interno surge de excluir de la razón observada entre los ingresos primarios internos y el PIB y entre el gasto primario y el PIB la parte atribuible a la estabilización automática.** Cualquier variación del balance primario ajustado en función del ciclo económico entre dos años consecutivos (es decir, el impulso fiscal) sumaría demanda interna en una proporción de uno a uno (o la restaría en igual proporción). Un deterioro del BPAC (o, análogamente, un aumento del déficit primario) implica una contribución positiva de la política fiscal a la demanda interna.

<sup>1</sup> En el apéndice técnico se presenta un análisis más formal de este tema.

Gráfico 4.5. Los impulsos fiscales difieren mucho. En 2009, este ha sido mayor en los países exportadores de materias primas integrados en los mercados financieros

**Impulso fiscal y variaciones de la brecha del producto, por grupo de países**  
(Porcentaje del PIB)



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

**Descomposición del cambio en el déficit primario interno entre impulso fiscal y estabilizadores automáticos**  
(Porcentaje del PIB)

Año	Exportadores de materias primas con fuertes vínculos financieros			Otros exportadores de materias primas		
	Cambio en el déficit primario (1+2)	Estabilizadores automáticos (1)	Impulso fiscal (2)	Cambio en el déficit primario (1+2)	Estabilizadores automáticos (1)	Impulso fiscal (2)
2008	0,5	0,0	0,5	1,9	-0,4	2,3
2009	3,5	1,6	1,9	0,7	1,1	-0,3
2010	-1,3	-0,4	-0,9	0,3	0,3	0,0

Año	Importadores de materias primas con fuertes ingresos por turismo			Otros importadores de materias primas		
	Cambio en el déficit primario (1+2)	Estabilizadores automáticos (1)	Impulso fiscal (2)	Cambio en el déficit primario (1+2)	Estabilizadores automáticos (1)	Impulso fiscal (2)
2008	0,9	0,1	0,8	1,5	-0,2	1,7
2009	1,0	1,3	-0,3	1,7	0,8	0,9
2010	-1,0	0,3	-1,3	-0,6	0,2	-0,8

Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

**Contribución del impulso fiscal al crecimiento del PIB**  
(En puntos porcentuales del PIB, promedios simples)

	Exportadores de materias primas con fuertes vínculos financieros	Otros exportadores de materias primas	Importadores de materias primas con fuertes ingresos por turismo	Otros importadores de materias primas
2007	0,2	0,4	0,4	-0,2
2008	0,2	0,8	0,3	0,5
2009	0,7	0,2	0,0	0,6
2010	0,0	0,0	-0,5	-0,1

Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

Perú y, en menor grado, en Argentina y Colombia; las respuestas son claramente procíclicas en el caso de Ecuador y de Venezuela<sup>10</sup>.

Por último, se evalúa la contribución del impulso fiscal a la estabilización del producto, que depende tanto del tamaño estimado del impulso como del tamaño del multiplicador fiscal. Al respecto, en una serie de estudios se estima que el tamaño del multiplicador fiscal en los países en desarrollo es de alrededor de 0,5, aunque la dispersión de las estimaciones es grande<sup>11</sup>. En base a tal estimación y al supuesto de un trimestre de rezago en el efecto de la política fiscal en la actividad económica, los países exportadores de materias primas integrados a los mercados financieros muestran la mayor contribución fiscal a la estabilización del producto.

### ¿Por qué hubo diferentes respuestas de política fiscal activa? Una mirada al espacio fiscal

El impulso fiscal durante 2009 variará significativamente entre países. Mientras que en algunos la política fiscal aportará estímulo, en otros lo retirará, lo que podría intensificar la contracción económica. ¿A qué obedecen estas diferentes respuestas?

Según se desprende del análisis aquí realizado, la respuesta a este interrogante se hallaría en las diferencias en las condiciones vigentes en cada país de la región con anterioridad a la crisis.

<sup>10</sup> El IF se calculó sobre la base de las cifras *por encima de la línea*, es decir, sin considerar las operaciones *por debajo de la línea*, como por ejemplo las realizadas para inyectar recursos en los bancos estatales con el propósito de sostener el crédito, como se hizo en Brasil con el BNDES y en Chile con el Banco del Estado (véase el recuadro 4.1).

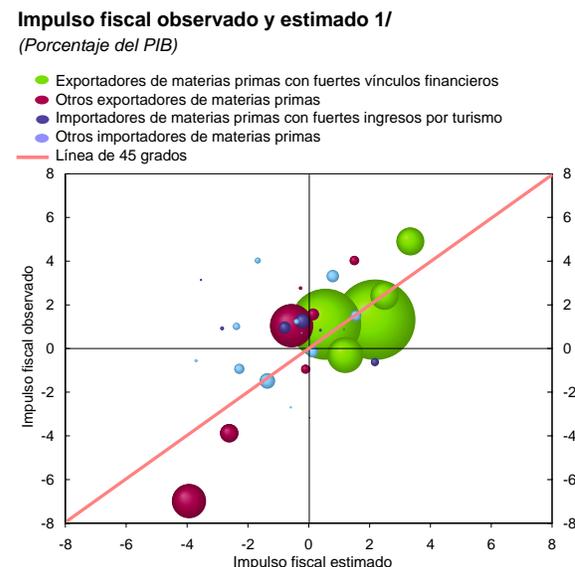
<sup>11</sup> Ilizetzki y Végh (2008) estiman que en los países en desarrollo el tamaño del multiplicador acumulado luego de tres años es de alrededor de 0,5; el FMI (2008) estima multiplicadores acumulados de tres años de impuestos (0,2) y gastos (-0,2). Las estimaciones también varían ampliamente en el caso de las economías avanzadas. Véase Spilimbergo, Symansky y Schindler (2009).

