

Estudios económicos y financieros

Perspectivas económicas

Las Américas

NOV 07

Estudios económicos y financieros

Perspectivas económicas

Las Américas

NOV 07

©2007 Fondo Monetario Internacional

Cataloging-in-Publication Data

Perspectivas económicas : las Américas – [Washington, D.C.] : Fondo Monetario Internacional, 2007.

p. cm. (Estudios económicos y financieros)

Nov. 07.

Includes bibliographical references.

ISBN 978-1-58906-673-1

1. Economic forecasting – North America. 2. Economic forecasting – Latin America. 3. Economic forecasting – Caribbean Area. 4. North America – Economic conditions. 5. Latin America – Economic conditions – 1982- 6. Caribbean Area – Economic conditions – 1945- 7. North America – Economic conditions – Statistics. 8. Latin America – Economic conditions – 1982- – Statistics. 9. Caribbean Area – Economic conditions – 1945- – Statistics. I. International Monetary Fund. II. Series (Estudios económicos y financieros (International Monetary Fund))

HC94 .R44518 2007

Precio: US\$31.00

(US\$26.00 para miembros de facultad y estudiantes universitarios)

Favor de enviar ordenes 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

Internet: www.imf.org

Índice

Prefacio	v
Resumen ejecutivo	vi
I. La economía mundial y las perspectivas para Estados Unidos y Canadá	1
Perspectivas mundiales	1
Perspectivas para Estados Unidos y Canadá	2
II. Perspectivas para América Latina y el Caribe	8
Evolución reciente y perspectivas	8
Evolución reciente del sector financiero	12
Evolución reciente del sector externo	17
Política monetaria y cambiaria	20
Política fiscal	28
Política social	31
III. La fortaleza de la expansión de América Latina	35
Canales de transmisión	35
Análisis de los distintos escenarios	43
Conclusiones	46
IV. Aumento de los ingresos y solidez de la situación fiscal subyacente	48
Ingresos estructurales generados por productos básicos	49
Ingresos estructurales no generados por productos básicos	51
Gasto	53
Resultado primario estructural	54
Conclusiones	54
Apéndice: Estimación del ingreso y del resultado estructural	56
V. Desarrollo del sector financiero en América Latina: ¿Recuperación o recalentamiento?	60
Profundización o burbuja financiera	60

ÍNDICE

<i>Boom</i> del crédito o recuperación	61
Respuestas y opciones regulatorias	66
Conclusiones	66
Apéndice: Métodos de estimación, definición de variables y fuentes de datos	69
VI. Perspectivas y temas de integración en el Caribe	73
Evolución reciente y perspectivas de la economía	73
Temas de integración regional	75
Integración financiera	76
Incentivos tributarios e inversión	77
Erosión de las preferencias comerciales	79
Conclusiones	80
Bibliografía	83
Cuadro	
Panorama del sector financiero, 2006	81
Recuadros	
1. La reciente turbulencia financiera: ¿qué pasó y por qué?	3
2. La posición de América Latina en el ciclo económico	13
3. Evolución de la balanza de pagos en América Latina	21
4. Los tipos de cambio real y la competitividad	24
5. El nivel óptimo de las reservas prudenciales	25
6. La eficacia de la intervención del banco central: El caso de Colombia	26
7. Escapar de la pobreza en América Latina	32
8. ¿Influye el ciclo económico de Estados Unidos en las remesas hacia América Latina?	37
9. ¿Repercutirá la crisis hipotecaria de Estados Unidos en los préstamos bancarios en América Latina?	40
10. Los mercados de instrumentos derivados en América Latina	62

Prefacio

La presente edición de *Perspectivas económicas: Las Américas* fue escrita por Roberto Benelli, Paul Cashin, Jingqing Chai, Marcello Estevão, Christopher Faircloth, Sanjaya Panth, Robert Rennhack, Ivanna Vladkova-Hollar y Jeromin Zettelmeyer, bajo la dirección de Caroline Atkinson y Anoop Singh del Departamento del Hemisferio Occidental. Tamim Bayoumi, Fernando M. Gonçalves, María Lucía Guerra, Andreas Jobst, Herman Kamil, Pär Österholm y Shaun Roache también contribuyeron con específicos del documento. Los economistas de los departamentos del Hemisferio Occidental, Mercados Monetarios y de Capital, Fiscal, e Investigaciones proveyeron comentarios y datos. Tom Duffy, Priyadarshani Joshi, Lita Ali, Joy Villacorte y Carolina Worthington se encargaron de la investigación y la producción.

Resumen ejecutivo

Panorama general. El contexto internacional para los países de América está ahora influenciado por la actual debilidad de la economía estadounidense, derivada de la crisis en el mercado de la vivienda y de sus repercusiones en los mercados financieros. Otros choques externos también están haciendo mella en la región de América Latina y el Caribe, en especial las subidas abruptas de los precios de los alimentos; dichos choques han afectado a varios países este año. En este contexto, la edición de *Perspectivas económicas: Las Américas* se centra en la resistencia subyacente de la región a los choques y en los retos que para las políticas plantea la tarea de sostener la mejoría de los fundamentales económicos y, por lo tanto, la actual expansión.

La reciente solidez mundial y regional. Los choques recientes han surgido tras un período de extraordinaria solidez económica en el mundo y en los países de América Latina y el Caribe, y eso está ayudando a amortiguar el impacto de los cambios de la coyuntura externa. Si bien se prevé que el crecimiento de la economía de los Estados Unidos disminuirá y se situará apenas por debajo de 2% en el 2007–08, el continuo dinamismo de los mercados emergentes debería ser suficiente para mantener el crecimiento mundial en un sólido 4¾% en el 2008 (capítulo 1). De hecho, América Latina y el Caribe hasta ahora han sorteado bien la reciente turbulencia del mercado y la demanda interna mantiene en general su vigor. Así, el escenario de referencia apunta a que el crecimiento de la región debería seguir siendo históricamente alto: alrededor de 5% en promedio en el 2007 —el cuarto año de expansión firme e ininterrumpida— y un robusto 4¼% en el 2008.

Las mejoras sociales en América Latina. América Latina ha dado pasos importantes durante el actual ciclo de expansión para reducir a un solo dígito los índices de desempleo en la mayoría de los países grandes y abordar el arraigado problema de la pobreza y la desigualdad. Cabe señalar que la pobreza en la región ha disminuido mucho más rápido durante esta expansión que durante la década de los noventa, mientras que la desigualdad, pese a seguir siendo alta, también se ha reducido en la mayoría de los países desde 1999 (capítulo 2).

Agudización de los riesgos. Los riesgos internos y externos que amenazan las perspectivas se inclinan claramente hacia el lado negativo.

- Como informó el FMI en la edición más reciente de *Perspectivas de la economía mundial*, últimamente se han agravado los riesgos externos y la incertidumbre que rodea las perspectivas de crecimiento. Algunos de esos riesgos están relacionados con el crecimiento de los socios comerciales —en particular Estados Unidos— y con las persistentes anomalías en los mercados de crédito.
- Dentro de la región de América Latina y el Caribe hay riesgos que amenazan la sostenibilidad de la actual expansión. Estos se derivan de factores internos y externos, cuyo origen está en las recientes tendencias de aumento del gasto público y del crédito y en su sostenibilidad. Concretamente, se pronostica que los superávits fiscal y externo se deteriorarán y se han

registrado leves alzas de la inflación —exacerbadas por las subidas de los precios mundiales de los alimentos— a medida que la producción se ha aproximado a su nivel potencial. El aumento de la inflación en la región representa una prueba importante —en algunos casos la primera prueba— para los regímenes de metas de inflación adoptados por un creciente número de países de la región.

Resistencia. El presente informe recurre a nuevos estudios analíticos para examinar la resistencia de la región a choques externos y analiza las políticas domésticas necesarias para mantener la actual expansión.

- *Resistencia a los choques externos* (capítulo 3). En comparación con los años noventa, el fortalecimiento de las hojas de balance de los sectores público y privado, las expectativas inflacionarias más bajas y mejor ancladas y el afianzamiento de los marcos de política económica han incrementado la resistencia de la región a las fluctuaciones de las condiciones financieras mundiales. Los bancos centrales, por ejemplo, ahora pueden responder a la contracción de las condiciones internacionales con una mayor flexibilidad del tipo de cambio que en el pasado. Además, hasta ahora ha habido pocas indicaciones de que los bancos de América Latina vayan a limitar el crédito a raíz del problema reciente en los mercados. No obstante, América Latina sigue siendo muy sensible a las pronunciadas debilidades de la demanda externa y a un posible deterioro de los términos de intercambio. Según nuevos estudios analíticos, una contracción del crédito y recesión económica en los Estados Unidos —combinada con una cierta repercusión en el crecimiento mundial y al consiguiente deterioro de los precios de los productos básicos— podría hacer descender el crecimiento de América Latina en el 2008 hasta 2 puntos porcentuales por debajo del actual nivel de referencia.
- *Solidez de las situaciones fiscales subyacentes* (capítulo IV). Los superávits fiscales primarios de América Latina y el Caribe, impulsados por el auge de los ingresos, aumentaron aún más el año pasado. El interrogante que surge es si esta mejoría es de carácter permanente (“estructural”) o si depende de factores cíclicos. Un análisis detallado revela que, en la mayoría de los casos, los saldos estructurales de la región siguen siendo superávits. No obstante, no son tan cuantiosos como lo sugieren los saldos primarios, y están sujetos a amplios márgenes de error, en parte porque dependen de pronósticos inciertos de los precios de los productos básicos. Además, ahora se proyecta que los ingresos como porcentaje del PIB permanecerán inalterados o disminuirán un poco. Si el gasto sigue creciendo a su actual ritmo promedio de 8–10% en términos reales, el superávit fiscal primario y el estructural se convertirán rápidamente en déficits en los próximos años. Dado que los niveles de deuda de la región siguen siendo elevados, la erosión de la situación fiscal basada en las tendencias actuales de gasto es motivo de preocupación significativa.
- *Sostenibilidad del crecimiento del crédito* (capítulo V). En los países más grandes de América Latina se han registrado últimamente tasas promedio de crecimiento anual del crédito de casi 40%, las cuales han despertado dudas sobre la sostenibilidad del período de prosperidad que está atravesando el sector financiero de la región. Sin embargo, un análisis basado en dos criterios alternativos de “exceso” en el crecimiento del crédito indica que gran parte del aumento reciente parece estar más relacionado con una mejoría en los fundamentales económicos que con un recalentamiento significativo de la región. Esta conclusión es consistente con los datos más recientes de los indicadores prudenciales y de las estimaciones de solvencia de los bancos basadas en el valor de mercado de sus acciones, los cuales indican que los índices de morosidad de los

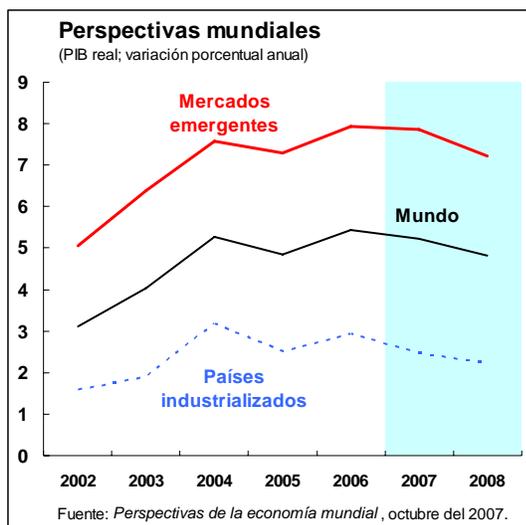
préstamos y la probabilidad de que los bancos incumplan sus pagos han permanecido bajos. Aún así, el panorama global —que en general es sólido— puede ocultar una agudización de las vulnerabilidades en las instituciones financieras, las cuales pueden haber relajado las normas de crédito en favor de una rápida expansión.

Desafíos para las políticas. Estos riesgos entrañan importantes desafíos para las políticas a corto plazo, que se suman a los retos del crecimiento a largo plazo y de la equidad. Ante todo, a muchos países de América Latina les convendría reducir considerablemente el crecimiento del gasto público corriente para facilitar la continua reducción de la deuda y posibilitar el incremento del gasto destinado a mejoras de capital. Con ello se contribuiría también a mejorar las cuentas corrientes externas de América Latina, cuyos superávits se enfilan hacia un descenso en los próximos años, a medida que los precios de los productos básicos se han estabilizado y que las importaciones siguen aumentando con rapidez. En segundo lugar, como se reconoce ampliamente, el intenso ritmo de crecimiento del crédito en varios países exige un fortalecimiento del marco regulatorio y de la capacidad de supervisión. En tercer lugar, en vista de los rebotes de inflación en muchos países, la política monetaria se enfrenta al desafío de encontrar un delicado punto de equilibrio entre la continua preocupación relacionada con la inflación y la posibilidad de una desaceleración de la demanda externa. Por último, la región tiene ante sí el reto a largo plazo de elevar la inversión y la productividad a niveles similares a los de otros países pujantes de mercados emergentes para poder sostener la reciente tendencia al alza del crecimiento del PIB potencial.

I. La economía mundial y las perspectivas para Estados Unidos y Canadá

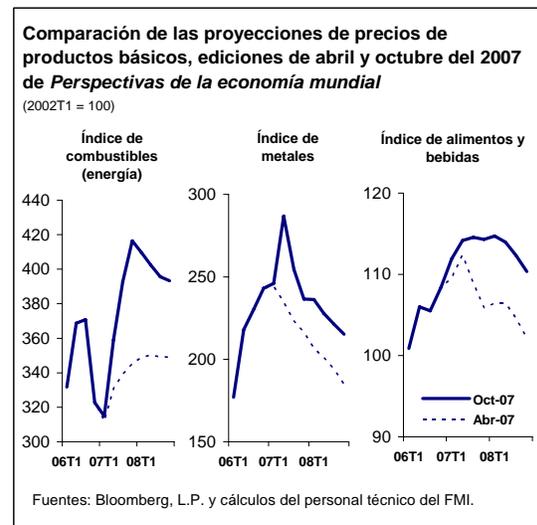
Perspectivas mundiales

La economía mundial sigue creciendo vigorosamente a pesar de que la reciente turbulencia en los mercados financieros ha generado menores perspectivas de crecimiento para el 2008 e intensificado los riesgos de bajo crecimiento. En el primer semestre del 2007 el crecimiento fue substancial, por lo cual se prevé que este año el producto mundial aumente en 5.2%, antes de desacelerarse a 4.8% en el 2008 (véase la edición de octubre del 2007 de *Perspectivas de la economía mundial*). Adicionalmente y a medida que ha surgido nueva información sobre las fuentes de debilidad financiera en las economías industriales se ha agudizado la incertidumbre sobre el futuro de la actividad económica mundial.



El ritmo de crecimiento de la economía mundial se sustenta en una fuerte expansión de los mercados emergentes. Específicamente, las economías emergentes de Asia están registrando un rápido crecimiento de la inversión y el producto, lideradas por China e India, países en los que se prevé un crecimiento de 10% y 8½ % respectivamente en el 2008. Este rápido crecimiento en los países emergentes compensan el crecimiento más

moderado en las economías avanzadas. En Estados Unidos, las proyecciones actuales muestran un crecimiento ligeramente inferior al 2% en el 2008, el cual refleja el proceso de corrección en el mercado de vivienda y el impacto sobre los niveles de confianza originados en la reciente conmoción financiera. Se espera que el ritmo de crecimiento se reduzca al 2.1% en la zona del euro y al 1.7% en Japón debido a un debilitamiento de la demanda externa y al ajuste de las condiciones crediticias. En respuesta a estas circunstancias, en Estados Unidos se ha relajado la política monetaria mientras que en Japón y en la zona euro se ha puesto una pausa a la contracción monetaria que estaba en curso.



La inflación ha bajado ligeramente en los países industriales, pero el crecimiento sostenido y los mayores precios en los productos básicos han generado presiones sobre los precios en las economías emergentes. Para el conjunto de economías avanzadas se prevé que la inflación bajará al 2% en el 2008, mientras que las proyecciones para los países en desarrollo y los mercados emergentes indican que los precios al consumidor subirán en 5.3% en el 2008, tras un aumento de casi 6% en el 2007. Las proyecciones de los precios del petróleo

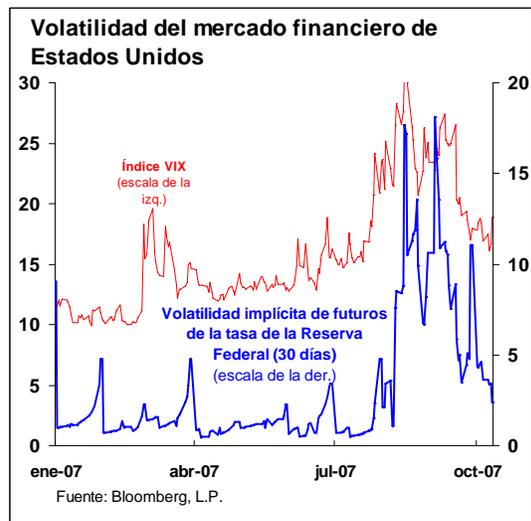
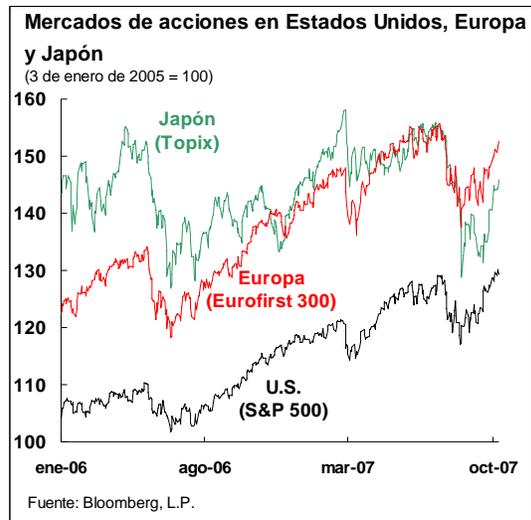
en que se basó la edición de octubre del 2007 de *Perspectivas de la economía mundial* se han revisado a un promedio anual de \$68 para el 2007 y \$75 para el 2008. Dadas las severas restricciones a la producción, estos precios permanecen volátiles. En sintonía con los mercados a futuro, también se prevé que los precios de metales y bienes agrícolas se mantengan altos en los próximos años. El aumento en los precios de alimentos obedece a la vigorosa producción de biocombustibles y a la mayor demanda por parte de las crecientes economías emergentes.

La turbulencia de agosto en los mercados financieros mundiales respondió a la creciente preocupación sobre la exposición al mercado estadounidense de hipotecas de alto riesgo (*subprime mortgages*), la cual se ha revertido solo parcialmente (recuadro 1). En general, los precios de las acciones se han recuperado luego de la drástica caída experimentada. No obstante, las primas de riesgo en los mercados monetarios y de deuda de corto plazo permanecen elevadas, a pesar de las inyecciones de liquidez por parte de los principales bancos centrales. Los bonos de alto rendimiento (*high-yield bonds*) de países industrializados y el papel comercial garantizado (*asset-backed commercial paper*) han sido más afectados que los bonos de deuda de los mercados emergentes.

En este contexto, el dólar de EE.UU. siguió depreciándose frente al euro, el dólar canadiense y muchas otras monedas, incluidas las de economías emergentes. Aunque la reacción en cada país ha sido diferente, las presiones en el mercado cambiario de los países emergentes, en general, se han reflejado en una apreciación del tipo de cambio, acumulación rápida de reservas internacionales y fuertes aumentos del crédito interno.

Perspectivas para Estados Unidos y Canadá

Para Estados Unidos se proyecta un crecimiento económico de 1.9% en el 2007 y 2008, sustancialmente por debajo del crecimiento



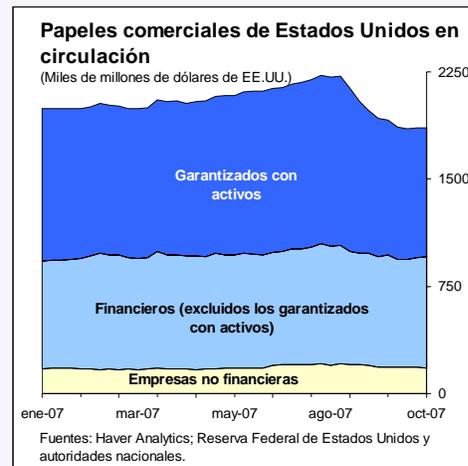
Recuadro 1. La reciente turbulencia financiera: ¿que pasó y por qué?

El origen de los recientes problemas de liquidez en los mercados financieros pueden encontrarse en la búsqueda de rentabilidad motivada por las bajas tasas de interés del 2005–06 y en el relajamiento de los estándares de crédito, particularmente en el mercado estadounidense de hipotecas de alto riesgo (*subprime*). La búsqueda de mejores rendimientos por parte de los inversionistas fue un poderoso incentivo para que las instituciones que originaban hipotecas de alto riesgo en Estados Unidos ampliaran la oferta. Aunque los interesados en beneficiarse del auge inmobiliario eran numerosos, las condiciones para ingresar al mercado excluían a un número creciente de individuos, lo cual condujo a una rápida relajación de las condiciones de originación de préstamos. Los órganos reguladores y las calificadoras de riesgo subestimaron las consecuencias de lo que sucedería a continuación: un rápido deterioro de la evaluación del riesgo, manifestado en una insuficiente comprobación de la calidad del crédito, un aumento de la relación préstamo/colateral y la estructuración de hipotecas con intereses ajustables a partir de una tasa “gancho”. La morosidad de los préstamos hipotecarios de alto riesgo concedidos en el 2005 y el 2006 no tardó en incrementarse a medida que se enfriaba el mercado de la vivienda, y el valor de los instrumentos financieros garantizados con esas hipotecas — particularmente sensible a las condiciones del mercado— cayó precipitadamente a principios del 2007.