En este sentido, es posible que en algunos países el impulso fiscal sea menor por sus limitaciones para obtener financiamiento. En otras palabras, los países que aplican políticas anticíclicas en 2009 son aquellos que efectivamente están en condiciones de hacerlo. En esto consiste el *espacio fiscal*, que se asocia con la disponibilidad de reservas financieras, la posibilidad de acceder a los mercados internacionales de capital y al hecho de haber registrado mayores resultados primarios antes de la crisis. Los países con cocientes de endeudamiento a PIB más elevados, calificaciones crediticias menos favorables y menores reservas financieras tendrían menos espacio para aplicar una política fiscal contracíclica que aquellos que tienen menores cocientes de endeudamiento a PIB, están calificados como “grado de inversión” y disponen de reservas financieras abundantes.

Esta conclusión se confirma mediante una regresión simple usando datos de la región (ponderándose cada país según su tamaño relativo) en la que se relaciona el impulso fiscal en 2009 con el nivel del balance fiscal ajustado en función del ciclo económico en 2008 y la calificación crediticia de la deuda externa, como indicadores de las condiciones “iniciales” de cada país.

Los resultados indican que el IF para 2009 es mayor en los países que cuentan con un BPAC inicial más sólido y una mejor calificación crediticia (gráfico 4.6). Vinculando estos resultados con el análisis precedente se puede inferir que los países que aplican políticas procíclicas tienden a aprovechar la abundancia de liquidez en momentos en que la situación internacional es favorable, pero cuando el acceso a los mercados se vuelve más difícil se ven obligados a ajustar su posición fiscal, lo que resulta en un impulso fiscal negativo. En cambio, los países que aplican políticas anticíclicas siguen teniendo acceso a los mercados internacionales de capital. Algunos países se destacan por tener un IF diferente al explicado por el modelo. Entre otros, Chile y Costa Rica (este último en el marco de un programa respaldado por el FMI) parecen tener un IF más alto, mientras que el IF en Ecuador y Venezuela es aun menor.

**Gráfico 4.6. Los países con posiciones fiscales más sólidas y mejores calificaciones crediticias pudieron aplicar políticas fiscales más expansivas durante la crisis.**



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.  
1/ El tamaño de cada círculo refleja el tamaño relativo del país en 2008 (valorado de acuerdo con los tipos de cambio según la PPA).

**Condiciones iniciales y variación intra-regional de los impulsos fiscales durante 2009**

Variable dependiente: Impulso fiscal en 2009

	Coefficientes	Errores estándar robustos	valor - P
Constante	1,42	0,05	0,00
Calificación de la deuda externa soberana 1/	-0,31	0,01	0,00
Balance primario ajustado por el ciclo en 2008	0,60	0,01	0,00
R-cuadrado ajustado	0,68		
Número de observaciones 2/	32		

Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

1/ Un valor menor de esta variable significa una mejor calificación.

2/ Ponderadas por los tamaños relativos de cada país en 2008.

Hay otras explicaciones posibles a las diferentes respuestas fiscales. Una de ellas es que esas respuestas estuvieron limitadas por reglas fiscales que imponían un límite al déficit global. Lo que se observó, sin embargo, es que los países que tienen reglas fiscales en funcionamiento las flexibilizaron o modificaron para dar cabida a un mayor déficit, entendiendo que en 2009 se daban circunstancias extraordinarias. En cambio, la respuesta fiscal de algunos países del Caribe parece haber estado acotada por su meta de reducción de la deuda.

La respuesta de política fiscal podría, en principio, estar limitada por problemas de coordinación entre las autoridades monetaria y fiscal. No obstante, la respuesta fiscal de mayor magnitud tuvo lugar en países con regímenes de metas de inflación y tipos

de cambio flexibles, y en estos países las condiciones de política monetaria fueron relajadas de manera coordinada con la aplicación de medidas de impulso fiscal. En el caso opuesto, el hecho de que muchos países con tipo de cambio fijo estén de hecho aplicando políticas fiscales procíclicas podría indicar sus limitaciones para acceder a los mercados externos de capital y, por ende, la renuencia de las autoridades a acumular más deuda a fin de no comprometer su sistema cambiario.

Algunos países quizá se abstuvieron de aplicar activamente una política fiscal anticíclica porque no estaban seguros de su eficacia para estabilizar el producto, o porque esperaban que bastaría con dejar que funcionaran los estabilizadores automáticos existentes. Eso explicaría la respuesta de política adoptada por las economías con un alto grado de apertura de su cuenta corriente, dado que se cree que tal apertura reduce el tamaño del multiplicador. No obstante, ese patrón no surge con claridad: algunos países con una cuenta corriente muy abierta están implementando políticas fiscales procíclicas (como en la mayor parte del Caribe), mientras que otros aplican políticas anticíclicas (como Chile y Perú). Además, no se observa un patrón definido entre el tamaño del IF y el de los estabilizadores automáticos.

### **De cara al futuro: Equilibrar la sostenibilidad fiscal con la continuidad de la recuperación**

¿Qué trayectoria debería seguir el balance fiscal una vez que se afiance la recuperación y las metas fiscales a mediano y a largo plazo vuelvan a cobrar importancia? La respuesta a este interrogante exige considerar varios aspectos.

El primero se refiere al momento apropiado para retirar el estímulo fiscal implementado en 2009. Tal como se comenta en el capítulo 2, la respuesta depende de varios factores, entre ellos la oportunidad y la fortaleza de la recuperación y también el grado de espacio fiscal o de reservas disponibles. Aunque siempre preocupa la posibilidad que el retiro del estímulo resulte prematuro, para los

países que cuentan con pocas reservas y un acceso incierto al financiamiento quizá sea aconsejable pecar por exceso de prudencia, manteniendo en reserva el “espacio” con el que aun cuentan. En terminos mas generales, el estímulo fiscal debería ser retirado antes que el estímulo monetario.

El segundo aspecto se refiere al impacto de las políticas actuales en el cociente de endeudamiento a mediano plazo. El funcionamiento de los estabilizadores automáticos implica que el balance fiscal se deteriora en las recesiones y mejora en épocas de expansión y, por lo tanto, que existe un ciclo de la deuda pública vinculado al ciclo del balance fiscal. No obstante, la trayectoria de la deuda pública en el largo plazo dependerá del BPAC. En el contexto actual, la respuesta discrecional de las autoridades fiscales de muchos países ha debilitado el BPAC y, por consiguiente, si no se retira ese impulso fiscal adicional, el cociente de endeudamiento a PIB podría terminar siendo mayor. Es importante entonces evaluar la magnitud de la consolidación fiscal necesaria para garantizar que esos cocientes se mantengan al menos estables en sus niveles de fines de 2008, o que disminuyan si son excesivamente altos. Este análisis es de especial importancia en aquellos países cuyo endeudamiento público es ya elevado, o que tienen dificultades para acceder a los mercados de capital, así como para aquellos con pasivos contingentes potencialmente altos (por ejemplo, la capitalización de las empresas públicas, de los bancos de desarrollo o el banco central, operaciones que pueden resultar en “saltos” puntuales del nivel de deuda pública).

Un análisis sencillo de la sostenibilidad de la deuda pública muestra que los países de ALC deberán ajustar significativamente su posición fiscal (respecto de la prevista para 2009) para mantener constantes los cocientes de deuda pública en los niveles observados a fines de 2008. No obstante, la naturaleza del ajuste requerido será diferente según el grupo de países de que se trate. Por ejemplo, en los países exportadores de materias primas integrados a los mercados financieros, el ajuste tenderá a producirse casi automáticamente a medida que se recupere la economía, se cierre la brecha del

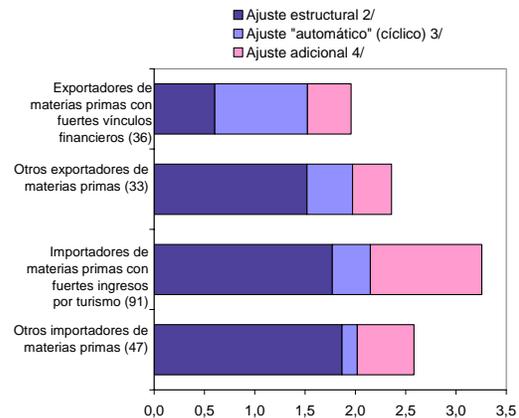
producto y los precios de las materias primas regresen a sus valores de largo plazo. En los demás grupos, en cambio, el ajuste necesario es básicamente estructural, es decir, requerirá de medidas de política por parte de las autoridades fiscales. Por último, si la crisis mundial afectara de manera persistente el crecimiento tendencial y las tasas de interés (es decir, más allá de lo ya supuesto en el escenario de referencia; véase el capítulo 2), el ajuste fiscal necesario para mantener constante el cociente de endeudamiento aumentará, siendo ese aumento mayor en los países con niveles de endeudamiento sobre producto más elevados (Gráfico 4.7)<sup>12</sup>.

El tercer aspecto es el referido a los marcos, metas y reglas de política fiscal. La crisis actual ha puesto en evidencia que aquellos países que han logrado el consenso político suficiente para aplicar marcos de prudencia fiscal se encontraban mejor preparados para enfrentarla, especialmente debido a la acumulación de grandes reservas fiscales durante las épocas de bonanza (como en los casos de Chile y Perú). Esta observación tiene especial relevancia para los países cuyos ingresos vinculados a las materias primas representan una proporción importante del total de ingresos fiscales. En dichos países los ingresos fiscales tienden a ser menos predecibles, dado que los ciclos de precios de las materias primas no necesariamente coinciden con las brechas del producto interno. La existencia de estas reglas fiscales no ha impedido que se adoptaran medidas discrecionales de política, porque la credibilidad que generan permite aplicarlas con cierta flexibilidad, dada la certeza de que serán mantenidas en el tiempo. Aun cuando no se establezca formalmente una regla, la adopción de metas para el balance fiscal ajustado en función del ciclo económico podría facilitar el análisis y la discusión de la política fiscal, así como dar a ésta una pauta de orientación general. La estimación

<sup>12</sup> Por razones de disponibilidad de datos, en el análisis se usan cocientes de *deuda bruta a PIB*. El ajuste fiscal necesario para mantener constantes los cocientes de *deuda neta* sería mayor. Esto reviste especial importancia para los países que contaban con grandes reservas financieras fiscales antes de la crisis.