Aun reconociendo algunos de los riesgos, la mayoría de los observadores no anticipó que la crisis de las hipotecas de alto riesgo se propagaría porque la titularización había dispersado las pérdidas por todo el sistema financiero. Tal como lo describen Kiff y Mills (2007), la crisis golpeó a las compañías que habían originado los préstamos de alto riesgo, que en muchos casos se encontraban contractualmente obligadas a recomprar a las entidades titularizadoras los préstamos en caso de morosidad temprana. En todo caso, las perspectivas de negocios para estas compañías habían empeorado radicalmente, ya que el deterioro del mercado de la vivienda se hacía cada vez más patente. Muchos de estos prestamistas quebraron a principios del 2007, sin grandes repercusiones para el sistema bancario. Había algunos indicios inquietantes, más que nada en torno a fondos de inversión libre (*Hedge Funds*) y otros inversionistas con importantes carteras de títulos respaldados por hipotecas de alto riesgo, así como a los tramos más riesgosos de obligaciones de deuda garantizadas con esas mismas hipotecas, como en el caso de algunas filiales de Bear Stearns, un banco de inversión estadounidense.

Llegado el mes de agosto, estaba claro que los sistemas bancarios de Estados Unidos y Europa se encontraban expuestos en forma considerable —pero difícil de cuantificar— a todas estas pérdidas a través del mercado de papel comercial garantizado por activos, y eso hizo que tambaleara aún más la confianza. La dificultad para localizar exactamente las pérdidas se debió a la complejidad de algunos vehículos creados con los préstamos hipotecarios de alto riesgo (sobre todo las obligaciones de deuda garantizadas), la iliquidez de los mercados en que se negociaban —lo cual dificultaba calcular un precio de mercado— y la renuencia de las calificadoras de riesgo a rebajar de categoría estos instrumentos. Pero cuando finalmente recortaron la calificación de una amplia variedad de títulos, quedó claro que muchos habían sido adquiridos por bancos a través de filiales (*conduits*) creadas fuera del balance, que a su vez habían captado fondos a corto plazo en el mercado del papel comercial garantizado por activos.

Cuando los prestamistas se dieron cuenta de que los activos subyacentes no eran sólidos, abandonaron el mercado de papel comercial respaldado por activos, creando un problema generalizado de liquidez. Los bancos estadounidenses y europeos, enfrentados a la escasez de papel comercial, se vieron forzados a otorgar líneas de crédito a los *conduits* y aceptar a cambio las garantías de dudosa calidad.



Nota: Este recuadro fue preparado por Tamim Bayoumi.

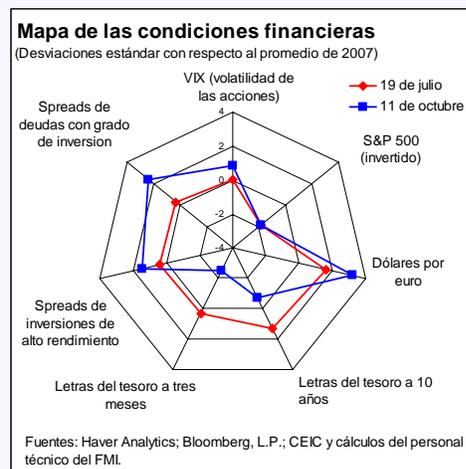
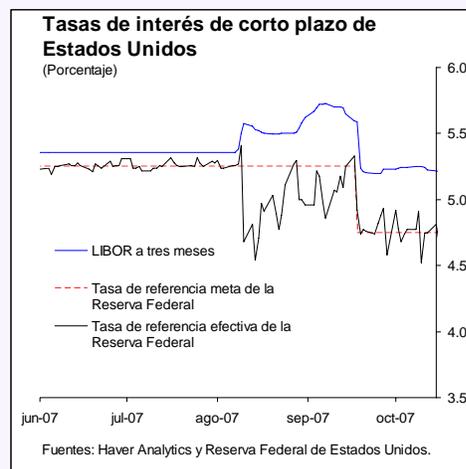
Recuadro 1 (conclusión)

La calidad de los balances bancarios se transformó en una fuente de incertidumbre e hizo crecer rápidamente la aversión al riesgo, y la búsqueda de calidad por parte de los inversionistas causó una baja de los rendimientos de los títulos públicos (particularmente a corto plazo). A su vez, los diferenciales de los títulos con grado de inversión y (sobre todo) de los títulos de deuda empresarial de alto rendimiento subían en forma aguda y los mercados bursátiles se desplomaban en el mundo entero. La convulsión de los mercados interbancarios a ambos lados del Atlántico básicamente hizo desaparecer los fondos a 1–6 meses e incrementó drásticamente la prima sobre los fondos a más corto plazo. Además, en Canadá, algunos bancos lograron evitar la necesidad de apoyar a los *conduits*, lo cual paralizó algunos segmentos del mercado del papel comercial.

Los bancos centrales respondieron proporcionando liquidez a tasas punitivas. La Reserva Federal y, especialmente, el Banco Central Europeo recurrieron a operaciones de mercado abierto para inyectar un volumen considerable de liquidez directamente en los mercados. La Reserva Federal también rebajó la tasa de descuento —la que mantiene a disposición de los bancos para prestarles fondos directamente con un diferencial punitivo a cambio de una variedad de garantías relativamente amplia—, facilitó el acceso y permitió a los bancos incrementar provisionalmente el crédito a filiales no bancarias por encima de los límites normales.

Ninguna de esas medidas disipó la iliquidez. Pese a la abundante provisión de fondos a corto plazo, el crédito interbancario a 1–6 meses continuó paralizado. A medida que los riesgos de contraparte disminuyen, da la impresión de que los bancos han estado atesorando efectivo por varias razones: la fuerte demanda de préstamos, ya que los prestatarios activaron líneas de crédito para contingencias; la incertidumbre acerca de las necesidades de efectivo, ya que los bancos comerciales se enfrentaban a la posibilidad de tener que cumplir con nuevas obligaciones fuera del balance y los bancos de inversión a la posibilidad de tener que financiar préstamos ya comprometidos para compras apalancadas; y, posiblemente, porque los bancos necesitaban efectivo para adquirir los activos morosos que saldrían al mercado.

Ante esta situación, la Reserva Federal bajó la tasa interbancaria a un día 50 puntos básicos el 18 de septiembre, a fin de atemperar efectos macroeconómicos perjudiciales. Sin embargo, como la demanda bancaria de efectivo sigue siendo elevada, las condiciones del mercado monetario continúan difíciles, y quizá la normalidad tarde en volver a los mercados interbancarios. Mientras tanto, en Canadá, la paralización del mercado de papel comercial garantizado por activos aún no se ha resuelto. En términos más generales, parece haberse producido una revaloración mundial del riesgo; si ese es el caso, es improbable que los diferenciales de los instrumentos riesgosos vuelvan a los niveles de los últimos años, y eso podría acarrear consecuencias negativas para la actividad global. El 15 de octubre, tres instituciones financieras importantes —Citigroup, Bank of America y JP Morgan— acordaron establecer un fondo de hasta US\$80.000 millones para ayudar a reactivar el mercado del papel comercial garantizado por activos, pero es demasiado pronto para observar el efecto de esta medida.

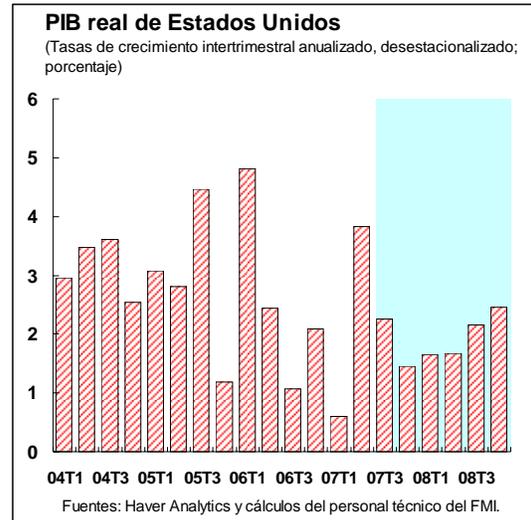


potencial. Este deterioro se debe a la recurrente debilidad que experimenta el mercado de vivienda. Las nuevas construcciones de vivienda y los precios de los bienes raíces siguen cayendo rápidamente mientras que los inventarios de bienes raíces y la ejecución de hipotecas continúan en aumento. Esta información sugiere que la inversión residencial seguirá minando el crecimiento durante el 2008. El crecimiento del consumo también se reducirá al verse afectada la riqueza personal por la caída en los precios de la vivienda. En el corto plazo, el consumo también se verá afectado por el impacto en el crédito y la confianza producido por las tensiones recientes en los mercados financieros. Por el contrario, la demanda externa debería amortiguar el impacto sobre la actividad económica de los factores adversos, dado que un menor ritmo de crecimiento en la demanda doméstica junto a un crecimiento externo sostenido impulsa las exportaciones netas.

A mediados de septiembre la Reserva Federal bajó la tasa de interés para “ayudar a evitar algunos de los efectos perjudiciales para la economía que podrían surgir como consecuencia de la perturbación en los mercados financieros”. En el período previo a esta decisión, la tasa referencial de interés (*federal funds rate*) había sido mantenida en un nivel ligeramente restrictivo de 5¼% desde mediados del 2006 a pesar del menor crecimiento, permitiendo de esta manera que la inflación subyacente se desacelere de un nivel incómodamente alto de 2.5% a inicios de este año al 1.8% en septiembre. En agosto la reacción inicial de la Reserva Federal ante las tensiones observadas en los mercados financieros fue inyectar un volumen substancial de liquidez, para luego bajar la tasa referencial de interés en 50 puntos básicos en la siguiente reunión del comité de operaciones de mercado abierto del 19 de septiembre. Aunque las condiciones financieras han mejorado recientemente, lo cual se evidencia en el repunte del mercado accionario a niveles históricamente altos como los observados en octubre, las tensiones en el mercado monetario

continúan, especialmente en las operaciones interbancarias de uno a seis meses plazo. El 31 de octubre del 2007, la tasa referencial se redujo aún más en 25 puntos básicos a 4.5%.

En el escenario básico de proyección, se prevé que el lastre que representa el sector de la vivienda para el crecimiento que se aligeraría gradualmente durante el 2008, en tanto que el consumo se afianzaría por la solidez del mercado laboral. En términos generales, se proyecta que el crecimiento anualizado del PIB se recupere del 1½% en el cuarto trimestre del 2007 a un nivel ligeramente mayor a 2½% un año después. La presión sobre la inflación subyacente se atenuaría aún más debido a una mayor brecha del producto y a una reducción en el costo de los servicios de vivienda.



Aunque las perspectivas de crecimiento en Estados Unidos son modestas, el balance de riesgos se inclina hacia el lado pesimista por tres razones principales. Primero, la desaceleración del sector de la vivienda puede ser más profunda que la que se proyecta, lo que puede conducir a un mayor debilitamiento de la inversión residencial y a efectos más severos en la riqueza y el consumo. Segundo, la tensión que están viviendo los mercados financieros podría causar un endurecimiento substancial y prolongado de las condiciones financieras, restringiendo más el aumento del consumo y de la inversión. Tercero, existe el riesgo que la reciente desaceleración en el

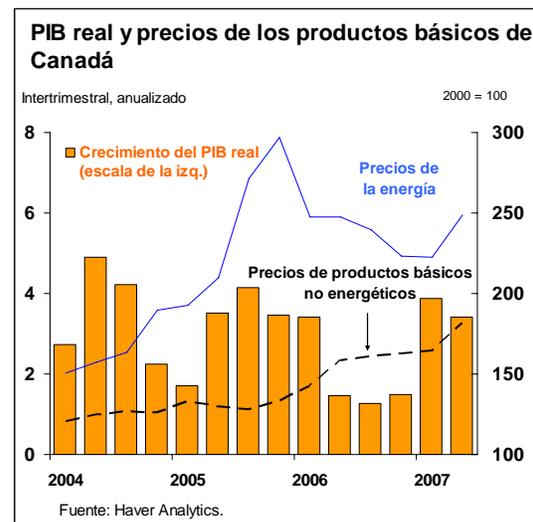
crecimiento de la productividad sea más permanente y estructural que lo esperado, lo cual además podría reducir el gasto en consumo e inversión a través de menores expectativas sobre ingresos futuros.

Manteniendo constantes los tipos de cambio reales, se proyecta una caída adicional en el déficit en cuenta corriente como porcentaje del PIB a 5¾% en el 2007 y 5½% en el 2008, pese a los persistentemente altos precios del petróleo. Esta situación obedece, en su mayor parte, al efecto de menor crecimiento en la demanda por importaciones. El déficit externo podría mejorar aún más si los riesgos negativos sobre el crecimiento se concretan. Respecto al financiamiento externo, si los inversionistas extranjeros mantienen la actual cautela en la adquisición de activos de Estados Unidos, es posible que el reciente debilitamiento en el dólar continúe en la medida que el costo de fondeo aumente.

Como se ha observado recientemente, la posición fiscal se ha mantenido favorable al reducirse el déficit del gobierno federal ¾ de punto porcentual del PIB para situarse en 1¼% del PIB en el ejercicio fiscal 2007. Esta mejora se debe principalmente a un fuerte aumento de los ingresos fiscales pero también a que la ejecución del gasto ha sido más lenta que lo previsto. Se espera que el déficit se amplíe ligeramente en el año fiscal 2008, que inicia en octubre, a medida que pierda vigor el crecimiento en los ingresos, y el gasto se revitalice. El mayor reto fiscal continúa siendo reformar el sistema insostenible de programas de gasto predeterminado (*entitlement programs*). Este debería preferentemente combinarse con la definición de una meta fiscal de mediano plazo más estricta, como por ejemplo el logro de equilibrio fiscal excluyendo el superávit generado por el sistema de seguridad social.

En Canadá, el crecimiento sigue siendo vigoroso, aunque para el 2008 se proyecta una pequeña desaceleración. La fuerte demanda interna y la mejora sustancial en los términos de intercambio

como resultado del alza de precios de los productos básicos han estimulado la economía, en tanto que la tasa de desempleo, al 6%, se sitúa en su nivel más bajo en 33 años. No obstante, es probable que la desaceleración del crecimiento en Estados Unidos y las dificultades en los mercados financieros afecten negativamente la actividad económica en el futuro; por ello, se proyecta que el crecimiento anual se reducirá a 2.5% en el 2007 y 2.3% en el 2008. Las perspectivas de crecimiento a corto plazo en Canadá están también sujetas a riesgos a la baja, en gran medida debido a la situación menos favorable en Estados Unidos y también a la intranquilidad suscitada por las condiciones financieras internas y la apreciación de la moneda.



La compresión de la liquidez a escala mundial ha repercutido de manera adversa en el mercado interbancario de Canadá, a pesar de que la prudencia de las regulaciones y prácticas comerciales ha atenuado el impacto inicial de la volatilidad financiera en los balances de los principales bancos. Alrededor de un tercio del mercado de papel comercial garantizado por activos —equivalente al 2½% del PIB— quedó prácticamente paralizado en agosto. Se teme que, si no se logra una pronta reactivación de este mercado, se endurecerán aún más las condiciones de liquidez en el mercado financiero. En este contexto, no se modificaron las tasas de interés a principios de septiembre, a pesar de que la

economía aún estaba funcionando por encima de su potencial. No obstante, ante el probable debilitamiento de la demanda interna, se prevé que la inflación retrocederá hacia el punto medio de la banda de 1% a 3% fijada como meta por el Banco de Canadá tras el repunte registrado a finales del 2006 y principios del 2007.

La mejora de los términos de intercambio asociada al alza de precios de los productos básicos fortaleció el superávit de la cuenta corriente externa, el cual según las proyecciones será de 1.8% del PIB en el 2007 y 1.2% del PIB en el 2008. Al mismo tiempo, el dólar canadiense, generalmente considerado una moneda vinculada a los productos básicos (*commodity currency*), se ha revaluado hasta situarse a la par con el dólar de EE.UU., su nivel más alto en 30 años. En términos efectivos reales, el dólar canadiense se ha

apreciado alrededor de 45% desde su punto mínimo de principios del 2002. Esta apreciación real se debe, en gran medida, al alza de precios de los productos básicos. Sin embargo, el reciente fortalecimiento del dólar canadiense, manifestado en una apreciación de 5% en tan solo los últimos tres meses, también puede reflejar un movimiento de expectativas favorables dado el ambiente generalizado de debilidad en el dólar estadounidense. Aunque la apreciación de la moneda ha repercutido desfavorablemente en la industria manufacturera, en términos generales la economía canadiense se ha adaptado fácilmente a la fortaleza de su moneda, y la flexibilidad del mercado laboral ha propiciado aumentos del empleo en los sectores de servicios, construcción y minería, que han sobrepasado las pérdidas de empleos en el sector manufacturero.

II. Perspectivas para América Latina y el Caribe

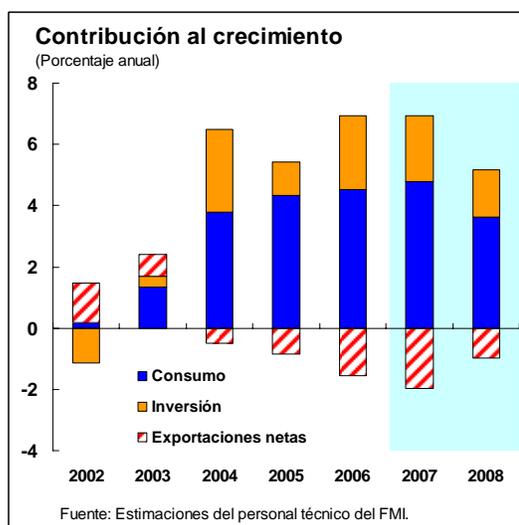
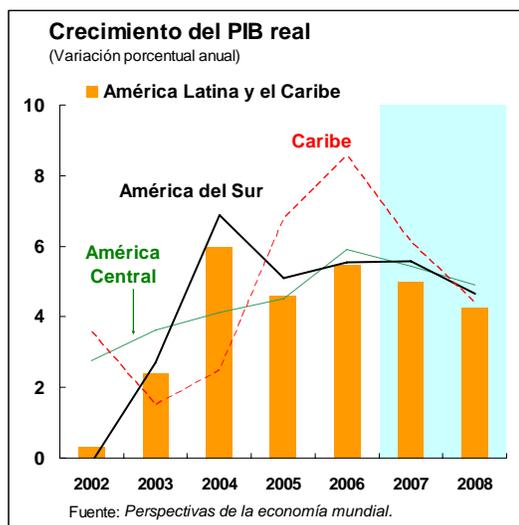
Evolución reciente y perspectivas

La región hasta ahora ha soportado bien la reciente turbulencia de los mercados, y las perspectivas económicas para el 2007 y el 2008 siguen siendo en general sólidas. Sin embargo, los riesgos a la baja se han agudizado, y hay indicios de que las recientes mejoras en los fundamentos económicos, que reducen la vulnerabilidad económica de la región, podrían erosionarse si no se fortalecen las políticas. Aunque la inflación ha permanecido en general baja, últimamente se han registrado leves rebrotes en muchos países. Los superávits fiscales y de cuenta corriente están contrayéndose, debilitados por el fuerte aumento en el gasto público y las importaciones.

La sostenibilidad de la expansión dependerá en forma crucial de las condiciones externas, la solidez de las posiciones fiscales subyacentes, la fortaleza de los sectores financieros internos, y la contención de la inflación. Este capítulo resume nuevas investigaciones sobre estos aspectos, que son presentadas con más detalle en los tres capítulos siguientes.

América Latina y el Caribe siguió expandiéndose con dinamismo en el primer semestre de este año, tras haber registrado en el 2006 un desempeño sólido que, en el caso de varios países, fue el mejor de muchos años. Para el 2007 se espera una tasa de crecimiento promedio del 5%, pero el cambio en las condiciones externas desde mediados de este año incidirá posiblemente en una moderada reducción del crecimiento en el 2008. Aún así, bajo el escenario base de crecimiento mundial proyectado en las *Perspectivas de la economía mundial* del FMI, la expansión se mantendrá sólida, a una tasa de alrededor de 4¼%, el quinto año consecutivo de crecimiento por encima del 4%. Las economías que tienen vínculos más estrechos con Estados Unidos, como las de México y Centroamérica, serán

posiblemente afectadas en mayor medida por la desaceleración proyectada de la economía estadounidense.



La actividad económica ha repuntado en varios países en los que el crecimiento fue relativamente modesto el año pasado, particularmente en Brasil, donde el crecimiento interanual ascendió a 5½% en el segundo trimestre de este año. En la mayoría de los demás países, la expansión conservó su vigor y en algunos casos siguió marcando máximos

históricos. Aún después de la turbulencia que sufrieron los mercados financieros a mediados de año, los precios de los productos básicos permanecieron sólidos y estimularon la actividad económica de los países exportadores de esos productos, como Perú y Bolivia. En Colombia y Uruguay, el crecimiento ha estado alimentado sobre todo por la demanda interna, aunque también se ha beneficiado de la pujanza de las exportaciones. Buenas cosechas en el 2007 han contribuido a estimular la producción de este año en Argentina y Paraguay. De cara al futuro, se espera que en la mayoría de los países el crecimiento en el 2008 disminuya ligeramente en comparación con el 2007, como consecuencia de las condiciones externas y, en algunos casos, de limitaciones en la capacidad productiva. El crecimiento esperado en el 2008 oscilará entre 3% y 4% en México, Ecuador y Uruguay, entre 4% y 5% en Brasil, Chile, Colombia y Paraguay, y entre 5½% y 6% en Argentina, Bolivia, Perú y Venezuela.