Gráfico 4.7. Las posiciones fiscales deberán ajustarse para evitar que la deuda pública comience a subir.

**Ajuste fiscal necesario para mantener el cociente deuda pública / PIB constante a valores de 2008 1/**  
(Porcentaje del PIB)



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

1/ Los valores en paréntesis se refieren a la deuda pública como porcentaje del PIB al final de 2008.

2/ Ajuste estructural del balance fiscal primario en 2009 que deja el cociente deuda pública / PIB constante a valores del 2008.

3/ Incluye el ajuste de los precios de las materias primas.

4/ En caso que el crecimiento tendencial sea 0,35% más bajo y las tasas de interés sean 90 puntos básicos más altas.

del BPAC serviría, al menos, como un punto de referencia y contribuiría a reforzar la rendición de cuentas, promoviendo el ahorro durante las épocas favorables, elevando la credibilidad de la política fiscal y permitiendo a los países incrementar su deuda neta durante las épocas adversas, incluyendo por medio del acceso a los mercados de capital. También sería conveniente establecer "cláusulas de salvaguarda" cuidadosamente diseñadas cuando las reglas fiscales estén firmemente afianzadas.

El cuarto aspecto tiene que ver con el funcionamiento de los estabilizadores automáticos. En los países de la región los estabilizadores son en general pequeños, tanto del lado de los ingresos como del gasto, e incluso podría afirmarse que son demasiado pequeños<sup>13</sup>. Con respecto a los estabilizadores por el lado del gasto, solo el tamaño del gasto público en relación con el producto genera estabilización. Son pocos los países que tienen alguna forma de transferencias automáticas

<sup>13</sup> A pesar de las importantes caídas de los ingresos tributarios observadas en algunos países.

vinculadas al ciclo, y a menudo estas son de menor cuantía o insignificantes. Sería conveniente considerar y diseñar cuidadosamente otros estabilizadores automáticos, por ejemplo, transferencias por montos mayores de carácter temporal para los sectores sociales más vulnerables que se activen automáticamente (quizá bajo la forma de un seguro de desempleo) e incluso prever mecanismos que reduzcan la carga impositiva de los contribuyentes (tanto individuos como empresas) durante los períodos de contracción económica. De aumentarse el tamaño de los estabilizadores automáticos, habría menos necesidad de aplicar políticas fiscales discrecionales en épocas adversas y se ganaría en credibilidad al evitarse el costo político de retirar el estímulo discrecional cuando la economía se recupera.

El quinto aspecto es el papel de las políticas discrecionales en la coyuntura actual y las futuras. La aplicación de políticas fiscales discrecionales se ha justificado ante la magnitud extraordinaria de la crisis actual, así como por la necesidad de dar una respuesta coordinada a nivel internacional. Para épocas menos excepcionales, la estrategia apropiada debería basarse en las siguientes pautas: Un diseño cuidadoso de los estabilizadores automáticos, garantizándose que estos no sean demasiado pequeños; la estimación de un BPAC que sirva para informar, y quizás orientar, la política fiscal a fin de acumular reservas financieras durante épocas favorables (reduciendo la deuda y mejorando el acceso a la liquidez), y una coordinación permanente entre la política monetaria y la fiscal, sujeta a las restricciones que imponga el marco monetario. Si bien la política fiscal ha recobrado importancia a raíz de la crisis, y seguirá cumpliendo una función central en los regímenes cambiarios menos flexibles, la política monetaria debe ocupar, en condiciones normales, el primer plano en la gestión del ciclo económico en los países con regímenes cambiarios más flexibles.

Este capítulo concluye con dos observaciones acerca del *impacto* de las respuestas de política fiscal implementadas en 2009. Primero, con relación al nivel global del ingreso nacional, es extremadamente

difícil cuantificar qué habría sucedido en un país en particular si las respuestas de política fiscal ante la crisis hubieran sido diferentes. Existe una vasta bibliografía que aborda este tema y sugiere una amplia gama de “multiplicadores” fiscales posibles, de acuerdo a numerosos factores que varían entre un país y otro y en el tiempo. En el presente estudio se presume que, en general, aquellos países de ALC que contaban con espacio fiscal para elevar el gasto en 2009 tomaron la decisión correcta al hacerlo, aun cuando no tuvieran certeza acerca del grado en que se lograría sostener el producto: En las inusuales circunstancias caracterizadas por brechas de producto grandes y crecientes, producir un impacto positivo era razonablemente probable y valía la pena intentarlo. Segundo, más allá del desafío de sostener la demanda y el producto durante 2009, la política fiscal también debió cumplir la importante función social de amortiguar el efecto de la contracción económica en los grupos sociales más vulnerables, independientemente de los objetivos de gestión de la demanda. Idealmente, esas respuestas de carácter social deben ser diseñadas y planificadas con anterioridad a que se contraiga la economía, para ser ejecutadas de manera escalonada, y luego retiradas gradualmente, de forma prácticamente automática. No obstante, donde no existían tales sistemas adecuadamente establecidos, el tamaño del shock en 2009 justificaba una respuesta discrecional de política para proteger a los sectores sociales más vulnerables, la cual fue posible en la medida en que el gobierno estaba dispuesto a actuar, y hubiera acumulado previamente el espacio fiscal necesario.

## Apéndice técnico

### El impulso fiscal

El *impulso fiscal* mide el impacto en la demanda interna generado por modificaciones discrecionales de la política fiscal. Se define un impulso fiscal positivo como una modificación discrecional de la política que determina un aumento de la demanda interna.

La medición del impulso fiscal debe tener en cuenta que en la posición fiscal observada influyen factores cíclicos. En este capítulo se utiliza un marco analítico estándar que permite identificar qué proporción de la posición fiscal de cada país puede atribuirse a factores cíclicos (es decir, al funcionamiento de los *estabilizadores fiscales automáticos*) y qué proporción a las respuestas fiscales discretionales.

El tamaño de los estabilizadores automáticos depende del tamaño del sector público, de las elasticidades de los ingresos y el gasto con respecto al producto y de la legislación fiscal (por ejemplo, la existencia o no de transferencias vinculadas al desempleo, el desglose de los ingresos tributarios entre impuestos directos e indirectos y la progresividad del sistema impositivo, entre otros factores). Concretamente, el marco analítico se define mediante las siguientes expresiones:

$$T_t^* / Y_t^* = T_t / Y_t \cdot [1 - (\eta^{T,Y} - 1) \cdot gap_t], \quad (1)$$

$$G_t^* / Y_t^* = G_t / Y_t \cdot [1 - (\eta^{G,Y} - 1) \cdot gap_t], \quad (2)$$

$$pdef_t^{D,*} = G_t^* / Y_t^* - T_t^* / Y_t^*, \quad (3)$$

$$fi_t = pdef_t^{D,*} - pdef_{t-1}^{D,*}, \quad (4)$$

En las expresiones precedentes  $gap_t = (y_t - y_t^*) / y_t^*$ , siendo  $y$  el producto real e  $y^*$  el producto tendencial real;  $T$  denota los ingresos primarios internos (es decir, excluyendo los ingresos fiscales vinculados a las exportaciones de materias primas y las donaciones extranjeras),  $G$  denota el gasto primario,  $Y$  se refiere al producto, y un asterisco (\*) denota conceptos ajustados en función del ciclo económico. Asimismo,  $\eta^{T,Y}$  es la elasticidad de ingreso de los ingresos internos y  $\eta^{G,Y}$  es la elasticidad de ingreso del gasto primario. Por último,  $pdef_t^{D,*}$  se refiere al déficit primario interno ajustado en función del ciclo económico, mientras que  $fi_t$  denota el impulso fiscal. Un aumento del déficit

primario interno ajustado en función del ciclo económico implica un impulso fiscal positivo<sup>14</sup>.

En la medición del impulso fiscal se excluyen los ingresos fiscales vinculados a las materias primas y las donaciones extranjeras, que se originan principalmente en el exterior. Por ejemplo, un aumento de los ingresos fiscales a través de donaciones no implica una disminución del ingreso disponible de un residente, sino del de una entidad no residente. En cambio, todo el impacto de la aplicación de tales ingresos se captará en el gasto primario. Lo mismo sucede con los ingresos vinculados a las materias primas, que en su mayor parte se originan en las exportaciones.

### El balance primario ajustado en función del ciclo económico

En los países donde los ingresos vinculados a las materias primas y las donaciones extranjeras no representan una proporción significativa del total de ingresos fiscales, el balance primario ajustado en función del ciclo económico (BPAC) se define por el negativo de la expresión (3).

Desde la perspectiva de la política fiscal, el signo del BPAC puede tener diferentes interpretaciones según la brecha del producto sea positiva o negativa, y también según cuál sea el costo del servicio de la deuda pública. Por ejemplo, en momentos en que la brecha del producto es positiva, un BPAC positivo podría interpretarse como indicador de una política fiscal relativamente estricta, que podría obedecer a un criterio de prudencia, o a la necesidad de atender los pagos de una deuda pública onerosa. En el caso opuesto, un BPAC negativo en un contexto de brechas del producto positivas podría estar asociado a una política fiscal laxa, más aún si el monto de los pagos de intereses es elevado. Lo que es más importante, el signo del BPAC determinará la velocidad de la acumulación de deuda pública a través del ciclo económico.

<sup>14</sup> Las expresiones (1) y (2) resultan de tomar una aproximación de Taylor de primer orden de las expresiones subyacentes, alrededor de una brecha de producto igual a cero.