El crecimiento en América Central también se mantuvo fuerte en el primer semestre del 2007. A pesar de que la desaceleración de Estados Unidos —el principal socio comercial de la región— tendrá un efecto moderador considerable, se proyecta un crecimiento medio ligeramente menor al 5%, en promedio, para el 2008. La estabilidad macroeconómica y política, y la puesta en marcha del Tratado de Libre Comercio Centroamericano y de la República Dominicana (CAFTA-RD) —que ya ha sido ratificado por todos los países de América Central, tras el referendo celebrado en Costa Rica en octubre— están impulsando la inversión y el crecimiento de las exportaciones no tradicionales en la región. El crecimiento sostenido de las remesas (pese a una desaceleración reciente, véase el capítulo III) ha estimulado el consumo. La expansión económica ha sido particularmente vigorosa en Costa Rica y Panamá.

A pesar de una ligera desaceleración desde el 2006, el crecimiento en la mayor parte del

Caribe también ha sido firme, y se espera que se mantenga en niveles altos en comparación con la tendencia histórica. Trinidad y Tobago continuará expandiéndose pero a tasas más sostenibles en el 2007 y el 2008 (aproximadamente 6%), pues comienzan a alcanzarse limitaciones en la capacidad productiva tras varios años de rápido crecimiento. El crecimiento en la República Dominicana ha sido estimulado por el dinamismo del consumo y de la inversión relacionada con el turismo, pero se espera que disminuya a un 8% en el 2007 y a 4½–5½% en el 2008. En la zona de la Unión Monetaria del Caribe Oriental (ECCU), se proyecta que el crecimiento gire en torno al 3½% durante el 2007 y el 2008. Mientras tanto, el crecimiento de Guyana se sitúa actualmente en 5%, tras un período prácticamente sin crecimiento durante 2002–05.

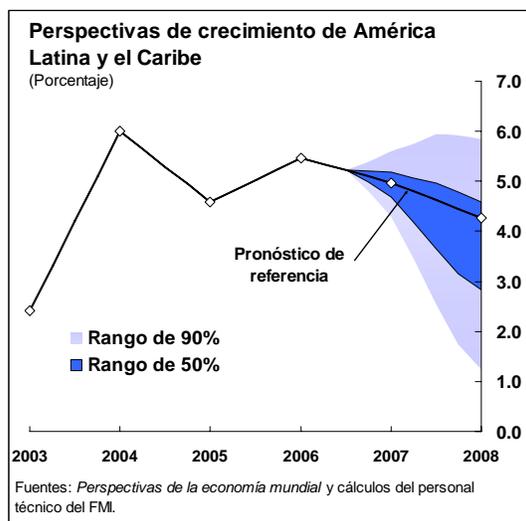
Crecimiento del producto (Tasa anual, porcentaje)					
	1995- 2004 Prom.	2005	2006	2007 Proy.	2008 Proy.
América Central 1/	3.7	4.5	5.9	5.4	4.9
Costa Rica	4.3	5.9	8.2	6.0	5.0
El Salvador	3.0	3.1	4.2	4.2	3.8
Guatemala	3.4	3.5	4.9	4.8	4.3
Honduras	3.3	4.1	6.0	5.4	3.4
Nicaragua	4.3	4.4	3.7	4.2	4.7
Panamá	4.4	6.9	8.1	8.5	8.8

Fuente: *Perspectivas de la economía mundial*.
1/ El PIB ponderado en función de la PPA.

Las recientes catástrofes naturales han cobrado un alto precio en términos de sufrimiento humano, pero sus repercusiones económicas probablemente sean limitadas, salvo en ciertos países del Caribe. En Perú, las estimaciones preliminares de las secuelas del terremoto de agosto del 2007 indican daños equivalentes a 1/3–1/2% del PIB. En Nicaragua, un huracán causó graves trastornos en una zona poco poblada al noreste el país, pero el impacto económico agregado hasta ahora parece ser limitado. Sin embargo, el huracán Dean azotó fuertemente a varios países del Caribe oriental, particularmente Dominica, donde causó daños de por lo menos un 15% del PIB. En Jamaica, los efectos del

huracán están desacelerando la producción y elevando la inflación de los precios de los alimentos.

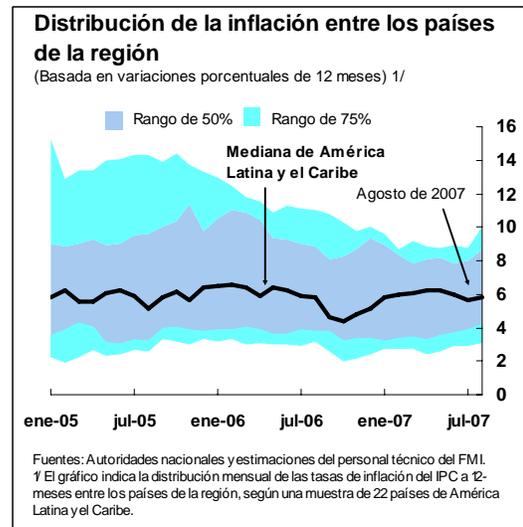
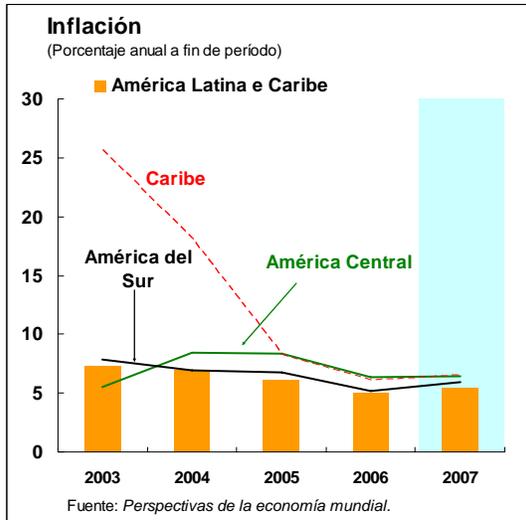
La reciente turbulencia financiera ha reducido solo ligeramente las perspectivas de crecimiento de la región, pero ha incrementado significativamente los riesgos a la baja. Los principales riesgos macroeconómicos que amenazan a la región —y que se examinan en más detalle en el capítulo III— derivan sobre todo de la desaceleración del crecimiento externo, de la posibilidad de que los mercados de crédito mundiales y de Estados Unidos se contraigan aún más y del efecto negativo que podría tener sobre los precios de los productos básicos una demanda mundial más débil de lo previsto. En algunos países —como Argentina, Honduras y Nicaragua— la escasez de energía también podría suponer riesgos para las perspectivas de crecimiento. Por el lado positivo, la demanda interna podría crecer más rápido de lo previsto. El gráfico abanico de las perspectivas de crecimiento de la región, basado en el análisis del capítulo III, resume los riesgos al alza y la baja para esas perspectivas. Existe una posibilidad clara de que el crecimiento se sitúe bastante por debajo de las proyecciones actuales, pero sigue considerándose remota la posibilidad de que la región sufra una recesión propiamente dicha (con una caída del crecimiento anual medio a un 1% o menos).



Inflación (Fin de período, porcentaje) 1/				
	1995- 2004 Prom.	2005	2006	2007 Proy.
América del Norte 2/	3.3	3.3	2.6	3.3
Estados Unidos	2.5	3.4	2.5	3.3
Canadá	1.9	2.2	1.3	2.6
México	15.5	3.3	4.1	3.6
América del Sur 2/	9.5	6.8	5.2	6.0
Argentina	4.9	12.3	9.8	10.0
Bolivia	5.0	4.9	5.0	10.4
Brasil	7.3	5.7	3.1	4.0
Chile	4.2	3.7	2.6	5.5
Colombia	12.0	4.9	4.5	5.0
Ecuador	31.4	3.1	2.9	2.3
Paraguay	8.9	9.9	12.5	5.0
Perú	4.9	1.5	1.1	2.7
Uruguay	14.0	4.9	6.4	8.3
Venezuela	35.1	14.4	17.0	17.0
América Central 2/	7.8	8.4	6.3	6.5
Costa Rica	12.4	14.1	9.4	9.0
El Salvador	4.0	4.3	4.9	4.0
Guatemala	7.4	8.6	5.8	6.0
Honduras	13.4	7.7	5.3	8.0
Nicaragua	8.5	9.6	9.5	7.3
Panamá	0.9	3.4	2.2	4.4
El Caribe 2/	11.0	8.3	6.1	6.5
América Latina y el Caribe 2/	10.6	6.1	5.0	5.4

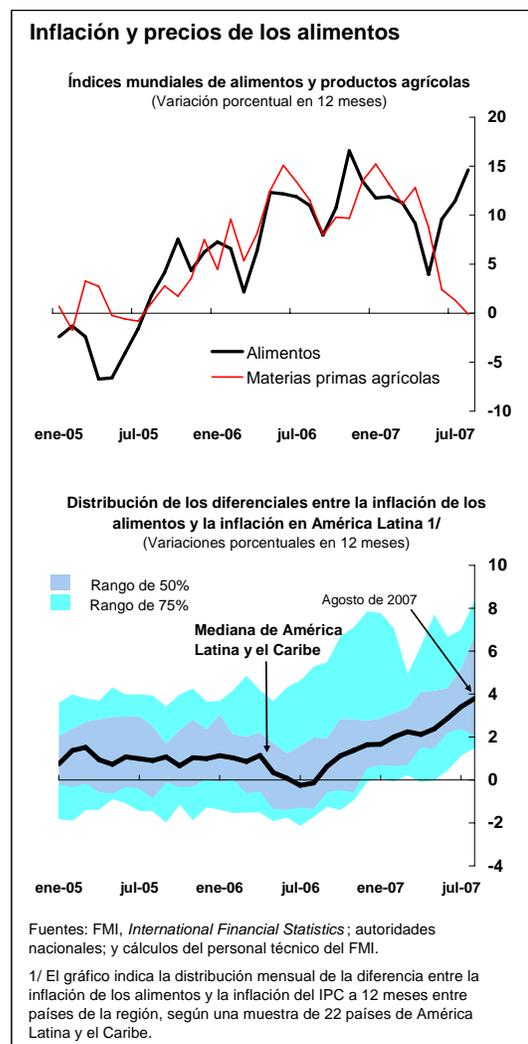
Fuentes: *Perspectivas de la economía mundial*.
1/ Tasas de fin de período, es decir, de diciembre a diciembre. Estas por lo general serán diferentes de las tasas de inflación media del período citadas en *Perspectivas de la economía mundial*, aunque en ambos casos se utilizan proyecciones básicas idénticas.
2/ El PIB ponderado en función de la PPA.

La *inflación* se mantiene contenida en comparación con los niveles del pasado. Sin embargo, tras el mínimo histórico que la región como un todo registró en el 2006, las tasas de inflación han repuntado recientemente en muchos países. Esto se debe tanto a la expansión cíclica de la región como al efecto, en varios países, del alza mundial de los precios de los alimentos (véase la edición de octubre del 2007 de *Perspectivas de la economía mundial*, capítulo 1). En algunos países, la escasa flexibilidad al alza del tipo de cambio nominal también ha limitado los efectos anti inflacionarios que podrían haber operado por este canal.



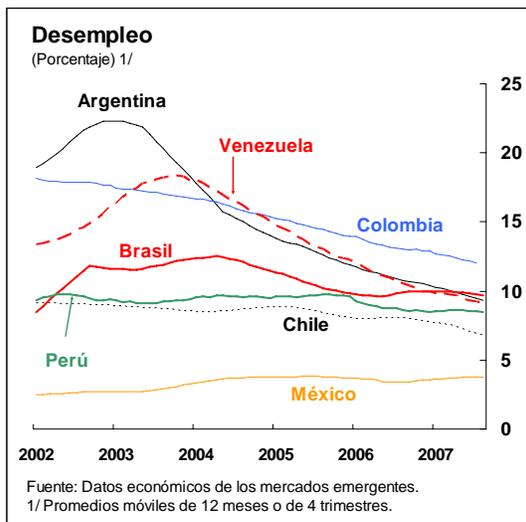
En Colombia y Uruguay, la inflación ha aumentado en un contexto de crecimiento sólido, y está aproximándose o superando el tope de las metas fijadas por el banco central. En Chile, México y Perú, si bien la inflación global se mantiene contenida, ha sido impulsada por encima de la meta por la inflación de los precios de los alimentos. La inflación también ha repuntado en algunos países de América Central y el Caribe; sigue siendo alta en Argentina; ha aumentado recientemente a dos dígitos en Bolivia (en términos interanuales), y se ha mantenido en los dos dígitos en Venezuela, pese a que las importaciones han ayudado a aliviar ciertas restricciones de la oferta. En Brasil, la inflación permanece por debajo del punto medio del rango fijado como meta, pero también ha empezado a aumentar recientemente.

El alza de los precios de los alimentos desde mediados del 2006 contribuyó a la agudización de las presiones inflacionarias en muchos países; la mediana de la diferencia entre las tasas interanuales de inflación de los alimentos y de inflación global alcanzó 3¾% en agosto del 2007. Esto ha afectado tanto a países grandes (en especial Brasil, Chile, Colombia y México), como a los países pequeños de América Central y el Caribe. Como respuesta, algunos gobiernos han tomado medidas para aplacar directamente las presiones de los precios de los alimentos.



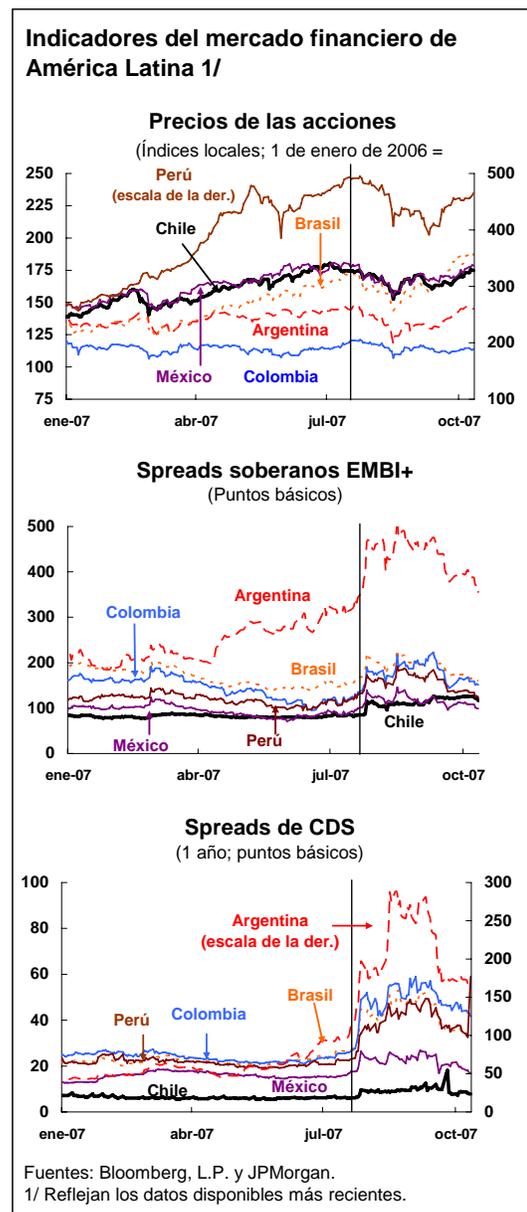
Por ejemplo, Guyana, México y Uruguay liberalizaron aún más las importaciones de alimentos para estimular la competencia. Otras medidas tomadas incluyen la reducción de la tasa del IVA (Venezuela), la introducción de exenciones temporales del IVA (Uruguay) y la prohibición de exportaciones de ciertos alimentos (Argentina). En México, el gobierno también ha negociado con el sector privado para limitar el aumento de precios de varios alimentos de consumo popular.

Otros factores que han propiciado la inflación son las presiones de demanda agregada y el cierre de las brechas del producto (recuadro 2). El rápido crecimiento de las importaciones asimismo indica que la demanda interna está aumentado a mayor ritmo que la capacidad de producción en muchos países. Otra señal de que las limitaciones de la oferta a corto plazo están empezando a tener efecto son las tasas de desempleo, que han disminuido en forma ininterrumpida en los últimos años. El ritmo de la disminución, sin embargo, se ha desacelerado, lo que hace pensar que el desempleo podría ahora obedecer en gran medida a cuellos de botella estructurales (véase la edición de noviembre del 2006 de *Perspectivas económicas: Las Américas*, recuadro 9).



Evolución reciente del sector financiero

La reciente turbulencia financiera mundial coincidió con un momento de sólido crecimiento del sector financiero en la región. El crédito del sector privado en América Latina ha venido creciendo con fuerza desde hace unos años. En los mercados de acciones y de deuda local se ha observado un aumento general de los precios y del volumen de operaciones, y el desarrollo de los mercados de instrumentos derivados y de titularizaciones ha sido considerable en algunos países.



Recuadro 2. La posición de América Latina en el ciclo económico

Desde el 2004, América Latina registró el ritmo de crecimiento más rápido desde los años setenta (por encima del 5 por ciento anual en promedio), contribuyendo a una reducción significativa del desempleo en muchos países. Se observó de manera generalizada una intensa actividad económica en la región, y las variables fundamentales de la economía indican que en los próximos años se mantendrá este dinamismo. Aunque el crecimiento ha tenido un amplio alcance, la evolución de la inflación en la región muestra diferencias más marcadas. Por ejemplo, en Argentina y Venezuela, las tasas de inflación llegaron a dobles dígitos, en tanto que en Brasil se situaron por debajo de los niveles fijados como meta por el banco central, aunque últimamente han mostrado una tendencia ascendente. Esto sugiere la existencia de limitaciones de recursos en algunos países, pero no en todos.

En este recuadro se presentan estimaciones de la posición de los países de América Latina en el ciclo económico —la brecha del producto utilizada comúnmente, que representa la desviación del producto efectivo con respecto a su nivel cíclicamente neutro— y se analiza con cierto detenimiento el alcance de las limitaciones de recursos en la región. La estimación de la posición cíclica de la región muestra un panorama de las presiones inflacionarias, y también es necesaria para calcular el balance fiscal estructural (véase el capítulo IV).

Medición de la brecha del producto

La brecha del producto se define como la diferencia entre el producto efectivo (Y) y el potencial (Y^*) como proporción del producto potencial, $(Y - Y^*) / Y^*$. El concepto de producto potencial debe entenderse como el nivel de producción en el cual la economía se encuentra en una posición cíclicamente neutra. Aunque no es directamente observable, el producto potencial de una economía puede estimarse utilizando diferentes metodologías.

Un método utilizado comúnmente se basa en la aplicación de un filtro estadístico a la serie de datos de producción para distinguir entre la tendencia y las variaciones cíclicas. Los econométricos han desarrollado muchos procedimientos diferentes para separar estos dos componentes, y en este estudio utilizamos varios de ellos. Los filtros usados son los propuestos por Hodrick y Prescott (1997), Baxter y King (1999), Christiano y Fitzgerald (2003), y el enfoque de dominio de frecuencias de Ouliaris y Corbae (2002 y 2006).

Otro método muy difundido utiliza un marco basado en la función de producción para estimar el producto potencial. En este marco, en primer lugar se resta al producto la contribución que aportan al proceso de producción los insumos observables—capital y trabajo— (utilizando ponderaciones estimadas para cada factor) a fin de obtener una medición de la productividad total de los factores. Seguidamente, se utiliza un filtro estadístico, como los propuestos por los autores antes mencionados, para separar las variaciones cíclicas de las de tendencia en la productividad del capital, el trabajo y la productividad total. La serie de datos de producto potencial se obtiene utilizando un promedio ponderado de la serie de datos filtrados de insumos de producción.¹

La posición de América Latina en el ciclo económico

Mediante el primer método, se aplican los filtros estadísticos a los datos anuales para todos los países latinoamericanos desde 1970 hasta el 2010, utilizando los pronósticos realizados por el personal técnico del FMI

Nota: Este recuadro fue preparado por Marcello Estavão, María Lucía Guerra y Jeromin Zettelmeyer.

¹ El cálculo supone rendimientos a escala constantes y puede expresarse como $\ln(TFP) = \ln(Y) - \alpha * \ln(K) - (1-\alpha) * \ln(L)$, donde TFP , Y , K y L representan la productividad total de los factores, el producto, el stock de capital y el empleo. El parámetro α varía en cierto grado según el país y, salvo en los casos en que se obtuvieron estimaciones de las autoridades nacionales o de un estudio específico, se obtuvieron por aproximación utilizando la renta del trabajo como proporción del valor agregado total, método propuesto inicialmente por Solow (1957).

Los resultados obtenidos con los dos métodos tienden a ser similares, dado que, en última instancia, se utilizan filtros estadísticos para extraer las fluctuaciones cíclicas directamente de la serie de datos del producto o de la serie de insumos. Sin embargo, pueden aparecer pequeñas variaciones dependiendo de las estimaciones de tendencia relativas para cada insumo de producción. Asimismo, el método basado en la función de producción puede ampliarse para incluir un desglose más detallado de los insumos que muestre las variables con fuerte contenido de política económica (por ejemplo, la utilización del capital, la tasa de desempleo y la participación de la mano de obra).

Recuadro 2 (conclusión)

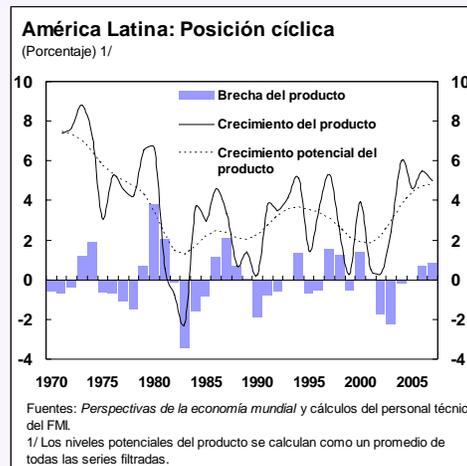
para el período 2007–10, que se presentan en la edición de octubre de 2007 de *Perspectivas de la economía mundial*. La inclusión de estas observaciones ayuda a atenuar el problema de “fin de la muestra” presente en varios de los filtros estadísticos utilizados aquí.