En los países que tienen un nivel significativo de ingresos fiscales vinculados a las materias primas (o de donaciones extranjeras), el BPAC deberá incluir una estimación del valor a largo plazo de dichos ingresos.

Los ingresos fiscales vinculados a las materias primas pueden adoptar diversas formas según el país de que se trate (como regalías, impuestos sobre la renta de los recursos, impuestos regulares sobre la renta, mecanismos de participación en la producción regular, impuestos indirectos, otros pagos no tributarios o la participación directa del Estado en la producción de los recursos naturales; Davis, Ossowski y Fedelino, 2003).

Explicar el impacto de los ingresos provenientes de las materias primas en las cuentas fiscales resultará más difícil en el caso de países ricos en una diversidad de recursos, que en aquellos que cuentan con una sola materia prima. Asimismo, es necesario diferenciar los ingresos vinculados a las materias primas que se originan en exportaciones, de los originados de manera interna. El carácter finito (o no) del recurso natural analizado también agrega otras complicaciones adicionales, porque hace menos clara la distinción entre los ingresos temporales y permanentes generados por las materias primas.

Concretamente, los ingresos fiscales que provienen de las materias primas ajustados en función del ciclo económico se estiman de la siguiente manera:

$$cr_t^* = cr_t \cdot (1 + gap_t) \cdot (CP_t^* / CP_t). \quad (5)$$

En (5),  $cr_t$  denota los ingresos fiscales observados que se vinculan a las materias primas (como porcentaje del producto);  $cr_t^*$  denota los ingresos vinculados a las materias primas ajustados en función del ciclo (como porcentaje del producto tendencial) expresados según el valor de los precios a largo plazo de las materias primas,  $CP_t^*$  (y no a los precios observados,  $CP_t$ ).

En el análisis se supone que los ingresos provenientes de las materias primas dependen de variables que en su mayor parte escapan al control de las autoridades fiscales, y también que esos ingresos no siempre se mueven junto con el producto.

En los países donde las donaciones extranjeras representan una proporción importante de los ingresos fiscales, el cálculo del balance primario ajustado en función del ciclo económico debe hacerse sobre la base de los ingresos, excluidas las donaciones, por motivos análogos a los que requieren la exclusión de los ingresos vinculados a las materias primas. Es interesante señalar que, si las donaciones son importantes y volátiles, y el gobierno receptor tiene restricciones de financiamiento, el impulso fiscal reflejará esa volatilidad. Como las donaciones pueden tener diferentes propósitos (algunos con una correlación negativa con el ciclo, como por ejemplo la ayuda humanitaria, mientras que otros no la tienen), en el análisis presentado en este capítulo se supone que esa correlación es cero para el total de las donaciones.

En resumen, el BPAC se define de la siguiente manera:

$$pb_t^* = T_t^* / Y_t^* - G_t^* / Y_t^* + cr_t^* + gr_t^*. \quad (6)$$

En (6),  $pb_t^*$  denota el BPAC y  $gr_t^*$  es la relación de entre las donaciones y el producto tendencial.

### Incertidumbre de estimación

Las estimaciones del BPAC y de los correspondientes indicadores del impulso fiscal están sujetas a incertidumbre, porque su cálculo supone la estimación de variables no observadas, como el producto tendencial y los precios a largo plazo de las materias primas, así como de parámetros no observados, como las elasticidades de ingreso pertinentes.

Esa incertidumbre se ve potenciada por algunos supuestos metodológicos concernientes a la relación entre los valores observados y los valores a largo plazo de ciertos coeficientes de precios. En

particular, las expresiones (1), (2), (5) y (6) suponen que el nivel general de precios observado y el de largo plazo son idénticos; además, las expresiones (1) y (2) suponen que las relaciones a largo plazo entre los deflatores de precios correspondientes y el deflactor del producto son idénticas a las observadas. Por último, las expresiones (5) y (6) suponen que la relación entre el tipo de cambio observado y el nivel de precios es idéntica a la de largo plazo.

El enfoque utilizado en este capítulo consiste en aceptar los supuestos metodológicos para simplificar el análisis. Asimismo, se procura medir la incertidumbre de estimación. En tal sentido, se obtuvieron diferentes estimaciones del producto tendencial (y de las correspondientes brechas del producto) fijando el parámetro de suavización del filtro Hodrick- Prescott (HP) en diferentes valores (6, 10, 100 y 250). A fin de evitar el sesgo de fin del período, se aplicó el filtro a series que incluyen las proyecciones hasta 2010 inclusive.

A su vez, se calcularon estimaciones alternativas de los precios a largo plazo de las materias primas aplicando un filtro HP unilateral, con diferentes valores del parámetro de suavización (6, 10, 100 y 250), así como también calculando promedios móviles de diferente duración (3, 5 y 10 años) de los precios observados de las materias primas. Se escogió un filtro HP unilateral (en lugar del filtro usual que considera los dos extremos de la serie subyacente) para evitar que las estimaciones de los precios a largo plazo de las materias primas tuvieran un excesivo sesgo retrospectivo.