Por lo tanto, se obtienen dos medidas de la brecha del producto en América Latina: una agregando la información para cada país y la otra aplicando los filtros directamente a una serie agregada del producto de la región. Como ambas series presentan similares propiedades cíclicas, el gráfico muestra solo la segunda medición. La medida de la brecha del producto muestra los valles (durante las crisis de la deuda de 1982–84 y 1994, por ejemplo) y cimas esperados. Utilizando las estimaciones realizadas por el personal técnico para el 2007, los datos sugieren que actualmente toda América Latina se ve ante una brecha del producto ligeramente positiva y una tasa de crecimiento potencial de alrededor del 4.7%.

Esta información agregada oculta una heterogeneidad entre los distintos países. Entre las grandes economías latinoamericanas, Argentina y Venezuela muestran las mayores brechas positivas del producto, corroborando la percepción creada por la tendencia ascendente de las presiones inflacionarias en estos países de que los mismos se han visto enfrentados a significativas limitaciones de recursos. También son positivas las brechas del producto en Colombia y, según algunas estimaciones, en México y Perú. Se estima que las economías de Brasil y Chile presentan una posición cíclicamente neutra en 2006–07.

El método basado en la función de producción solo se pudo aplicar a un grupo limitado de países para los que se dispone fácilmente de datos. Asimismo, las estimaciones resultantes adolecen del problema de fin de período común en algunas técnicas de filtros estadísticos, dado que no se dispone de pronósticos para los insumos de producción. Sin embargo, las estimaciones de la brecha del producto obtenidas utilizando este método tienden a presentar las mismas propiedades cíclicas que el primer conjunto de estimaciones analizadas aquí. Diferencias importantes entre los dos conjuntos de resultados incluyen una brecha del producto más positiva en el caso de Argentina y estimaciones negativas, pero decrecientes en términos absolutos, en el caso de Brasil y Chile.²

² El personal técnico del FMI está desarrollando un tercer método, que consiste en determinar la magnitud de la brecha del producto utilizando un modelo nekeynesiano para una pequeña economía abierta integrado por ecuaciones para una curva de Phillips, la demanda agregada, la paridad de intereses no cubierta y una regla para la tasa de interés, según el análisis de Berg, Karam y Laxton (2006). La estimación del modelo se realiza utilizando técnicas bayesianas y una especificación de los componentes no observados para identificar la brecha del producto, partiendo del supuesto de que el producto potencial es el nivel de producción compatible con un nivel de inflación estable. La aplicación de este método al caso de México muestra una menor persistencia de la inflación en los últimos años, un grado moderado de traslado de la depreciación cambiaria a los precios y una lenta reacción de las tasas de interés al ciclo. En términos generales, la bondad de ajuste del modelo refleja de manera razonablemente adecuada el reciente período de baja en la inflación que registró este país, y sugiere que México se encontraba en un nivel cercano a su potencial a principios del 2007, resultado que es consistente con la mayoría de los filtros estadísticos utilizados en este estudio.



Brechas del producto de ciertos países de América Latina y el Caribe, 2006–07
(Porcentaje del producto potencial)

País	Año	Método de estimación del producto potencial 1/			Aproximación utilizando la función de producción 2/
		HP	BK	OC	
Jamaica	2006	0.3	-0.5	0.9	-0.9
	2007	-0.1	-0.2	0.8	...
Costa Rica	2006	1.2	0.8	1.4	1.2
	2007	1.2	0.9	1.0	...
Argentina	2006	2.5	1.2	2.7	...
	2007	2.8	1.8	2.3	...
Brasil	2006	-0.1	-0.4	0.0	-1.7
	2007	0.3	0.0	0.4	-1.1
Chile	2006	-0.2	-0.3	0.9	-1.1
	2007	0.4	-0.1	-0.1	-0.3
Colombia	2006	0.6	0.6	0.4	1.0
	2007	1.5	0.8	1.0	1.5
México	2006	0.8	0.4	2.8	...
	2007	0.3	0.2	2.6	...
Perú	2006	0.8	0.9	-0.7	0.0
	2007	1.2	0.8	-1.0	0.5
Venezuela	2006	3.4	3.8	2.9	...
	2007	3.5	3.7	2.1	...

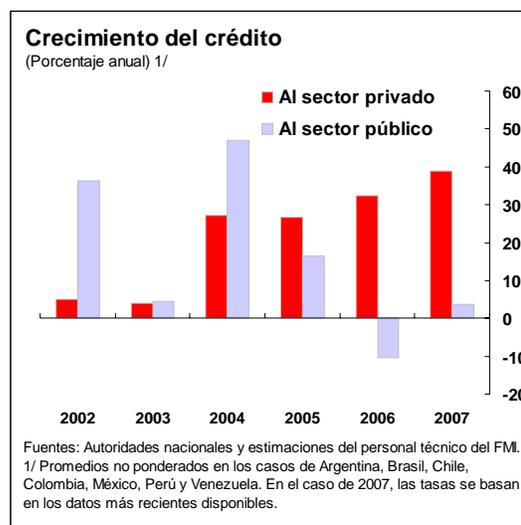
1/ Se aplican filtros estadísticos directamente a las cifras del producto. Muestra: Datos anuales de 1970–2010. El cuadro muestra un subconjunto de todos los filtros estimados. Abreviaturas: HP = Hodrick-Prescott; BK = Baxter-King; OC = Ouliaris y Corbae. En el caso de HP, el valor lambda se fija en 6.25.
2/ Se aplican filtros a las series de insumos (capital, mano de obra y productividad total de los factores), que después se agregan de acuerdo con las ponderaciones de cada insumo en la función de producción.

Durante la turbulencia mundial de julio y agosto los mercados de América Latina también sufrieron correcciones, que tendieron a acentuarse más en los países que habían mostrado recientemente mayores ganancias bursátiles:

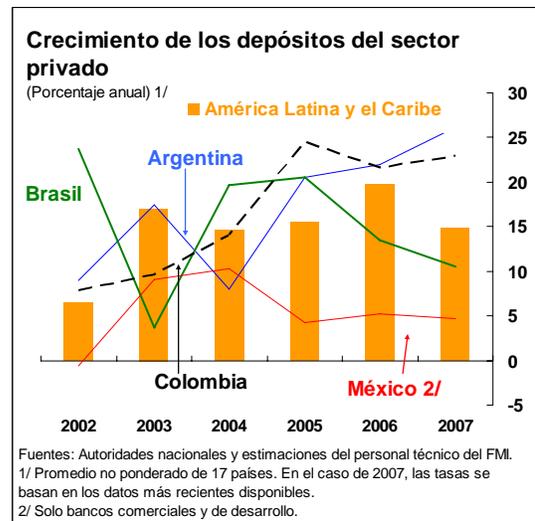
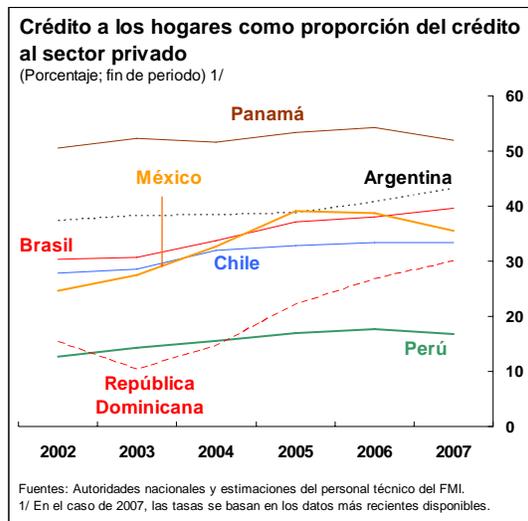
- Tras alcanzar máximos a finales de julio, los precios de las acciones bajaron entre 10% y 28% en toda la región, sobre todo en Brasil, Argentina, Colombia, México, Chile y Perú. Sin embargo, los precios de las acciones se han recuperado desde entonces, y en varios países han superado los niveles previos a la turbulencia.
- De forma similar, mientras que en un comienzo muchas monedas sufrieron también una depreciación (entre 1% y 14% en las economías más grandes), han tendido a apreciarse desde entonces.
- Los precios de los bonos locales bajaron y los diferenciales soberanos aumentaron, pero en la mayoría de los casos de una manera mucho más moderada que en las crisis de los años noventa y de comienzos de este decenio. En Brasil, Chile, Colombia, México y Perú, por ejemplo, los diferenciales soberanos aumentaron menos de 100 puntos base entre mediados de julio y el punto culminante de la turbulencia, y para mediados de octubre han retornado a menos de 30 puntos base de sus niveles de la mitad de julio.
- A diferencia de lo ocurrido en las economías industriales, donde la exposición directa al mercado hipotecario de Estados Unidos era mayor y la liquidez de los mercados de dinero se evaporó, la mayoría de los países de la región no se enfrentó a problemas de liquidez en los mercados locales.

Antes de que se produjera la turbulencia mundial, el crédito al sector privado estaba creciendo rápidamente. Se espera que esta

tendencia continúe, aunque a menor ritmo, ya que la política monetaria se ha endurecido en muchos países y las condiciones de crédito mundiales se han tornado menos favorables. En la primera mitad del 2007, el ritmo anual medio de crecimiento del crédito era de más de un 40% en los siete países más grandes de América Latina, y de más de 20% en la región en general. El principal factor que ha alimentado esa marcada expansión desde el 2004 ha sido el crédito a los hogares, que en la actualidad representa alrededor de un 40% del crédito al sector privado. Más recientemente, el crecimiento del crédito a las empresas se ha acelerado y puede haber superado al crecimiento del crédito a los hogares en varios países. En cambio, el crédito al sector público ha seguido disminuyendo, debido al mejoramiento de las finanzas públicas.



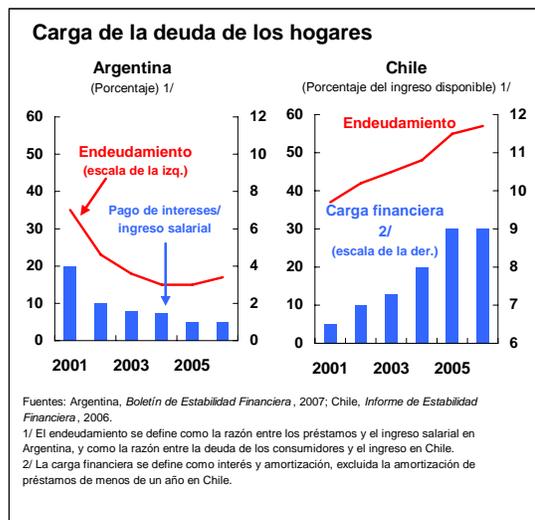
La expansión del crédito en la región se ha apoyado sobre todo en el vigoroso aumento de los depósitos privados a escala local. Aunque en países como Panamá, Costa Rica y Chile, el financiamiento externo por parte de sucursales locales de bancos internacionales también ha sido importante, los pasivos externos representan en general un porcentaje pequeño y decreciente de los pasivos totales de los sistemas bancarios.



Créditos transfronterizos de bancos BPI otorgados al sector bancario doméstico

	Miles de millones de dólares de EE.UU.		Como porcentaje de los pasivos totales	
	2002	2006	2002	2006
América Latina	30.1	52.1	6.2	4.8
Argentina	2.6	1.9	5.1	2.6
Brasil	9.9	21.7	3.5	2.6
Chile	3.1	6.8	6.5	6.5
Colombia	1.2	1.8	5.6	3.8
Costa Rica	0.8	1.1	9.6	7.7
México	5.5	9.4	2.5	1.6
Panamá	1.7	3.1	8.1	10.4
Perú	2.0	1.0	8.7	3.3
Uruguay	0.4	0.6	3.7	4.5
Venezuela 1/	0.7	1.7	4.5	3.9

Fuentes: Banco de Pagos Internacionales y FMI, *International Financial Statistics*.
1/ Los datos de 2006 corresponden al mes de junio en el caso de Venezuela.



Por el momento no parece haber señales claras de un aumento de los factores de vulnerabilidad como consecuencia de la expansión del crédito al sector privado. Aunque los indicadores de suficiencia patrimonial cayeron ligeramente en el 2006 y el 2007, el coeficiente de préstamos en mora ha continuado bajando, mientras que las provisiones han crecido y la rentabilidad ha mejorado. En Argentina y Chile, donde existe información sobre la carga de la deuda de los hogares, el grado de endeudamiento está dentro de parámetros razonables. En México, los hogares ostentan una posición financiera positiva equivalente a aproximadamente un 23% del PIB, lo cual contrasta con su posición de casi deudores netos durante la crisis de 1995 (Guerra de Luna y Serrano Bandala, 2007). Finalmente, un nuevo análisis empírico que permite distinguir crecimientos excesivos del

Indicadores de solidez financiera de América Latina
(Porcentaje) 1/

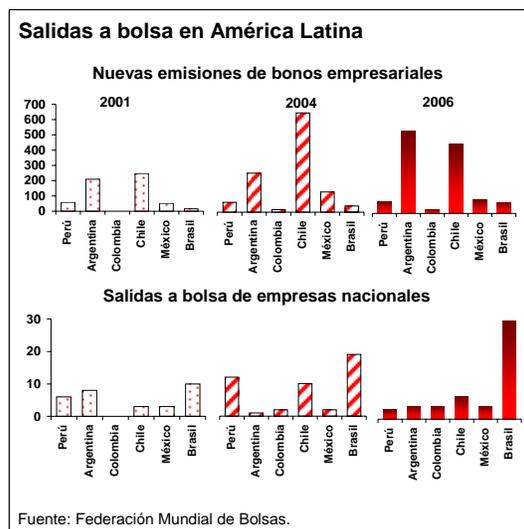
	2002	2003	2004	2005	2006	2007 2/
Coefficiente de préstamos en mora 3/	10.5	8.7	5.2	3.8	2.9	3.1
Provisiones para préstamos en mora	92.0	101.1	114.1	125.0	137.0	129.4
Retorno sobre activos	-0.4	1.2	1.6	1.8	1.9	2.0
Retorno sobre patrimonio neto	3.7	10.2	15.4	18.6	21.2	21.5
Coefficiente de suficiencia del capital 4/	15.3	15.8	16.2	15.4	14.9	15.2
Coefficiente de activos líquidos	24.1	26.7	28.2	26.4	25.0	26.4

Fuente: FMI (2007a).
1/ Promedios no ponderados. Muestra fija de países a lo largo del tiempo para cada indicador. El número de países varía según el indicador.
2/ Datos disponibles más recientes.
3/ Préstamos en mora como porcentaje de la cartera total.
4/ Capital regulatorio/activos ponderados en función del riesgo.

crédito a partir de criterios de aceptación general, confirma la tesis de que el reciente crecimiento del crédito parece obedecer principalmente a la mejora en los fundamentos económicos (capítulo V). Habiendo dicho esto, los indicadores prudenciales son retrospectivos y los datos sobre la deuda de los hogares son

limitados en la mayoría de los países. Además, el panorama global puede esconder mayores vulnerabilidades en las instituciones financieras que han debilitado las normas crediticias en busca de una expansión acelerada. Por tanto, el rápido crecimiento del crédito en algunos países justifica el fortalecimiento de la supervisión.

En muchos países de la región la intermediación financiera permanece en niveles inferiores a los de otros mercados emergentes. Sin embargo, en los principales mercados ha aumentado recientemente tanto el volumen del comercio como el número y el valor de las emisiones de acciones y bonos. La actividad en derivados cambiarios y tasas de interés se ha seguido expandiendo en los principales mercados locales, y en el primer semestre del 2006 el volumen en circulación en los mercados de América Latina y el Caribe alcanzó US\$16.000 millones, frente a US\$4.000 millones en 1999 (JP Morgan, 2007).



Evolución reciente del sector externo

Si bien los términos de intercambio son en general favorables y las exportaciones han tenido un mejor desempeño, un fuerte aumento de las importaciones está provocando una contracción del superávit en cuenta corriente de la región. Pese a recientes episodios de flujos de inversión de cartera a ciertos países, la inversión

extranjera directa sigue siendo la fuente principal de capital externo.

Cuenta corriente externa (Porcentaje del PIB)					
	1995-2004 Prom.	2005	2006	2007 Proy.	2008 Proy.
América del Norte 1/	-3.0	-5.1	-5.2	-4.8	-4.7
Estados Unidos	-3.3	-6.1	-6.2	-5.7	-5.5
Canadá	0.8	2.0	1.6	1.8	1.2
México	-2.1	-0.6	-0.3	-0.7	-1.1
América del Sur 1/	-2.1	1.3	1.5	0.7	0.3
Argentina	-0.5	1.9	2.5	0.9	0.4
Bolivia	-3.8	6.5	11.7	15.1	9.9
Brasil	-2.4	1.6	1.2	0.8	0.3
Chile	-1.8	1.1	3.6	3.7	2.3
Colombia	-2.4	-1.5	-2.1	-3.9	-3.5
Ecuador	-1.8	0.8	3.6	2.4	2.5
Paraguay	-1.7	0.1	-2.0	-0.2	-0.3
Perú	-3.7	1.4	2.8	1.3	1.1
Uruguay	-1.1	0.0	-2.4	-2.8	-2.8
Venezuela	6.5	17.8	15.0	7.8	4.1
América Central 1/	-5.1	-5.1	-5.0	-5.6	-5.8
Costa Rica	-3.9	-4.8	-4.9	-4.8	-5.0
El Salvador	-2.4	-4.6	-4.7	-4.9	-5.0
Guatemala	-5.2	-5.1	-5.2	-5.1	-4.7
Honduras	-3.8	-0.9	-1.6	-5.5	-5.0
Nicaragua	-20.4	-14.9	-15.8	-15.8	-16.3
Panamá	-5.3	-5.0	-3.8	-5.4	-6.6
El Caribe 1/	-3.4	-0.3	-0.4	-1.0	-0.6
América Latina y el Caribe 1/	-2.0	1.4	1.5	0.6	0.0

Fuente: *Perspectivas de la economía mundial*.
1/ El PIB ponderado en función del dólar.

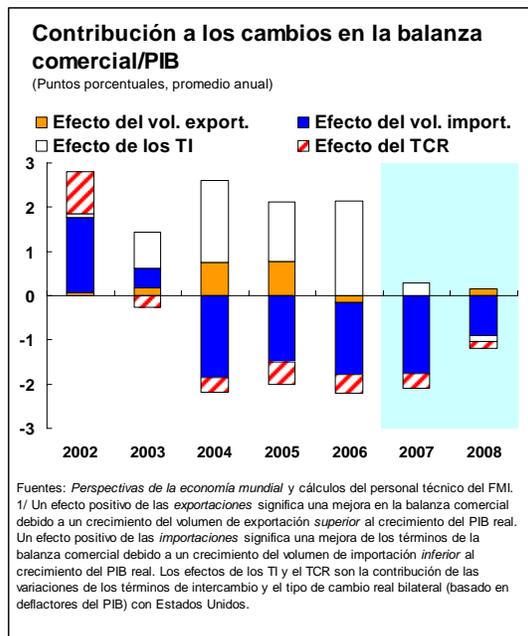
Se espera que el superávit de la cuenta corriente externa de la región se contraiga significativamente en el 2007 y el 2008, tras haber alcanzado un máximo histórico el año pasado. El alto crecimiento del volumen de las importaciones —en especial en Argentina, Brasil, Colombia y Venezuela— está superando ya sobradamente al crecimiento de los volúmenes de exportación. Además, ya no se espera que las mejoras de los términos de intercambio sean suficientes para compensar la diferencia entre los volúmenes de importaciones y exportaciones. Los precios de los productos básicos, como combustibles, metales y productos agrícolas parecen haberse estabilizado en niveles altos, y se prevé que en promedio permanecerán prácticamente inalterados en el 2007, para después descender ligeramente en el

2008. Aún se observan diferencias marcadas entre los países con respecto al nivel de la cuenta corriente —superávits persistentes en la mayoría de los países sudamericanos que exportan productos básicos, y déficits en América Central y, en menor medida, en México—pero la tendencia hacia un deterioro de la cuenta corriente está presente en la mayoría de países de la región.