Con respecto a las elasticidades de ingreso de los ingresos fiscales y del gasto primario, en este capítulo se utilizan las estimaciones del FMI (2007) y los supuestos de trabajo en Horton, Kumar y Mauro (2009). En consecuencia, la elasticidad de ingreso de los ingresos tributarios se fijó en un valor de 1,00 para todos los países, excepto Brasil (1,01), Chile (1,05), Colombia (1,10) Costa Rica (1,11), El Salvador (1,36), Nicaragua (1,20), Panamá (0,90) y Perú (1,09). Para la elasticidad de ingreso del gasto

primario se tomó como supuesto un valor de cero en todos los casos.

Al aplicar esta metodología se obtienen 4 estimaciones alternativas del impulso fiscal y 28 estimaciones alternativas del BPAC para cada país. Los resultados presentados en el capítulo respecto de cada país corresponden al promedio simple de dichas estimaciones. Los límites superiores e inferiores corresponden a los valores máximos y mínimos de la estimación del concepto consignado.

Desde la perspectiva de la política fiscal, la existencia de un límite superior e inferior del BPAC plantea algunas dificultades, ya que no es posible establecer con certeza el tamaño “verdadero” del BPAC (y a veces ni siquiera su signo). Esto es especialmente importante en el caso de los países que fijan metas para el coeficiente de deuda pública o necesitan reducir sus niveles de endeudamiento. Esos países necesitarían tener un BPAC mayor para alcanzar una meta determinada del coeficiente de endeudamiento con una probabilidad dada, si las estimaciones del límite superior e inferior del BPAC difieren demasiado (Di Bella, 2008).

Determinar el tamaño apropiado del impulso fiscal también plantea desafíos para la política, como por ejemplo los que surgen de la falta de sincronidad entre los ciclos de precios de las materias primas y las brechas del producto. Al respecto, un país que tenga un nivel significativo de ingresos fiscales vinculados a las materias primas puede resultar beneficiado por un aumento del precio a largo plazo una materia prima determinada, en un momento de recalentamiento de la economía. En ese caso, el gobierno podría aumentar el gasto primario a largo plazo sin comprometer la sostenibilidad de la deuda. Sin embargo, ese aumento recalentaría aún más la economía. Análogamente, el precio a largo plazo de una materia prima determinada puede decrecer en un momento de brechas del producto negativas: Si bien esto exigirá una reducción del gasto primario a largo plazo para mantener constantes los coeficientes de deuda pública, una disminución inmediata del gasto podría agravar la recesión.

## Sostenibilidad de la deuda

En la evaluación presentada en este capítulo sobre el ajuste fiscal necesario para mantener constante el coeficiente de endeudamiento se utiliza la siguiente expresión:

$$\overline{pb} = \overline{d} \cdot \frac{1}{(1 - \hat{y})} \cdot [\hat{r} - \hat{y} + \varepsilon \cdot \alpha \cdot (1 + \hat{r})], \quad (7)$$

siendo  $\overline{pb}$  el balance primario (como porcentaje del producto) que estabiliza la razón entre deuda y producto en una meta dada,  $\overline{d}$  (véase, por ejemplo, FMI, 2005). Asimismo,  $\hat{y} = \gamma + \pi + \gamma \cdot \pi$  denota la tasa de crecimiento del producto (en términos nominales),  $\gamma$  es la tasa de crecimiento del producto (en términos reales),  $\pi$  es la tasa de inflación; además,  $\hat{r} = \alpha \cdot r^f + (1 - \alpha) \cdot r^d$  es la tasa promedio de interés pagada por la deuda pública,  $\alpha$  es la proporción de deuda en moneda extranjera en relación con la deuda total,  $r^f$  es la tasa de interés de

la deuda en moneda extranjera,  $r^d$  es la tasa de interés de la deuda en moneda nacional y  $\varepsilon$  es la variación del tipo de cambio real. En el análisis presentado en este capítulo se fija  $\overline{d}$  en su valor al final de 2008 y se compara  $\overline{pb}$  con el balance fiscal primario previsto para 2009,  $pb09$ , así como con el BPAC estimado el final de 2009,  $pb09^*$ . Por lo tanto, la expresión  $A^T = \overline{pb} - pb09$ , denotará el ajuste total del balance primario que se requiere para mantener constantes los coeficientes de endeudamiento en sus valores de fines de 2008. A su vez, la expresión  $A^* = \overline{pb} - pb09^*$ , denotará el ajuste del BPAC requerido para mantener un coeficiente de endeudamiento constante a su valor de final de 2008. Entonces,  $A^C = A^T - A^*$  puede definirse como el ajuste fiscal "automático" que se produciría a medida que se cierre la brecha del producto y los precios de las materias primas regresan a sus valores de largo plazo.

## Referencias

- Aizenman, Joshua, Michael Gavin y Ricardo Hausmann, 2000, "Optimal Tax and Debt Policy with Endogenously Imperfect Creditworthiness", *Journal of International Trade and Economic Development*, vol. 9, No. 4, págs. 367–95.
- Barrera, Natalia, Marcello Estevão y Geoffrey Keim, 2009, "United States—U.S. Potential Growth in the Aftermath of the Crisis", in *United States: Selected Issues*, IMF Staff Country Report No. 09/229 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Calvo, Guillermo, Leonardo Leiderman y Carmen Reinhart, 1996, "Inflows of Capital to Developing Countries in the 1990s", *Journal of Economic Perspectives*, vol. 10, No. 2, págs. 123–39.
- Celasun, Oya, 2009, "United States—Spillovers from U.S. Federal Debt Issuance: The Case of Emerging Market Sovereign Borrowing", in *United States: Selected Issues*, IMF Staff Country Report No. 09/229 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Corbacho, Ana, y Gerd Schwartz, 2007, "Fiscal Responsibility Laws", en *Promoting Fiscal Discipline*, M. Kumar y T. Ter-Minassian, compiladores (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Dabán, Teresa, Enrica Detragiache, Gabriel Di Bella, Gian Maria Milesi-Ferretti y Steven Symansky, 2003, *Rules-Based Fiscal Policy in France, Germany, Italy, and Spain*, IMF Occasional Paper No. 225 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Davis, Jeffrey, Rolando Ossowski y Annalisa Fedelino, 2003, *Fiscal Policy Formulation and Implementation in Oil-Producing Countries* (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Di Bella, Gabriel, 2008, "A Stochastic Framework for Public Debt Sustainability Analysis", IMF Working Paper 08/58 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Engen, Eric, and Glenn Hubbard, 2004, "Federal Government Debt and Interest Rates", *NBER Macroeconomics Annual 2004*, págs. 83–138 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Fondo Monetario Internacional (FMI), 2005, "Information Note on Modifications to the Fund's Debt Sustainability Assessment Framework for Market Access Countries" (Washington).
- , 2007, *Perspectivas económicas: Las Américas* (Washington, noviembre).
- , 2008, *Perspectivas de la economía mundial* (Washington, octubre).
- , 2009, *Global Financial Stability Report* (Washington, octubre).
- , 2009, *Perspectivas económicas: Las Américas* (Washington, mayo).
- , 2009, *Perspectivas de la economía mundial* (Washington, octubre).
- Gavin, Michael, y Roberto Perotti, 1997, "Fiscal Policy in Latin America", *NBER Macroeconomics Annual 1997*, págs. 11–72 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).

- Hausmann, Ricardo, y Eduardo Fernández-Arias, 2000, "Foreign Direct Investment: Good Cholesterol?", IDB Research Department Working Paper No. 417 (Washington: Banco Interamericano de Desarrollo).
- Horton, Mark, Manmohan Kumar y Paolo Mauro, 2009, *The State of Public Finances: A Cross-Country Fiscal Monitor*, IMF Staff Position Note 09/21 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Iizetzki, Ethan, y Carlos Végh, 2008, "Procyclical Fiscal Policy in Developing Countries: Truth or Fiction?", NBER Working Paper No. 14191 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Kamil, Herman, y Kulwant Rai, (de próxima publicación), "On the Eve of Retrenchment? The Effect of the Global Credit Crunch on Foreign Banks' Lending to Latin America and the Caribbean", (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Laubach, Thomas, 2009, "New Evidence on the Interest Rate Effects of Budget Deficits and Debt", *Journal of the European Economic Association*, vol. 7, No. 4, págs. 858–85.
- Levchenko, Andrei, y Paolo Mauro, 2006, "Do Some Forms of Financial Flows Help Protect from Sudden Stops?", IMF Working Paper 06/202 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Österholm, Pär, y Jeromin Zettelmeyer, 2007, "The Effect of External Conditions on Growth in Latin America", IMF Working Paper 07/176 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Porzecanski, Arturo (de próxima publicación), "Latin America: The Missing Financial Crisis", ECLAC Working Paper (Washington: Comisión Económica para América Latina y el Caribe).
- Reinhart, Carmen M., Kenneth S. Rogoff y Miguel A. Savastano, 2003, "Debt Intolerance", *Brookings Papers on Economic Activity*, vol. 34 (2003-1), págs. 1–74 (Washington: Brookings Institution).
- Romeu, Rafael, 2008, "Vacation Over: Implications for the Caribbean of Opening U.S.-Cuba Tourism", IMF Working Paper 08/162 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- , y Andrew Wolfe, (de próxima publicación), "Caribbean Tourism: Standing Against a Tide of OECD Unemployment", IMF Working Paper (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Schmitt-Grohe, Stephanie, 1998, "The International Transmission of Economic Fluctuations: Effects of U.S. Business Cycles on the Canadian Economy", *Journal of International Economics*, vol. 44, No. 2, págs. 257–87.
- Sosa, Sebastián, 2008, "External Shocks and Business Cycle Fluctuations in Mexico: How Important Are U.S. Factors?", IMF Working Paper 08/100 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Spilimbergo, Antonio, Steven Symansky y Martin Schindler, 2009, *Fiscal Multipliers*, IMF Staff Position Note 09/11 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Swiston, Andrew, y Tamim Bayoumi, 2008, "Spillovers Across NAFTA", IMF Working Paper 08/3 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Talvi, Ernesto, y Carlos Végh, 2005, "Tax Base Variability and Procyclical Fiscal Policy", *Journal of Development Economics*, vol. 78, págs. 156–90.

Vladkova-Hollar, Ivanna, y Jeromin Zettelmeyer, 2008, "Fiscal Positions in Latin America: Have They Really Improved?", IMF Working Paper 08/137 (Washington: Fondo Monetario Internacional).