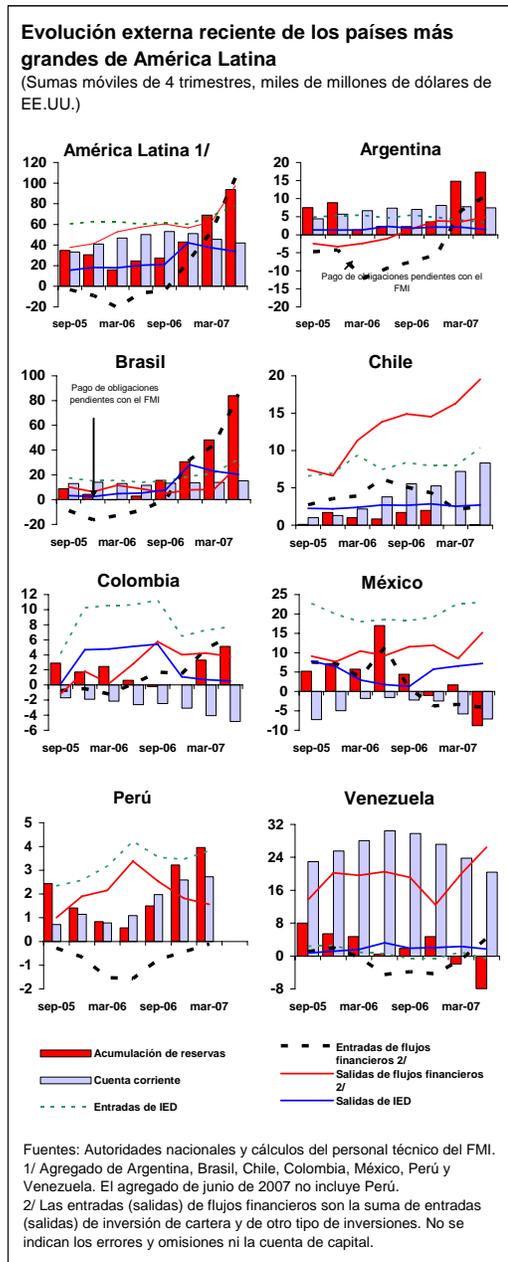
en el extranjero. Los elevados diferenciales de las tasas de interés, sumados a las presiones cambiarias alcistas y a la escasa o decreciente volatilidad de los tipos de cambio, hicieron que los países de América Latina —en particular Brasil— se convirtieran en atractivos destinos para las operaciones de arbitraje internacional de tasas ("carry trades").

Evolución de la balanza de pagos externa (Porcentaje del PIB, salvo indicación contraria) 1/						
	2003	2004	2005	2006	2007 2/	2008 2/
Balanza comercial	1.7	2.2	2.5	2.6	1.3	0.5
Cuenta corriente	0.4	1.0	1.4	1.5	0.6	0.0
Flujos de capital privado	1.2	0.7	1.4	0.3	2.5	1.3
de las cuales: IED	2.0	2.3	2.0	1.0	2.1	1.5
Inversión de cartera	-0.6	-0.7	1.0	-0.6	0.6	0.1
Flujos públicos	0.2	-0.4	-1.2	-0.6	0.0	0.0
Reserv./deuda corto plazo (%)	251	276	318	349	306	331
Reserv./import. mensuales	8.2	7.3	7.0	6.8	6.9	6.7

Fuente: Estimaciones del personal técnico del FMI.
1/ Se refiere a toda la región de América Latina y el Caribe.
2/ Proyecciones.

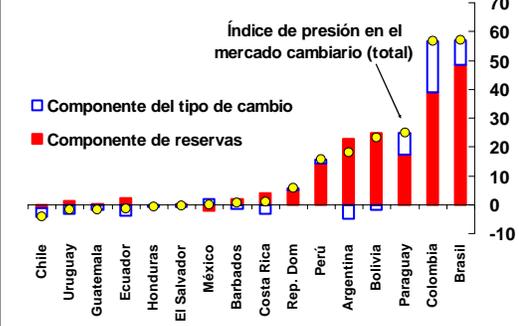


Los flujos de capital a ciertos países —en especial a Brasil, pero también a Argentina, Colombia, Perú y Venezuela— experimentaron un aumento acentuado antes del reciente estallido de la volatilidad en los mercados mundiales. Las salidas de capital mostraron un patrón mixto: disminuyeron en Colombia y Perú, pero aumentaron por ejemplo en Chile, debido a la acumulación de activos del gobierno



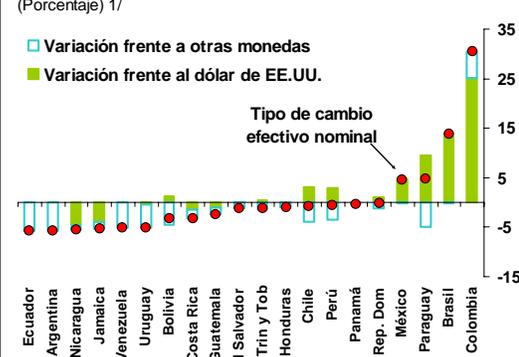
Hasta mediados del 2007, las afluencias masivas de capital y los persistentes superávits en cuenta corriente en algunos países exportadores de productos básicos generaron presiones considerables en los mercados cambiarios de varios países de la región. Pero solo en unos pocos países —Brasil y Colombia, en particular— dichas presiones ocasionaron apreciaciones bilaterales significativas con respecto al dólar estadounidense. Puesto que el dólar se ha depreciado frente a las monedas de muchos otros socios comerciales de América Latina (en especial la zona del euro), las apreciaciones del tipo de cambio nominal ponderado en función del comercio fueron más pequeñas. Más bien, los tipos de cambio efectivos nominales se depreciaron en la mayoría de los países de la región este año, incluso antes de que comenzara la agitación en los mercados financieros mundiales. Pero al mismo tiempo, los diferenciales de inflación con los socios comerciales fueron positivos en la mayoría de los casos (Ecuador y Perú son las excepciones principales). El efecto neto de estas variaciones fue una pequeña apreciación del tipo de cambio efectivo real en varios países; las apreciaciones más acusadas —de entre 10% y 35% en los 12 meses a junio del 2007— se observaron en Colombia, Brasil y Venezuela.

Índice de presiones cambiarias en ciertos países 1/

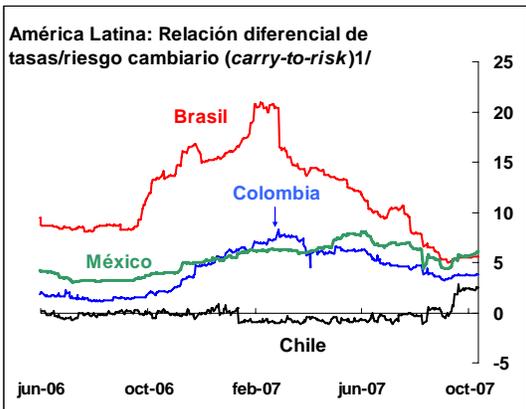


Fuentes: FMI, *International Financial Statistics* y cálculos del personal técnico del FMI. 1/ El índice se calcula como la variación porcentual del TCEN + la variación porcentual de las reservas * (desviación estándar de la variación porcentual del TCEN)/(desviación estándar de la variación porcentual de las reservas), siendo el TCEN el tipo de cambio efectivo nominal. Todas las variaciones porcentuales y desviaciones estándar se calculan con respecto a los 12 meses entre junio de 2006 y mayo de 2007.

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

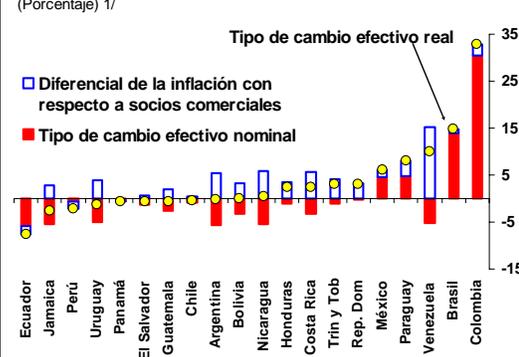


Fuentes: FMI, *Sistema de notificaciones* y estimaciones del personal técnico del FMI. 1/ Variaciones porcentuales de 12 meses hasta el fin de junio de 2007. Un aumento del tipo de cambio denota una apreciación.

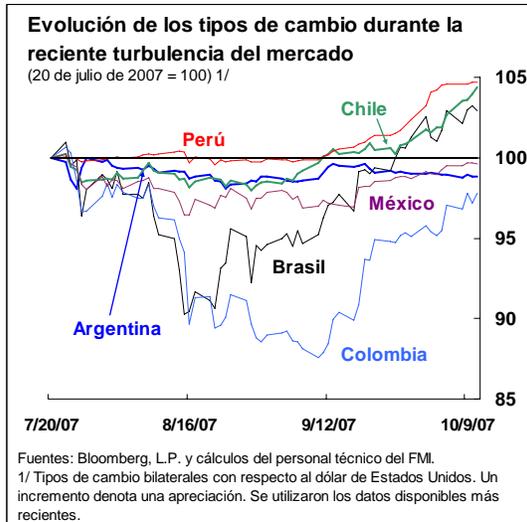


Fuentes: Bloomberg, L.P. y Datastream. 1/ Se define como el diferencial de la tasa de interés interbancaria con respecto a la tasa LIBOR de una semana, normalizado en función de la desviación estándar sin condiciones de las variaciones del tipo de cambio nominal (con respecto al dólar de EE.UU.) dentro de un promedio móvil de 90 días.

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



Fuentes: FMI, *Sistema de notificaciones* y estimaciones del personal técnico del FMI. 1/ Variaciones porcentuales de 12 meses hasta el fin de junio de 2007. Un aumento del tipo de cambio denota una apreciación.



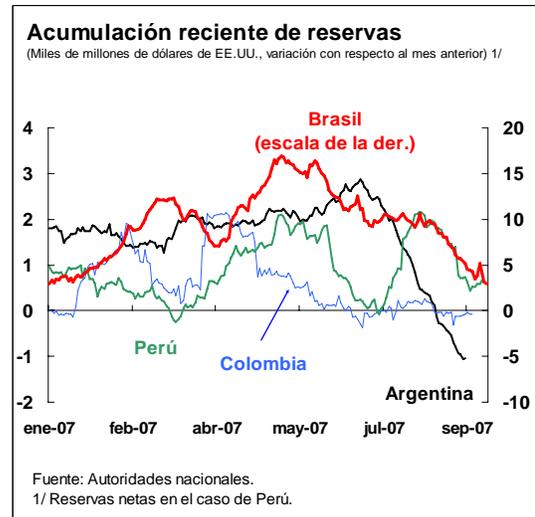
Los *shocks* financieros mundiales de julio y agosto del 2007 frenaron inicialmente las afluencias de capital. Los bancos centrales de varios países, como Argentina, Brasil y Perú, redujeron sustancialmente la acumulación de reservas durante este período, en comparación con meses anteriores (en el caso de Colombia, el banco central ya había dejado de intervenir desde mayo). Argentina intervino en el mercado cambiario para contrarrestar las presiones a la depreciación de la moneda. Ahora que los bancos centrales de la región están por lo general más acostumbrados a la flotación del tipo de cambio, las monedas se convirtieron en el primer amortiguador, depreciándose significativamente en un comienzo, para luego retornar a los niveles previos a la turbulencia.

La inversión extranjera directa (IED) sigue siendo la fuente principal de capital extranjero para la región. No obstante, dicha inversión aún está, como proporción del PIB, en niveles inferiores a los de finales de los años noventa, cuando las privatizaciones fomentaron los flujos de IED a la región (recuadro 3). Las entradas de IED ahora están siendo contrarrestadas en parte por flujos en el sentido contrario, ya que las empresas de América Latina han empezado crecientemente a invertir en el exterior. Después de que en el 2006 se registrara un nivel inusualmente bajo de IED neta a raíz de dichas inversiones —cuyo punto culminante ocurrió en

octubre del 2006, con la adquisición por parte de una empresa brasileña de activos mineros en Canadá por un valor de US\$17.000 millones— se proyecta que las afluencias de IED se recuperarán a un rango de 1½–2% del PIB en el 2007 y el 2008.

Política monetaria y cambiaria

El entorno al que se enfrentan las autoridades encargadas de la política monetaria ha cambiado en los últimos meses. En el primer semestre del 2007, la conducción de la política monetaria se vio complicada por las entradas de divisas y, en algunos casos, por la tensión entre las metas de inflación y de tipo de cambio. La reciente turbulencia financiera y la desaceleración del crecimiento externo exigen encontrar un delicado equilibrio entre la constante preocupación con respecto a la inflación y la posibilidad de que la merma de la demanda externa pueda frenar el crecimiento y quizás atenuar las presiones sobre los precios en América Latina.



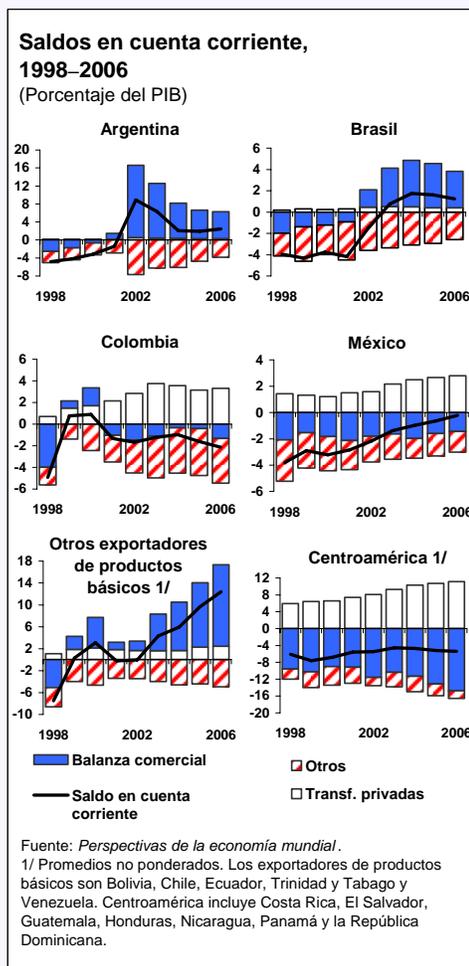
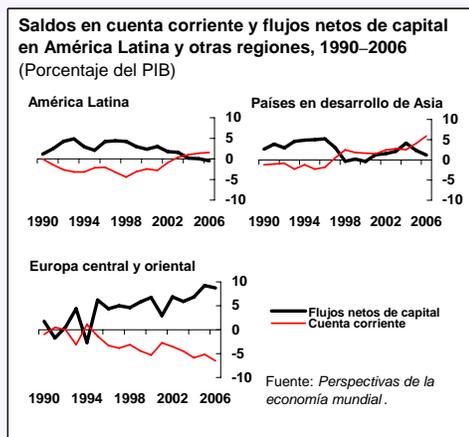
En el primer semestre del 2007, el dinamismo cíclico y las incipientes presiones inflacionarias llevaron a varios bancos centrales a hacer más restrictiva la política monetaria. Las tasas de interés se elevaron en cuatro de los cinco países con regímenes oficiales de metas de inflación (Chile, Colombia, Perú y México). Varios otros países —entre ellos Argentina, Bolivia, Paraguay, la República Dominicana y

Recuadro 3. Evolución de la balanza de pagos en América Latina

Al igual que otras regiones en desarrollo, América Latina registró considerables déficits en cuenta corriente durante la mayor parte de los años noventa, financiados con entradas netas de capital que ayudaron a los gobiernos a cubrir sus déficits fiscales. Esto cambió en 1998, cuando una “frenada brusca” de la afluencia de capitales puso en marcha un proceso de saldos crecientes en cuenta corriente y entradas decrecientes de capital que duró hasta el 2006. La experiencia de América Latina en el último decenio contrasta con lo sucedido en los países en desarrollo de Asia y, sobre todo, en Europa central y oriental. En Asia, aunque las cuentas corrientes también empezaron a arrojar superávits durante la crisis, las entradas netas de capital se recuperaron rápidamente, dando lugar a una gran afluencia de capital y a influjos en la cuenta corriente, y a una sustancial acumulación de reservas. En Europa central y oriental, los déficits en cuenta corriente no disminuyeron y, de hecho, siguieron ampliándose, financiados por un aumento de las entradas netas de capital.

En América Latina el cambio de signo de la cuenta corriente se produjo en dos etapas. Primero, las crisis en los mercados emergentes a fines de los años noventa y los primeros años de esta década interrumpieron el acceso de varios de los países más grandes a los mercados internacionales de capital e incrementaron el costo del financiamiento externo para toda la región. La actividad económica disminuyó, se efectuaron ajustes fiscales, las importaciones se contrajeron, los tipos de cambio se depreciaron en valores nominales y reales, y las exportaciones repuntaron. Segundo, a partir del 2003 aproximadamente, creció la demanda para las importaciones a medida que las economías de la región comenzaron a recuperarse, pero los ingresos de exportación aumentaron más rápidamente gracias al auge de los precios de los productos básicos. Los términos de intercambio registraron mejoras superiores al 20%, en promedio, entre el 2002 y el 2006. Además, las transferencias privadas, atribuibles principalmente a las remesas de trabajadores, contribuyeron a afianzar la cuenta corriente de varios países, sobre todo en México y América Central.

A escala regional, la evolución de la cuenta corriente no ha sido uniforme durante esta década. En gran parte de Sur América y México, la cuenta corriente se fortaleció; gradualmente en algunos casos, y abruptamente en otros en respuesta a la súbita interrupción inicial de las entradas de capital. Los países de América Central que son importadores de productos básicos, en cambio, sufrieron disminuciones en los términos de intercambio, y siguieron registrando



Nota: Este recuadro fue preparado por Roberto Benelli.

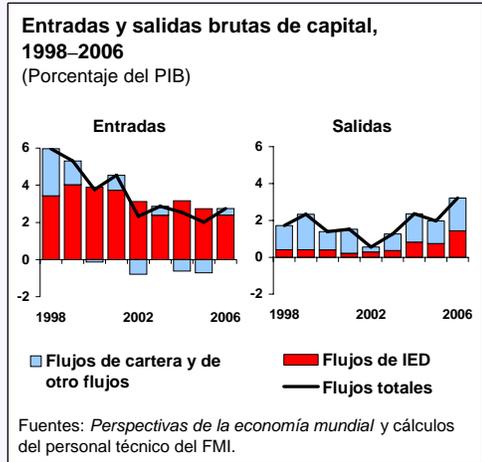
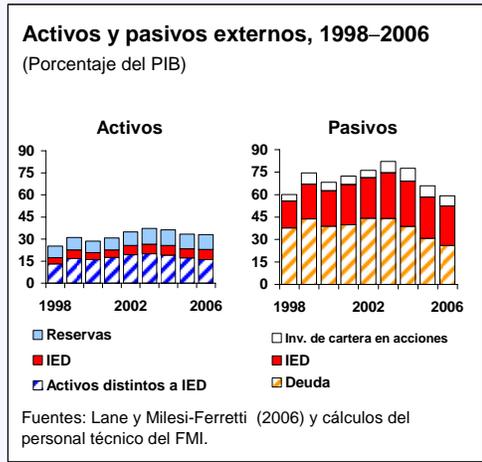
Recuadro 3 (conclusión)

importantes déficits en cuenta corriente, de 5% del PIB en promedio, y dependiendo de entradas netas de capital (y asistencia financiera) para financiarlos.

Una disminución de las entradas netas de capital entre 1998 y 2006 coincidió con importantes cambios en la composición de la afluencia de capitales hacia América Latina.¹

- La disminución inicial de los flujos netos fue provocada por una caída de las entradas de capital, sobre todo de los flujos de deuda y de inversión de cartera, porque las crisis de la región dificultaron el acceso a los capitales internacionales y elevaron su costo. La inversión extranjera directa se mantuvo relativamente fuerte, alcanzando un máximo en el 2000 tras una serie de privatizaciones, para posteriormente estabilizarse en 2½-3% del PIB.
- La continua disminución de los flujos netos después del 2002, en cambio, se explica por el repunte de las salidas de capital, atribuible tanto a una mayor inversión directa en el exterior como a una mayor inversión de cartera en el extranjero, en consonancia con la tendencia mundial de mayor diversificación a escala internacional. Aunque las entradas brutas se mantuvieron generalmente invariables como proporción del PIB después del 2002, su composición cambió, registrándose aumentos del crédito y la inversión en el sector privado contrarrestados por reembolsos de la deuda pública externa.

Como consecuencia de estos cambios tanto en la cantidad como en la composición de los flujos de capital, el saldo de activos externos netos de América Latina ha mejorado significativamente. Gracias a la disminución de la deuda externa, al reducido aumento de los pasivos por participaciones de capital y al nivel en general constante de los pasivos por inversión extranjera directa como porcentaje del PIB, los pasivos externos netos de la región han disminuido, de más del 80% del PIB en el 2003 a aproximadamente un 60 por ciento del PIB en el 2006 (en términos netos, de 40 a 25 por ciento).² Por último, ha habido un desplazamiento hacia pasivos que no son emisión de deuda, y de pasivos del sector público hacia los del sector privado.



¹ Las "entradas" de capital se definen como la adquisición neta de activos internos por parte de no residentes, y las "salidas" de capital como adquisición neta de activos externos por residentes (un signo positivo indica un aumento de los activos externos en manos de residentes internos). Por lo tanto, tanto las entradas como las salidas pueden tener un valor negativo.

² Pese al aumento de las salidas (acumulación de activos en el exterior), el valor del saldo de activos externos en moneda nacional ha disminuido levemente desde el 2003, como consecuencia de la apreciación de la moneda doméstica.

Uruguay— ampliaron las operaciones de esterilización para frenar el rápido crecimiento de los agregados monetarios.

Sin embargo, las cuantiosas entradas de divisas antes de la turbulencia financiera mundial tendieron a aplacar los esfuerzos de esterilización en la medida que muchos países (con la excepción de Chile y México) respondieron a las afluencias aumentando la intervención discrecional en los mercados de divisas. Las intervenciones obedecieron en parte a inquietudes con respecto a la apreciación del tipo de cambio real y al deterioro de la competitividad (recuadro 4), y en parte al interés por acumular reservas precautorias. Por ende, las reservas de divisas de la región en su conjunto aumentaron casi un 40% en los 12 meses previos a junio del 2007, llegando a niveles que ahora parecen adecuados desde el punto de vista prudencial (recuadro 5). Las intervenciones en el mercado de divisas, pese a ser muy comunes, en general no han demostrado ser un método muy eficaz para contener la apreciación real en América Latina (recuadro 6).

Algunos países fueron más allá de la intervención en su afán por paliar las presiones de apreciación real o por contrarrestar sus repercusiones en la competitividad. Colombia estableció un encaje legal no remunerado de 40% sobre los préstamos obtenidos en el extranjero y las afluencias brutas de cartera por seis meses (un sistema similar ha regido en Argentina desde el 2005). Al mismo tiempo, el país impuso límites prudenciales más estrictos sobre las operaciones en divisas a futuro. Otras decisiones que se tomaron abarcan las siguientes: en Argentina, amplias medidas administrativas para contener la inflación — como la limitación de los ajustes de precios en sectores regulados, los acuerdos selectivos de precios y las restricciones a las exportaciones— en Brasil y Colombia, aranceles de importación y líneas de crédito subsidiadas para ayudar a los productores nacionales a hacer frente a la

competencia de bajo costo desde el exterior (estas medidas se mantienen hasta ahora en una escala reducida).

Tras la turbulencia financiera en los mercados de los países industrializados, el principal desafío para las autoridades monetarias pasó a ser la evaluación del efecto del deterioro del entorno externo en medio de las persistentes presiones inflacionarias en varios países. Si bien la mayoría de las economías de la región están funcionando al máximo de su capacidad o por encima de ella —algo que de por sí ya es una fuente de inflación— una fuerte reducción del crecimiento económico de Estados Unidos podría frenar el crecimiento en la región. Además, los bancos centrales tienen que decidir si van a reaccionar, y con qué medidas, ante las alzas de los precios de los alimentos, que probablemente reflejarán las condiciones internacionales en los mercados de alimentos — y por lo tanto también un ajuste de los precios relativos— pero que también podrían ser un síntoma del rápido crecimiento de la demanda doméstica y de las condiciones cíclicas.



En la medida que los bancos centrales han evaluado estas opciones y las circunstancias del país, la política monetaria en la región se ha vuelto prudentemente más restrictiva en algunos países y se ha mantenido en otros. Notablemente Chile y Perú aumentaron las tasas

Recuadro 4. Los tipos de cambio real y la competitividad

En años recientes, los tipos de cambio reales en América Latina se han apreciado, en general, a tasas ligeramente más altas que en otros países en desarrollo, sobre todo en relación con la tasa de aumento de la productividad. Conjugado con el fuerte crecimiento de las importaciones y una tasa de aumento de las exportaciones comparativamente baja, esto ha hecho que algunas de las autoridades económicas regionales se preocupen por la pérdida de competitividad frente a otros países exportadores en vía de desarrollo (sobre todo de Asia). Estas preocupaciones se tornaron especialmente agudas durante el auge de las afluencias de capital a la región en el primer semestre del 2007, que ejerció una significativa presión al alza sobre algunas monedas.

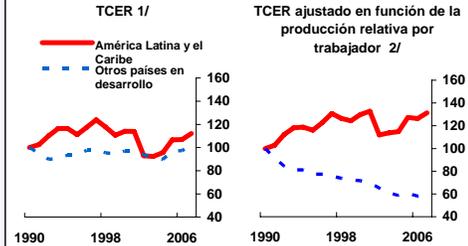
Al mismo tiempo, muchos datos indican que los tipos de cambio de América Latina siguen siendo compatibles, en términos generales, con los fundamentos económicos. En primer lugar, los tipos de cambio real aún no han retornado a los niveles vigentes a mediados de los años noventa, y en la mayoría de los países siguen oscilando en torno a los niveles medios registrados desde 1980. Además, la reciente apreciación es menos acentuada si el tipo de cambio efectivo nominal se ajusta en función de la variación de los costos unitarios de la mano de obra. Entre los países grandes, Brasil y Colombia se destacan por haber experimentado apreciaciones efectivas en función de los costos unitarios de la mano de obra; mientras que en Argentina, Chile, Perú y México esos costos han permanecido en general estables —o incluso han disminuido— en relación con sus principales socios comerciales. Y algo que reviste más importancia es que las variables económicas fundamentales que generalmente determinan el tipo de cambio de equilibrio—como el saldo de activos externos netos— también han mejorado mucho desde el comienzo del presente decenio. Por lo tanto, los estudios realizados en el FMI a nivel de país tienden a concluir que los tipos de cambio reales de la región tienen un valor en general adecuado.

Incluso si los tipos de cambio de América Latina son compatibles —en términos generales— con los fundamentos económicos, es posible que determinados países estén enfrentando presiones derivadas de la competencia del extranjero (por ejemplo, China e India), particularmente en terceros mercados, como Estados Unidos (véase Freund y Özden, por publicarse). Sin embargo, la competencia en terceros mercados no refleja el efecto global de las pujantes economías asiáticas en las exportaciones de América Latina, que es positivo (Lederman, Olarreaga y Soloaga, 2007).

Nota: Este recuadro fue preparado por Roberto Benelli y Jeromin Zettelmeyer.

Tipos de cambio efectivos reales (TCER) y productividad

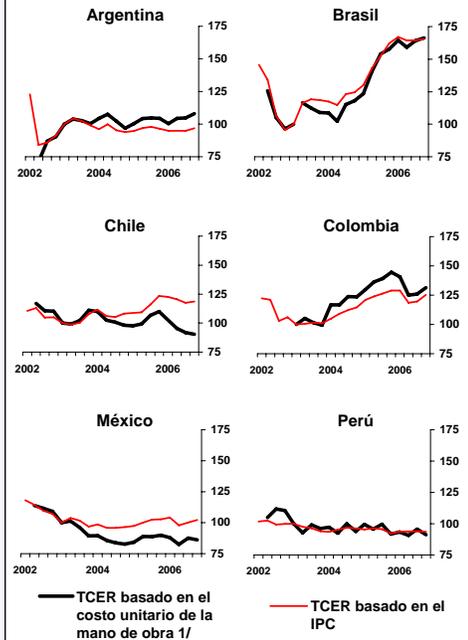
(1990 = 100)



Fuentes: Banco Mundial, *World Economic Indicators*; FMI, Sistema de notificaciones, *Perspectivas de la economía mundial* y cálculos del personal técnico del FMI.
 1/ TCER basado en el IPC (ponderado en función del PIB ajustado según la PPA para los países del grupo).
 2/ Relación entre el TCER y los índices de producción por trabajador en cada país, con respecto a un índice de producción media por trabajador en las economías avanzadas.

Tipos de cambio efectivos reales (TCER)

(2003T1 = 100)



Fuentes: Cálculos del personal técnico del FMI basados en datos de las autoridades nacionales y FMI, *International Financial Statistics*.
 1/ El TCER basado en el costo unitario de la mano de obra se basa en la economía agregada o, en su defecto, la manufactura.

Recuadro 5. El nivel óptimo de las reservas prudenciales

La reciente acumulación de reservas en América Latina obedece en muchos casos al deseo de “amortiguar” los efectos en la economía de una repentina interrupción de los flujos de capital y evitar variaciones extremas del consumo. Sin embargo, mantener reservas líquidas también impone costos cuasifiscales. ¿Cuál es el nivel óptimo de reservas teniendo en cuenta esos costos y beneficios? En un documento de trabajo del FMI publicado recientemente, Olivier Jeanne y Romain Rancière (2006) ofrecen una respuesta basándose en un marco sencillo de maximización de la utilidad.¹ El resultado es una fórmula sobre el nivel óptimo de reservas desde el punto de vista prudencial. La fórmula establece que el nivel óptimo de reservas debe de ser más alto: (1) entre mayor sea la magnitud de una crisis (un “frenazo” (*sudden stop*) de los inlfujos de capital cuyos efectos el país desea amortiguar) y el consiguiente menoscabo del producto; (2) entre mayor sea la probabilidad del “frenazo”; (3) y entre menor sea el costo de mantener reservas. Esta última variable suele calibrarse como el diferencial promedio entre los bonos del Tesoro de Estados Unidos a diez años y la tasa de los fondos federales, mientras que el menoscabo del producto se basa en los antecedentes de otras crisis. La necesidad de obtener divisas durante un “frenazo” depende de la deuda a corto plazo y de los depósitos en moneda extranjera, excluyendo los activos externos líquidos de los bancos (Gonçalves, por publicar).

El personal técnico del FMI ha aplicado la fórmula de Jeanne y Rancière en forma separada a México, Brasil, Perú y Uruguay, empleando datos específicos sobre estos países para calibrar la necesidad de divisas durante una crisis y el probable menoscabo del producto si ocurriera una crisis. A pesar de estas diferencias, los cuatro estudios llegan a una conclusión similar: la brecha entre el nivel óptimo de reservas y el nivel efectivo de reservas parece haberse reducido en los últimos años. Este resultado general puede constatarse en el gráfico adoptando supuestos comunes (únicamente para fines de comparación entre los países) con respecto a la probabilidad de un “frenazo,” el costo de mantener reservas y el parámetro de aversión al riesgo.

Del gráfico se desprende que la reducción de la brecha es consecuencia de la acumulación de reservas y de la disminución del nivel óptimo de reservas, medido mediante la fórmula de Jeanne y Rancière (2006). El nivel más bajo de las reservas óptimas se debe a la reducción de la deuda a corto plazo y de los depósitos netos en moneda extranjera en años recientes. A medida que los factores de vulnerabilidad han ido atenuándose, también ha disminuido el nivel óptimo de reservas que el modelo estima que sea necesario para auto asegurarse contra un “frenazo” de los flujos de capital.

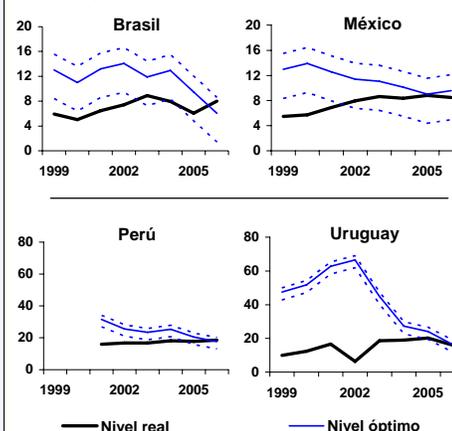
Aunque se observa que las estimaciones de las reservas óptimas son sensibles al parámetro de probabilidad de crisis (indicado por la línea de puntos del gráfico), los estudios señalan que las reservas se sitúan en niveles cercanos al óptimo. No obstante, uno de los mensajes clave de este modelo es que el nivel óptimo de reservas puede aumentar rápidamente si las vulnerabilidades vuelven a niveles pasados, lo cual justificaría cautela respecto a la emisión de deuda a corto plazo denominada en moneda extranjera y respecto a futuros aumentos de los depósitos en moneda extranjera netos.

Nota: Este recuadro fue preparado por Fernando M. Gonçalves.

¹ Véanse los estudios conexos de Mulder y Bussière (1999), FMI (2000, 2001), García y Soto (2006) y Jeanne (2007). Los últimos dos estudios van más allá de la función prudencial de las reservas y plantean que las reservas también podrían ayudar a prevenir las crisis.

Niveles óptimos estimados y niveles reales de las reservas

(Porcentaje del PIB)



Fuente: Cálculos del autor.

Nota: El nivel óptimo de referencia de las reservas se basa en una probabilidad de interrupción repentina de entrada de capitales del 10%, una prima por inversión a largo plazo del 1,5% y un parámetro de aversión al riesgo de 2. La necesidad de reservas y la caída del producto se calibraron de la misma manera que en los estudios originales. Las líneas entrecortadas indican el rango del nivel óptimo de reservas cuando la probabilidad de interrupción repentina de entrada de capitales varía entre 5% y 20%.

Recuadro 6. La eficacia de la intervención del banco central: El caso de Colombia

¿Cuán eficaz es la intervención del banco central a la hora de influir sobre el tipo de cambio nominal? El tema se ha investigado a fondo en el caso de las economías avanzadas, pero es poco lo que se sabe sobre la eficacia de la intervención como una herramienta de política independiente en los mercados emergentes.¹ Un escollo importante es la falta de datos oficiales de alta frecuencia sobre la intervención del banco central (debido a los cambios de valorización, no es posible inferirlos simplemente a partir de la variación de las reservas). Además, a menudo no es posible saber, por ejemplo, si las autoridades acumulan reservas con la intención de afectar al tipo de cambio, o por otras razones, como la de constituir un auto seguro contra los choques financieros externos.

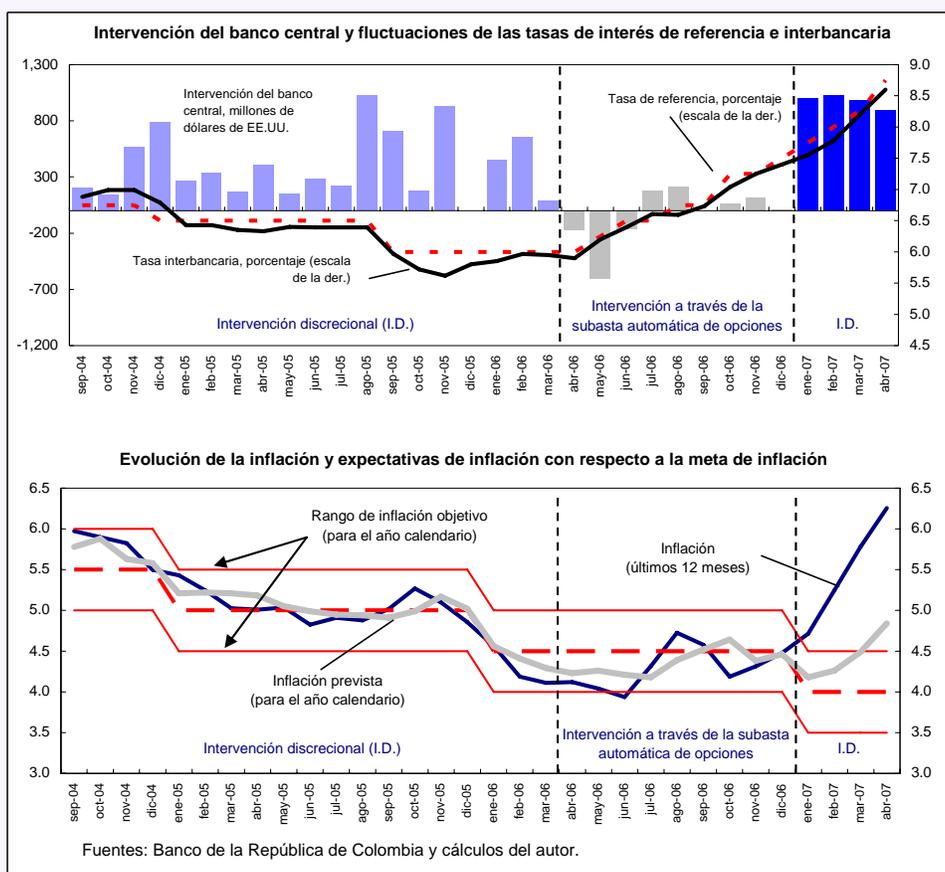
En un estudio reciente de Kamil (2007), basado en un nuevo conjunto de datos sobre las estadísticas oficiales diarias referidas a la intervención del banco central de Colombia (Banco de la República), se examina el impacto de la intervención discrecional sobre el nivel y la volatilidad del tipo de cambio nominal al contado (*spot*) registrado en Colombia desde septiembre del 2004 hasta abril del 2007. El caso de Colombia es de especial interés por al menos tres motivos. Primero, Colombia enfrenta fuertes presiones a favor de la apreciación cambiaria. Segundo, a lo largo del período estudiado hubo frecuentes, y a veces importantes, compras discrecionales de divisas para resistir la apreciación de la moneda nacional. Durante esos períodos, la intervención tuvo lugar en casi el 80% de los días hábiles. Así, entre enero del 2004 y mayo del 2007, las reservas casi se duplicaron (pasando de US\$10.500 millones a aproximadamente US\$20.000 millones). Tercero, como se observa en el primer gráfico, la muestra considerada en el estudio abarca dos regímenes claramente diferenciados en cuanto a la orientación de la política monetaria: uno caracterizado por tasas de interés constantes o en baja (septiembre del 2004 a marzo del 2006), y luego otro de endurecimiento de la política monetaria y aumento de las tasas nominales de interés para reducir las presiones inflacionarias (enero a abril del 2007). Se presenta así una oportunidad de verificar la hipótesis de que la intervención discrecional para frenar la apreciación de la moneda nacional es más eficaz cuando las metas de las políticas monetaria y cambiaria son congruentes.

Los resultados de las estimaciones indican que los efectos de la intervención del Banco de la República variaron marcadamente entre los dos períodos. Durante el primer período de intervención discrecional no anunciada (diciembre del 2004–marzo del 2006), las compras de divisas por parte del Banco de la República tuvieron un impacto positivo, estadísticamente significativo, sobre el nivel del tipo de cambio. Sin embargo, si bien la intervención discrecional contribuyó a moderar la tendencia a la reevaluación de la moneda, su efecto fue económicamente limitado y de corta duración. Por ejemplo, una compra esterilizada de divisas por un valor de US\$30 millones (el monto promedio diario de intervención dentro de este período) depreciaría el valor de la moneda nacional en un 0,32%. Por otra parte, las operaciones de intervención no tuvieron un impacto duradero sobre la dinámica del tipo de cambio: casi el 70% del efecto contemporáneo se revirtió en dos días. Si se tienen en cuenta otros factores que afectan la volatilidad de los tipos de cambio a corto plazo, los resultados también indican que la intervención del banco central aminoró la volatilidad de los rendimientos de los tipos de cambio durante el período.

Durante el segundo período (enero a abril del 2007), en cambio, la intervención del Banco de la República no influyó en el tipo de cambio, ni siquiera a corto plazo. Las operaciones de intervención del Banco de la República para depreciar la moneda fueron sobrepasadas por movimientos compensatorios del diferencial del índice EMBI y por la reacción del mercado ante un PIB mayor de lo esperado y anuncios de inflación. Durante este período, hubo tensión entre los objetivos de las políticas monetaria y cambiaria, en la medida que los mercados percibieron que la política del Banco de la República de efectuar compras de divisas a gran escala no era coherente con el logro de la meta de inflación (véase el gráfico 2). Para frenar la apreciación del peso, el Banco de la República intervino agresivamente, acumulando US\$4.500 millones (38% de la base monetaria) en los primeros cuatro

Nota: Este recuadro fue preparado por Herman Kamil.

¹ Los estudios recientes sobre el tema en los que se utilizan datos diarios referidos a los mercados emergentes son los de Guimarães y Karacadag (2004) con respecto a Turquía y México; y Disyat y de Galati (2007) sobre la República Checa. En Canales-Kriljenko (2003) se resumen las prácticas de intervención del banco central en los países en desarrollo.



meses del 2007. Al mismo tiempo, para hacer frente a las presiones inflacionarias, elevó en forma constante la tasa de interés. Pero con esta medida atrajo más entradas de capital, exacerbándose de ese modo las presiones que impulsaban la apreciación de la moneda.

Esta falta de consistencia entre las compras de divisas y los aumentos de las tasas de interés abrió la puerta a una dinámica perversa del mercado y a apuestas en un solo sentido contra el Banco de la República, que se manifestaron de dos maneras. Primero, las entidades extraterritoriales (*offshore*) acumularon importantes posiciones largas en pesos a través del mercado a futuro nacional, al convertirse Colombia —cuyas tasas nominales de interés superaban las de Japón en 800 puntos básicos— en uno de los focos de las operaciones de arbitraje de tasas de interés entre divisas (*carry trade*) en América Latina. Segundo, en consonancia con lo observado en Toro y Julio (2006), los resultados indican que los volúmenes negociados en el mercado cambiario al contado aumentaron de manera anormal en los días en que intervenía el Banco de la República, aún si se tienen en cuenta las variaciones de la volatilidad y otros factores macroeconómicos. El Banco de la República decidió suspender la intervención en mayo, indicando que continuar la intervención hubiera dificultado lograr la meta de inflación (Banco de la República, 2007).

En resumen, los resultados parecen indicar que la coherencia entre los objetivos de la política de intervención y los del régimen de metas de inflación es un factor crítico para el éxito de la intervención discrecional. Aunque un gobierno comprometido a resistir la apreciación cambiaria tiene en principio munición ilimitada, el régimen de metas de inflación puede constituir una limitación ineludible.

en septiembre y México lo hizo a finales de octubre, pero Chile mantuvo las tasas en su reunión de política monetaria de octubre. Brasil continuó su reducción gradual de tasas de interés hasta comienzos de septiembre, pero ha mantenido las tasas desde entonces.

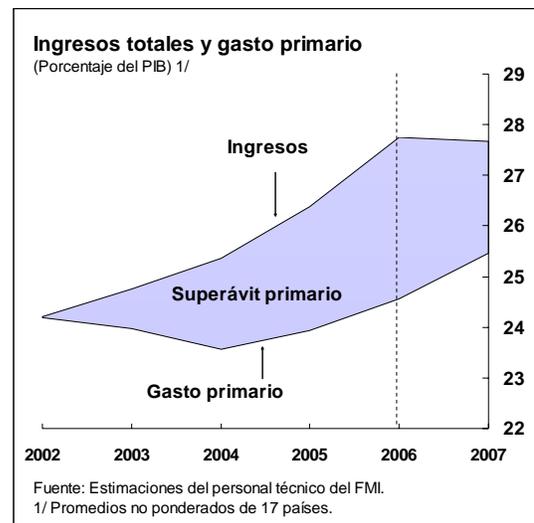
Política fiscal

Los superávits fiscales primarios, recientemente una fuente esencial de fortaleza macroeconómica en la región, alcanzaron su punto máximo en el 2006 y, según las proyecciones, bajarán a cerca del 2% en el 2007 y del 1¾% en el 2008, a medida que se estabilicen o reduzcan los coeficientes de ingresos, mientras el gasto sigue creciendo aceleradamente. Si bien los resultados primarios estructurales (ajustados en función del ciclo) se mantienen generalmente en superávit, son inferiores a los superávits declarados y existe una gran incertidumbre con respecto a su nivel, particularmente en el caso de los países exportadores de productos básicos.

Los superávits fiscales primarios en América Latina parecen haber alcanzado su punto máximo en el 2006 tras el impulso que tuvieron durante varios años, en los cuales el aumento de los ingresos fue superior al de los gastos. En el 2007, el gasto ha seguido aumentando aceleradamente, según las proyecciones, a un ritmo real promedio del 9%, es decir, mayor que el del PIB real. Pero las proyecciones también prevén un leve descenso de la relación ingresos/PIB principalmente a raíz del estancamiento (o la ligera reducción) de los precios o —en algunos casos— de la producción de productos básicos. Como resultado, se estima que los superávits primarios caerán este año a un promedio regional de aproximadamente el 2% del PIB, aunque con algunas excepciones importantes: en Chile, el resultado primario se mantendrá por encima del 7% del PIB de acuerdo con la regla del superávit estructural; en Venezuela, se prevé que el cuantioso aumento del gasto real ocurrido en el 2006 y la reducción de los ingresos petroleros como proporción del PIB podrían llevar el

resultado primario del 2007 hacia valores negativos por primera vez en seis años.

En este contexto, es importante entender la solidez de las posiciones fiscales subyacentes en América Latina. ¿Muestran aún los resultados primarios “estructurales” un superávit? ¿Qué tan rápido regresarían a una situación de déficit si el crecimiento en el gasto continuara? En el capítulo IV se abordan estas preguntas, con un análisis de las fuentes del aumento de los ingresos desde el 2002 y una estimación de cuanto disminuirían los saldos primarios simplemente como resultado del retorno a una situación neutral en el ciclo económico y del probable nivel de los ingresos provenientes de los productos básicos a mediano plazo. Los principales resultados son los siguientes:

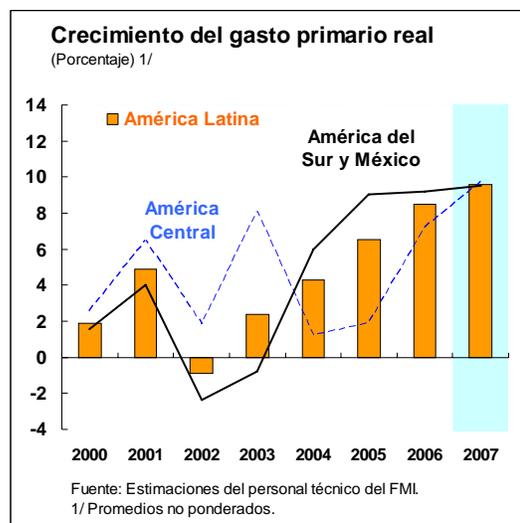


- Los aumentos de los ingresos provenientes de los productos básicos han tenido una contribución importante en el reciente crecimiento del ingreso en los principales países exportadores de dichos productos. Este crecimiento ha sido generado sobre todo por aumentos de los precios, pero también por aumentos en las regalías e impuestos relacionados con esos productos, y, en algunos casos, también por aumentos en el volumen de producción.

- En cambio, los ciclos económicos han tenido un impacto menor sobre los ingresos. En la mayoría de los países, los ingresos no provenientes de productos básicos han tendido a aumentar casi al mismo ritmo que la actividad económica, dejando aproximadamente constante la razón de ingresos/PIB.
- La política tributaria ha desempeñado una función importante en el aumento del ingreso en algunos países, particularmente Brasil y El Salvador, mientras que en Costa Rica la aplicación de medidas de administración tributaria ayudó a elevar los porcentajes de ingresos.
- Por último, en algunos países, entre ellos Argentina, Colombia y Panamá, el aumento de los ingresos como proporción del PIB ha sido mayor al que podría atribuirse claramente a estos factores. Algunos de los demás países han registrado descensos análogos inexplicados en los ingresos no provenientes de productos básicos. En algunos casos, pero no en todos, las causas de estas variaciones “residuales” pueden observarse tras un análisis más detenido de cada país.

Por consiguiente, la solidez de la situación subyacente de los ingresos fiscales en América Latina en la actualidad depende considerablemente de que las alzas de los precios de los productos básicos, así como los recientes aumentos “residuales” de los ingresos no provenientes de productos básicos, sean temporales o permanentes. Aunque existe una gran incertidumbre en ambos ámbitos, el análisis sustenta una conclusión general: los superávits primarios estructurales son más moderados que lo indicado por los datos sin ajustar, especialmente en el caso de los países exportadores de productos básicos que podrían enfrentar disminuciones de los precios a mediano plazo (véase el capítulo 4 para más detalles).

Al mismo tiempo, la política fiscal sigue siendo expansiva. A medida que el crecimiento del gasto sigue superando el crecimiento de los ingresos y del PIB, los superávits fiscales—tanto observados como estructurales—se están reduciendo rápidamente. En países exportadores de petróleo, en particular, los resultados primarios no correspondientes a productos básicos se están deteriorando.¹



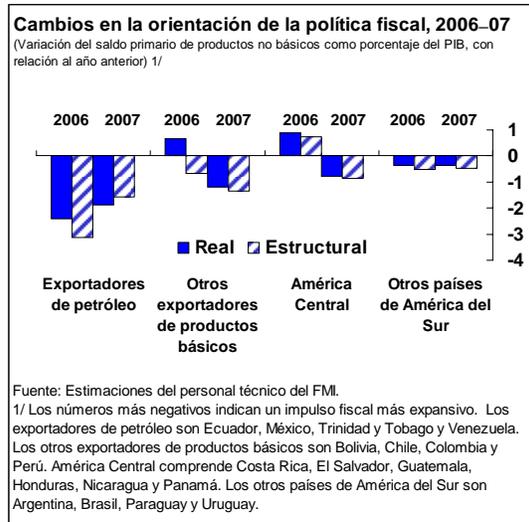
A menos que se frene el crecimiento del gasto, muchos países de la región probablemente regresarán a una situación de déficit primario estructural en el 2008.

En los últimos 12 meses, varios países han iniciado reformas fiscales, enfocadas principalmente al sistema tributario.² Perú

¹ Las variaciones de los resultados primarios no correspondientes a productos básicos (es decir, la variación de los resultados primarios menos la variación de los ingresos provenientes de productos básicos) son un mejor indicador de las contracciones o expansiones fiscales que los resultados primarios *per se*, ya que las variaciones en los ingresos provenientes de productos básicos obedecen principalmente a pagos efectuados por no residentes, y por ende no tienen el habitual impacto directo sobre el ingreso disponible interno (véase la edición de noviembre del 2006 de *Perspectivas Económicas: Las Américas*).

² Varios países también iniciaron o concluyeron modificaciones a sus regímenes de pensiones. En Chile y México, las reformas se orientaron principalmente a

(continúa)

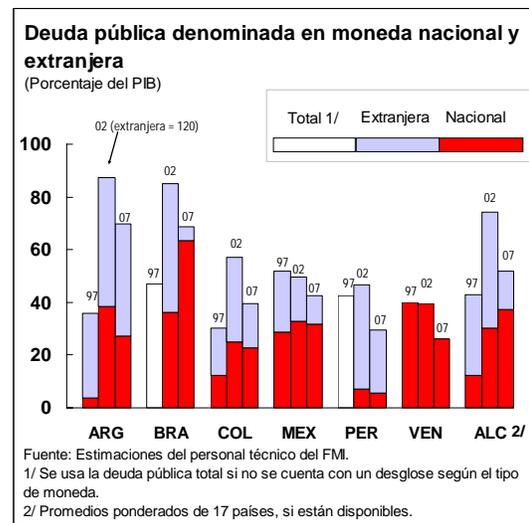


emprendió varias reformas encaminadas a ampliar la base tributaria, principalmente a través de una racionalización de los incentivos tributarios, y a reducir los impuestos que crean distorsiones, como la reducción gradual del impuesto sobre las transacciones financieras. Colombia y Uruguay adoptaron reformas tributarias, de carácter en general neutral con respecto a la recaudación, encaminadas a elevar la eficiencia y también, en el caso de Uruguay, a hacer más equitativo el sistema tributario, incluyendo con la creación de un impuesto sobre la renta personal. México aprobó un conjunto de medidas de reforma fiscal que incluye un nuevo impuesto mínimo, mejoras en la gestión del gasto y la administración de los ingresos fiscales, y cambios en las relaciones fiscales intergubernamentales. A través de ellas se prevé la recaudación de aproximadamente el 2% del PIB en los próximos años para ayudar a cubrir la reducción de los ingresos petroleros y nuevos gastos en infraestructura. En Brasil, las autoridades han anunciado planes para efectuar una reforma integral del sistema de impuestos indirectos, combinando todos los impuestos al

impulsar la competencia entre los fondos de pensiones privados, y, en el caso de Chile, a ampliar su cobertura. En Argentina, el gobierno amplió el alcance del sistema público, al transferir a empleados públicos y permitir a otros trabajadores el cambio al sistema público.

consumo en dos impuestos sobre el valor agregado (un IVA federal y otro estatal), con miras a una simplificación significativa de la administración tributaria. Varios países del Caribe (Antigua y Barbuda, Dominica, Guyana, y San Vicente y las Granadinas) también han emprendido iniciativas de modernización tributaria, entre ellas la aplicación de sistemas del IVA.

A raíz de la pujanza del crecimiento, cierta apreciación real, y la persistencia de los superávits primarios (aunque menores), los niveles de la deuda pública siguieron bajando en el 2006 y el 2007, hasta alrededor del 50% del PIB en América Latina en cifras ponderadas por el PIB, y un poco menos del 40% en cifras no ponderadas (proyecciones para el fin del 2007).



Sin embargo, los coeficientes de endeudamiento permanecen por encima de los niveles mínimos observados a mediados de los años noventa en varios países de América Latina —como Argentina, Brasil, Colombia y Uruguay— y en la región en general si se usa un promedio ponderado. Como ya se examinó (véase en particular el recuadro 1 de la edición de noviembre del 2006 de *Perspectivas Económicas: Las Américas*), las estructuras de la deuda han mejorado también en general, con una considerable reducción de la deuda en moneda extranjera y una prolongación de los plazos de

vencimiento de la deuda en moneda nacional. Esta tendencia ha continuado en el 2007, y varios países, entre ellos Brasil, Chile, México y Perú, han emitido bonos a largo plazo en moneda nacional, incluso en mercados internacionales.

Política social

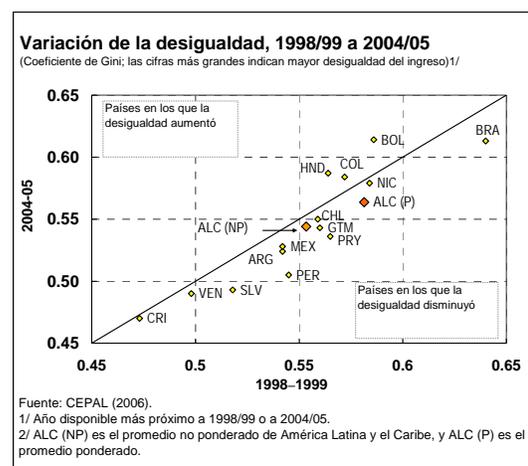
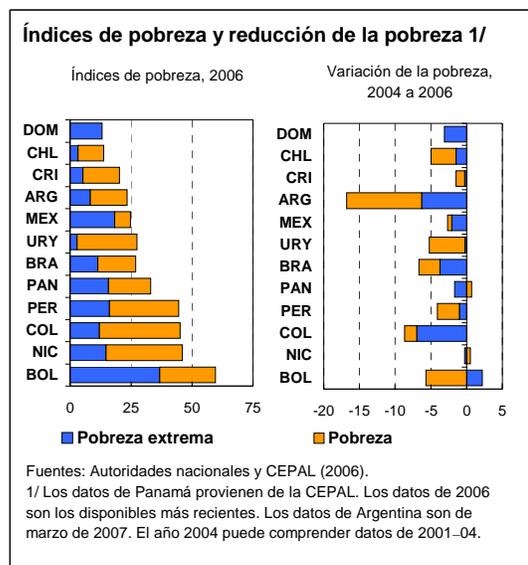
La pobreza sigue disminuyendo pero la desigualdad en la región continúa siendo elevada. Para remediar la persistente desigualdad y el alto nivel de pobreza, es esencial focalizar mejor el gasto social.

En los últimos años se ha avanzado apreciablemente en América Latina en la reducción de las tasas de pobreza extrema y pobreza total, esta última hasta un nivel cercano al 38% de la población en el 2006.³ Según datos nacionales recientes, la disminución ha sido particularmente acentuada en Argentina, donde la tasa de pobreza ha disminuido en más de 30 puntos porcentuales desde el 2002, contrarrestándose así el gran aumento durante la crisis del período 1999–2002. Brasil y Colombia también han logrado importantes reducciones, de 7½ y 10½ puntos porcentuales, respectivamente, desde el 2002. No obstante, subsisten grandes diferencias en los niveles de pobreza en los distintos países. En Chile, el porcentaje de la población por debajo de la línea de pobreza nacional es inferior al 14%, mientras que ese porcentaje oscila entre 20% y 30% en Argentina, Brasil, Costa Rica, México y Uruguay, se acerca al 40% en Perú, y en Bolivia es superior al 50%.⁴ Si bien la desigualdad de

³ Las proyecciones de la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL) indican un descenso de la tasa de pobreza global.

⁴ Las líneas de pobreza nacionales no son estrictamente comparables de un país a otro, pero se trató de elegir definiciones semejantes en los casos en que existían múltiples definiciones. El uso de índices de recuento de la pobreza comparables a nivel internacional (porcentaje de la población que vive con menos de US\$2 por día) lleva a una clasificación de países semejante. Lamentablemente, no se

(continúa)



ingresos persiste, también ha disminuido en la mayoría de los países de la región desde fines de los años noventa. Los países latinoamericanos siguen teniendo tasas de desigualdad mucho mayores que la de países de Asia y Europa con niveles de desarrollo semejantes, lo que podría limitar parte de los efectos potenciales de un fuerte crecimiento económico sobre la reducción de la pobreza (véase el recuadro 7, y el capítulo 4 en la edición de octubre del 2007 de *Perspectivas de la Economía Mundial*). Más aún,

dispone de índices de recuento de la pobreza posteriores al 2004; por lo tanto, la medición de las tendencias recientes exige el uso de cifras nacionales.

Recuadro 7. Escapar de la pobreza en América Latina

Un vigoroso crecimiento económico ha ayudado a reducir significativamente la pobreza en América Latina en los últimos años, gracias al ímpetu de la expansión en relación al pasado y al efecto más contundente del crecimiento en la pobreza. La mayor reducción se registró en Argentina, seguido por Bolivia, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Uruguay. En los países con bajas tasas de crecimiento la reducción de la pobreza ha sido menos contundente.

Tomando como base estas estimaciones nacionales recientes, en promedio, por cada punto porcentual de aumento del crecimiento la pobreza se redujo en 1.7% en América Latina entre el 2002 y el 2006 (ponderado por la población). Análogamente, en estudios realizados con base en encuestas de hogares se llegó a la conclusión de que el crecimiento tuvo un impacto en la pobreza de alrededor del 1.2% entre el 2002 y el 2005 (CEPAL, 2006). Este impacto es más del doble del observado en los años noventa, período durante el cual la reducción fue de solo 0.6 por cada punto porcentual, en promedio.

Asimismo, a diferencia de los años noventa, el crecimiento económico en general ha ido acompañado de una menor desigualdad de ingresos. Por consiguiente, las reducciones de la pobreza parecen haber sido el resultado de la conjunción de un mayor crecimiento con mejoras distributivas.

¿Por qué en los últimos tiempos el crecimiento económico ha favorecido a los pobres y contribuido a una mejor distribución del ingreso? Aunque es difícil responder a esta pregunta de manera integral, la experiencia reciente ofrece algunos indicios. A diferencia de lo ocurrido en episodios anteriores, en la expansión actual se observó una reducción significativa de las tasas de desempleo en toda la región (véase el recuadro 6 de la edición de abril del 2007 de *Perspectivas económicas: Las Américas*, y Loayza y Raddatz, 2006). También se ha focalizado mejor el gasto social, entre otras formas mediante la adopción de programas de transferencias de efectivo condicionadas en países como Argentina, Brasil, México, Chile, Colombia y Uruguay. Por ejemplo, el éxito logrado por Chile en reducir la pobreza a la mitad entre 1990 y 1998 se ha atribuido a la combinación del crecimiento económico con programas sociales adecuadamente focalizados (Banco Mundial, 2001); y en estudios recientes del impacto de los programas de transferencias de efectivo condicionadas se concluye que estas transferencias tienen una mejor focalización que la mayor parte del gasto social y contribuyen de manera significativa a la reducción de la pobreza (Perry *et al.*, 2006). Por último, las remesas de trabajadores a los países latinoamericanos se incrementaron sustancialmente en los últimos años. Al proporcionar redes efectivas de protección social financiadas por el sector privado y ayudar a financiar la inversión de los hogares y la educación, es posible que las remesas hayan contribuido a reducir la pobreza (Fajnzylber y López, 2007).

Pese a estos logros recientes, la pobreza en la región sigue siendo elevada, y en el 2006 rondaba el 38%. Una reducción más profunda de la pobreza dependerá primordialmente de que la actual expansión económica persista en un contexto de inflación contenida, y de que se rompa firmemente con la tradición de inestabilidad macroeconómica en América Latina. Asimismo, la pobreza sigue siendo persistentemente



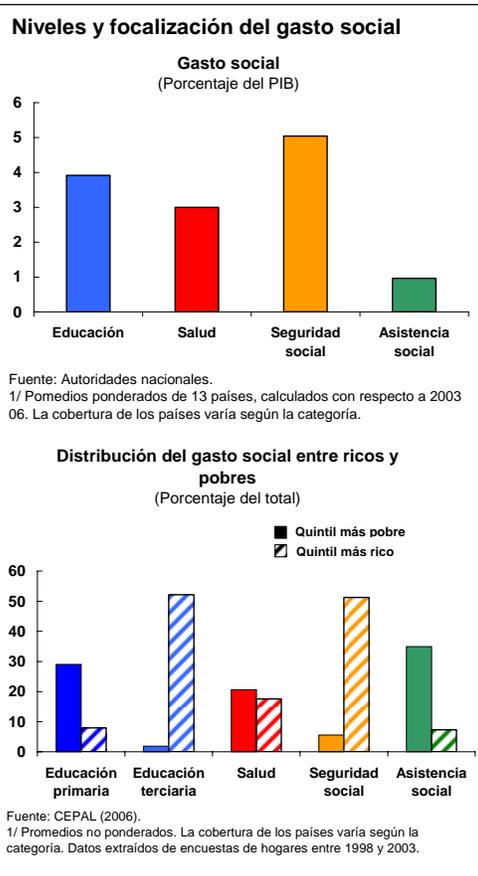
Nota: Este recuadro fue preparado por Priya Joshi.

elevada dentro de determinados grupos socioeconómicos. Los pueblos indígenas y las mujeres jefe de familia siguen situándose en el extremo inferior de la distribución del ingreso. Los países con una elevada proporción de población rural se ven ante mayores desafíos debido a que en las zonas rurales la pobreza es mucho mayor que en las zonas urbanas y reacciona en menor grado ante el crecimiento económico. Por último, la pobreza urbana, aunque es comparativamente menor, ha ido en aumento en algunos países. Entre las medidas que podrían ayudar a hacer frente a estos desafíos cabe mencionar las siguientes:

- Redoblar esfuerzos por llegar a los pobres de las zonas rurales, entre otras formas mejorando la prestación de servicios en dichas zonas, corrigiendo la desigualdad en el régimen de tierras y mejorando la infraestructura rural (Perry *et al.*, 2006; Echeverría, 2000; López y Valdés, 2000).
- Mejorar la calidad de la educación primaria y secundaria, especialmente en las zonas rurales (Lindert, 2003; Vegas y Petrow, 2006).
- Eliminar los obstáculos que traban la inversión privada, en particular en las industrias que hacen uso intensivo de mano de obra, como el sector agropecuario (de Ferranti *et al.*, 2005).
- Adoptar reformas del mercado laboral que reduzcan los incentivos al empleo en el sector informal, en el cual los trabajadores en general reciben remuneraciones más bajas y no tienen derecho a prestaciones tales como seguro de salud y seguridad social (CEPAL, 2006).

el crecimiento potencial sigue siendo más bajo en América Latina que en otras regiones en desarrollo, sobre todo si se consideran las favorables condiciones externas de años recientes.

A medida que se ha consolidado la expansión, el gasto social ha seguido aumentando. Con la mayor estabilidad macroeconómica, también ha disminuido la volatilidad de los desembolsos. No obstante, la región aún tiene mucho espacio para mejorar la eficiencia del gasto social: la calidad de la educación primaria, por ejemplo, sigue siendo inferior a la de otras regiones del mundo (Vegas y Petrow, 2007); y el gasto social sigue beneficiando principalmente a los grupos de ingreso medio y alto, más que a los pobres, dada la gran proporción de estos desembolsos que se destina a la educación superior y la seguridad social. Efectivamente, el gasto social en muchos países de la región ha sido regresivo, beneficiando en cifras absolutas más a los sectores ricos de la sociedad que a los pobres.



Con todo, el gasto social puede reducir los índices de desigualdad en América Latina, ya que la *proporción* de los beneficios del gasto social que va dirigida hacia los sectores pobres tiende a ser mayor que sus ingresos antes de transferencias. Como se indica en un nuevo estudio del personal técnico del FMI (Cubero y Vladkova-Hollar, por publicar), este efecto es generalmente positivo, aunque reducido (particularmente a la luz del alto grado de desigualdad en la distribución del ingreso previa a la política fiscal). En América Central, por ejemplo, el efecto redistributivo combinado de la tributación y del gasto social ha sido una reducción en el coeficiente de Gini en torno a 4.5 puntos porcentuales en promedio, con grandes disparidades: desde 1.6 puntos porcentuales en El Salvador hasta 8 puntos porcentuales en Panamá.

Los programas de asistencia social focalizados, que combinan transferencias a los sectores pobres con objetivos de salud o educación, ofrecen alguna oportunidad para la reducción de la pobreza. Una evaluación reciente del programa de transferencias de efectivo condicionadas

Oportunidades en México ha demostrado que la potencialidad de alivio de la pobreza que ofrecen esos programas puede llevar a una mejora de la salud y la educación, así como a una mayor capacidad para efectuar inversiones, ya que se alivian las restricciones del crédito a los beneficiarios pobres (Gertler, Martínez y Rubio-Codina, 2007; Freije, Bando y Arce, 2007). El programa *Chile Solidario*, un sistema de protección social que beneficia a las familias más pobres, ha sido importante para ayudar a bajar las tasas de pobreza en Chile, del 19% en el 2002 a menos del 14% en el 2006. También se han puesto en práctica programas de este tipo en otros países como Argentina, Panamá, Perú y Brasil, donde el programa *Bolsa Familia* ha sido ampliado rápidamente en los últimos cuatro años para alcanzar a casi 12 millones de hogares. Otras iniciativas de política social similares han sido puestas en marcha en Perú, con una nueva estrategia nacional para luchar contra la desnutrición infantil, y en Uruguay y Nicaragua, que ha iniciado un programa de protección social (*Hambre Cero*).

III. La fortaleza de la expansión de América Latina

Un hecho que llama la atención en la historia económica de América Latina es la frecuencia y la regularidad con que el crecimiento, una vez en marcha, ha sido interrumpido. Las expansiones a menudo han sido efímeras y han desembocado en crisis o en largos períodos de estancamiento. Los ciclos económicos de América Latina en general han sido volátiles tanto en comparación con los ciclos de los países avanzados como con los de otros países en desarrollo (Aiolfi, Catão y Timmerman, 2006). Las fases de crecimiento de largo plazo —períodos sostenidos de crecimiento, interrumpidos sólo transitoriamente— han tendido a ser escasas (Berg, Ostry y Zettelmeyer, por publicar). Por último, las caídas fuertes del producto han sido más frecuentes en América Latina que en cualquier otra región con excepción de África (Becker y Mauro, 2006). En ediciones anteriores de *Perspectivas Económicas: Las Américas* se había planteado que el efecto combinado del afianzamiento de los fundamentos macroeconómicos de América Latina desde comienzos de este decenio y de las reformas emprendidas en los años ochenta y noventa alentaba esperanzas justificadas de que la actual expansión económica fuera más sostenida que las anteriores.

La reciente turbulencia financiera mundial y la desaceleración del crecimiento en Estados Unidos y en otros países industriales constituyen la primera prueba real de la capacidad de recuperación de América Latina frente a los *shocks* desde el 2002. Cabe preguntarse como la expansión que se registra en la región —que ya está en su quinto año— reaccionará a estos *shocks*. En este capítulo se examinan los posibles canales de transmisión de los *shocks* externos y, mediante técnicas econométricas, se analizan las perspectivas de la región en el contexto de un eventual deterioro del entorno externo. Teniendo

en cuenta las proyecciones actuales presentadas en *Perspectivas de la economía mundial* para el crecimiento externo, los precios de los productos básicos y las condiciones de los mercados de crédito internacionales, la conclusión es que la expansión en América Latina probablemente continuará, aunque a un ritmo un poco más moderado. Sin embargo, hay riesgos considerables, entre los que se encuentran la disparidad en la solidez de los fundamentos económicos entre los países de la región, las fluctuaciones del crecimiento en Estados Unidos—variable a la que siguen estando muy expuestos ciertos países de la región, en especial los países de América Central y México— y la posibilidad de que la turbulencia financiera se amplíe o se agrave y repercuta en el crecimiento mundial y los precios de los productos básicos.

Canales de transmisión

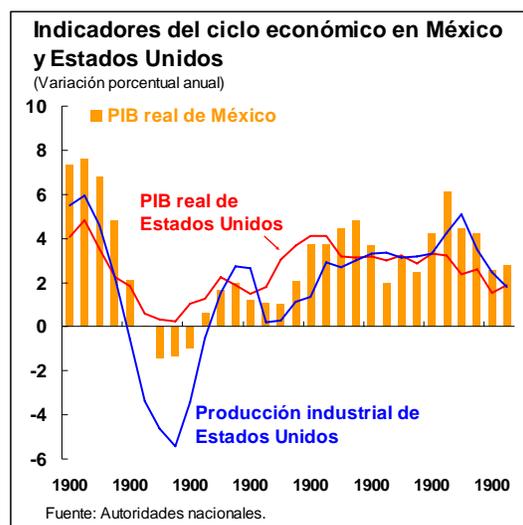
En el pasado, la contracción de las condiciones de financiamiento externo ha sido uno de los detonantes de las crisis financieras y los colapsos del producto en América Latina. Durante los años noventa y en los primeros años de este decenio, las interrupciones repentinas de la afluencia de capital a menudo provocaron crisis cambiarias, lo cual dio lugar a insolvencias generalizadas porque los pasivos de los sectores público y privado solían estar denominados en dólares de EE.UU. Esto a su vez ocasionó pánicos bancarios, fuertes compresiones del crédito y, en unos pocos casos, el desplome de todo el sistema financiero. A veces, las autoridades monetarias lograron evitar depreciaciones bruscas, pero a cambio de tasas de interés altísimas que perjudicaban mucho el crecimiento.

En principio, la agitación reciente en los mercados financieros mundiales y sus repercusiones en la economía mundial podrían afectar a América

Latina por medio de cuatro canales: 1) demanda externa real, en la medida en que se deteriore el crecimiento de los socios comerciales, en especial Estados Unidos; 2) descensos de los precios de los productos básicos y deterioro de los términos de intercambio a causa de la desaceleración de la actividad económica mundial; 3) canales financieros, como el encarecimiento del costo del capital y una reducción de los flujos de capital que recibe la región, o una salida de capitales, y por último 4) un menor ingreso de remesas privadas a la región, conforme vayan reduciéndose los ingresos y el crédito de los trabajadores latinoamericanos en el extranjero, sobre todo en Estados Unidos. Por otra parte, las medidas internas de política económica pueden desempeñar un papel, sea mitigando o agravando los *shocks* externos. En el pasado, los tres primeros canales de transmisión fueron factores importantes que precipitaron crisis en América Latina, mientras que la aplicación de políticas monetarias y fiscales procíclicas (por ejemplo, en un intento de reducir déficits para los que no había financiamiento o en defensa de un determinado nivel del tipo de cambio) magnificaron el *shock*. ¿En qué medida podría ser pertinente cada uno de estos canales esta vez? Asimismo, cabe analizar si las remesas podrían tener un papel importante como nuevo canal de transmisión, dado el posible impacto que pudiera tener la reciente desaceleración de las remesas hacia América Central y México originada en el colapso en la construcción de viviendas en Estados Unidos.

Los “canales que operan por la cuenta corriente” —demanda de exportaciones y remesas— sin duda son pertinentes; pero su intensidad dependerá del grado de desaceleración de la actividad económica en los socios comerciales. Esto a su vez probablemente dependa de las perspectivas para la economía de Estados Unidos. Según un estudio reciente del FMI (edición de abril del 2007 de *Perspectivas de la economía mundial*, capítulo 4), una “desaceleración de mitad de ciclo

económico” en Estados Unidos —en contraposición a una recesión propiamente dicha— no incidiría significativamente en el crecimiento mundial, sobre todo si se tiene en cuenta el vigoroso crecimiento en los mercados emergentes. Por otro lado, América Latina en conjunto depende ahora menos de la demanda de Estados Unidos. Las exportaciones a ese país disminuyeron de 57% del total de las exportaciones en el 2000 a 47% en el 2006, aunque aún se sitúan en un nivel elevadísimo en el caso de México (85%) y algunos países de América Central. Por último, si bien las remesas a América Latina tuvieron hasta hace poco una tendencia de aumento rápido, su magnitud como porcentaje del PIB sigue siendo bastante moderada, salvo en América Central y algunos países del Caribe. Un estudio reciente del FMI indica que en el pasado las remesas a América Latina no han dependido claramente del ciclo económico de Estados Unidos (recuadro 8). Sin embargo, las tendencias pasadas quizá no sean una guía muy precisa de la evolución futura. Esto se debe, en parte, a la influencia que tuvo el deterioro del mercado de viviendas en Estados Unidos en la turbulencia reciente, y a la importancia de los sectores de la vivienda y la construcción en Estados Unidos como fuente de empleo y, cada vez más, como medio de inversión para los inmigrantes provenientes de la región.

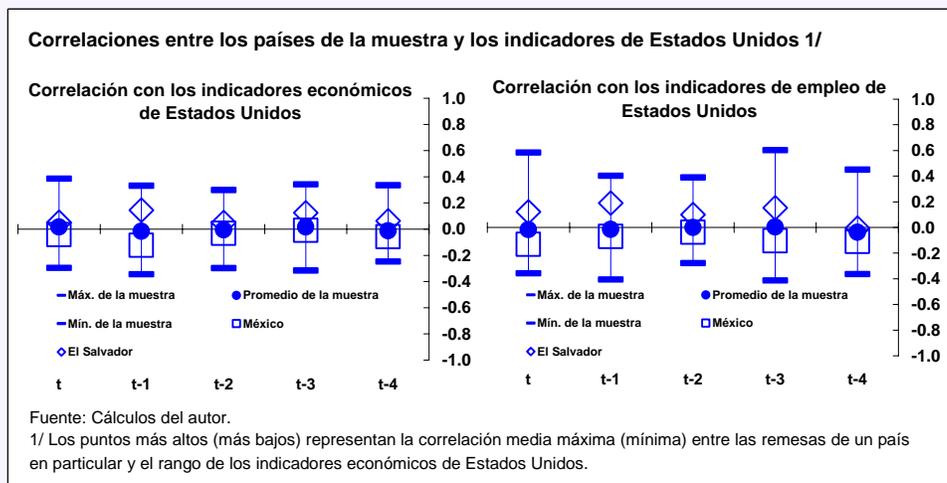


Recuadro 8. ¿Influye el ciclo económico de Estados Unidos en las remesas hacia América Latina?

Aunque existen pruebas empíricas de que las remesas posiblemente amortigüen los *shocks* en el país destinatario, es poco lo que se sabe acerca del efecto que sobre las remesas tienen los choques en el país de origen. Los datos del primer semestre del 2007, en que la moderación de las remesas hacia algunos países latinoamericanos coincidió con una desaceleración económica en Estados Unidos, apuntan a una vinculación procíclica. Sin embargo, un análisis más detenido de los datos sugiere que esta relación sigue siendo débil.

En un estudio reciente del FMI, Roache y Gradzka (por publicar) examinan el vínculo entre las remesas hacia 15 países latinoamericanos, empleando diversas metodologías, datos trimestrales del período 1994-2007 y 19 indicadores del ciclo económico de Estados Unidos.

Los promedios de las correlaciones simples entre las remesas deflactadas y desestacionalizadas y el ciclo económico de Estados Unidos resultaron tener un valor cercano a cero (diagrama de la izquierda del segundo gráfico). Se obtuvo un resultado semejante cuando se emplearon indicadores más definidos del ciclo de Estados Unidos, como la tasa de crecimiento del empleo, y se rezagaron dichos indicadores entre un trimestre y cuatro trimestres (diagrama de la derecha del segundo gráfico). Además de promedios, el gráfico indica individualmente las correlaciones de México, país que percibe el mayor volumen de remesas (en términos absolutos, pero no como proporción del PIB), y El Salvador, cuya correlación promedio es la más alta de la región.



La regresión de las remesas en función de una serie de indicadores de Estados Unidos, empleando rezagos y teniendo en cuenta el efecto del ciclo económico doméstico, tampoco apunta a una relación clara y positiva en la mayoría de los casos. Finalmente, cabe preguntarse si es posible detectar un “ciclo común” entre la actividad económica de Estados Unidos y el flujo de remesas. A tal efecto, se realizó un “análisis factorial dinámico” utilizando los seis países para los cuales se contaba con más datos y cuatro indicadores del ciclo económico de Estados Unidos, incluidos el PIB, dos indicadores del empleo, y la tasa de construcción de

Nota: Este recuadro fue preparado por Shaun Roache.

Recuadro 8 (conclusión)

viviendas nuevas (véase el cuadro). Entre mayor sea el valor positivo de los coeficientes que figuran en el cuadro, mayor es la sensibilidad de las remesas al ciclo económico de Estados Unidos. Una vez más, los resultados indican una sensibilidad escasa o nula en la mayoría de los países. México es probablemente una excepción, pues las remesas a ese país parecen estar relacionadas con un indicador amplio del ciclo económico de Estados Unidos; de hecho, los datos recientes de México siguen indicando que una vinculación está emergiendo (véase un análisis más exhaustivo en Roache y Gradzka, por publicar).

Es posible que se observen vínculos más pronunciadas a medida que la rápida tasa de crecimiento de las remesas registradas empiece a reducirse. Sin embargo, también cabe la posibilidad de que los trabajadores migratorios estén suavizando el consumo al enviar montos mensuales fijos a sus países; esta hipótesis también ha sido propuesta para explicar la reacción anticíclica de las remesas frente a la coyuntura en el país de origen (véase Sayan, 2006).

Modelo de análisis factorial dinámico: Sensibilidad de las remesas 1/									
Factor	República		El		PIB de		Empleo en Estados Unidos:		
	Argentina	Brasil	Dominicana	Salvador	Guatemala	México	Estados Unidos	Construcción	Servicios
Modelo Hodrick- Prescott de componentes cíclicos - Cargas estimadas de los factores									
Ciclo de Estados Unidos	-0.13 [0,58]	-0.10 [0,68]	-0.06 [0,58]	0.09 [0,48]	0.14 [0,34]	0.66* [0,35]	0.29*** [0,06]	0.32*** [0,05]	0.24*** [0,06]
Remesas	0.55** [0,22]	0.67** [0,30]	0.31 [0,49]	-0.33 [0,57]	0.32 [0,42]	-0.02 [0,33]	... ...	... ...	... ...

Fuente: Roache y Gradzka (de próxima publicación).
 1/ Los coeficientes representan la sensibilidad de cada variable en el vector observable frente a factores no observables, que representan el ciclo económico de Estados Unidos y un efecto común de las remesas. Los resultados se basan en estimaciones efectuadas a partir del componente cíclico del filtro Hodrick- Prescott. La significancia en los niveles de 1%, 5% y 10% se indican, respectivamente, con ***, ** y *. Los errores estándar de los coeficientes aparecen entre corchetes.

Análogamente, un descenso fuerte de los precios de los productos básicos afectaría sin duda a la región. Las estimaciones presentadas en la edición de abril del 2007 de *Perspectivas económicas: Las Américas* hacían pensar que una caída trimestral de 5% en los precios de los productos básicos que exporta la región reduciría, al cabo de dos trimestres, el crecimiento agregado de seis grandes economías latinoamericanas (Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México y Perú) en aproximadamente un tercio de un punto porcentual. Sin embargo, los precios de los productos de exportación de América Latina permanecen en niveles altos, y a mediano plazo por el momento solo se proyectan bajas leves. Un descenso más pronunciado de dichos precios sólo sería probable en el contexto de una

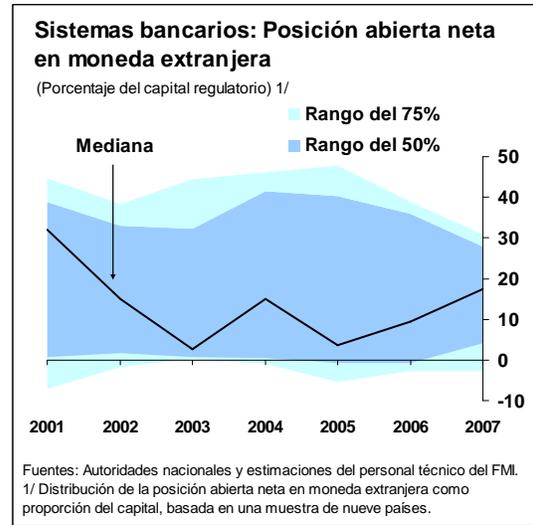
desaceleración mundial más brusca, situación que se analiza en la sección siguiente.

Tamaño de las remesas en América Latina, 2006			
	Miles de millones de dólares de EE.UU.	Porcentaje	
		PIB	Flujos de IED
América del Sur			
Brasil	2.9	0.3	15.4
Chile	-1.8	1.2	20.5
Colombia	3.9	2.9	61.8
Ecuador	2.9	7.2	100.6
México	23.7	2.7	102.8
Perú	1.8	2.0	50.5
América Central			
Costa Rica	0.5	2.3	73.8
El Salvador	3.3	18.1	667.3
Guatemala	3.6	10.2	1110.7
Honduras	2.2	25.0	774.2
Nicaragua	0.7	12.2	235.3
República Dominicana	2.7	8.7	324.7

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

Los factores de vulnerabilidad financiera se han atenuado en comparación con la situación de hace pocos años, aunque no han desaparecido. Los descargos de monedas derivados del endeudamiento en moneda extranjera se han reducido en varios países y, en general, la situación de la balanza de pagos es más fuerte (véase el recuadro 3). La situación de las finanzas públicas también mejoró y, en términos generales, los saldos primarios estructurales son superávits (véase el capítulo IV). En general, las necesidades de financiamiento del sector público son más reducidas, ya que el nivel de deuda pública que vence en el 2007 es inferior al 10% del PIB en la mayoría de los países grandes. Además, hay pocos indicios de exposición directa de los bancos de América Latina al mercado estadounidense de hipotecas de alto riesgo, y hasta ahora no se han observado motivos claros de preocupación por la solvencia de los bancos internos (recuadro 9). Sin embargo, se prevé para este año un deterioro tanto de los saldos fiscales como de los saldos externos en la región y el reciente crecimiento vigoroso del crédito puede haber dado lugar a vulnerabilidades del sector financiero que aún no se perciben.

También ha mejorado la situación general de las empresas más grandes. Comparando el período de 2002–06 con el de 1998–2001, se observa que las empresas de la región cotizadas en bolsa han generado mayores ganancias y ahora gozan de más liquidez y se enfrentan a un menor riesgo global de refinanciación. Estas mejoras significan que el sector empresarial —al menos el segmento de empresas que cotizan en bolsa— probablemente esté en mejores condiciones que antes para hacer frente a los *shocks* externos. Si bien es posible que las empresas más grandes y mejor calificadas sean capaces de absorber con mayor facilidad el impacto de *shocks*, las empresas más pequeñas y con peores calificaciones podrían verse aún ante dificultades de financiamiento si se produce un endurecimiento de las condiciones crediticias. En términos más generales, el mantenimiento de la



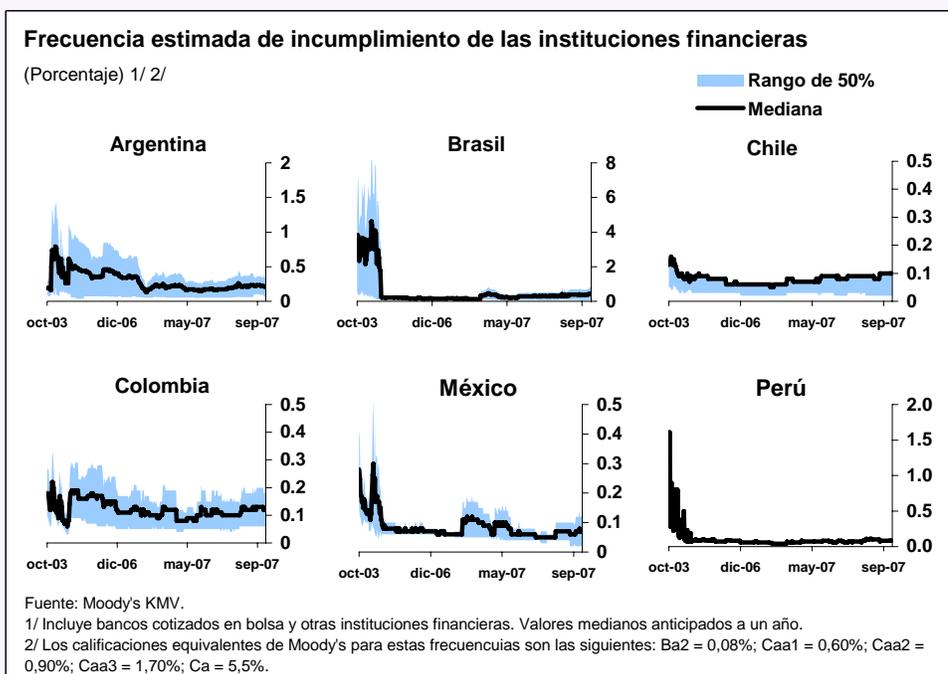
solidez empresarial dependerá de que la estabilidad macroeconómica continúe para que las primas por el riesgo del país y el riesgo de inflación permanezcan en niveles bajos.

En el pasado, los factores de vulnerabilidad internos con frecuencia amplificaban las crisis, no solo al agudizar las salidas de capital, sino también al disminuir la capacidad de las políticas internas para contrarrestar los *shocks* externos. El alto nivel de la deuda y los déficits y las fuertes limitaciones al endeudamiento público a menudo dieron lugar a políticas fiscales procíclicas. La falta de credibilidad de la política monetaria y el “miedo a flotar” —por lo general, debido a los descargos de monedas en los balances— hacían que la política monetaria también se tornara más austera cuando el entorno externo se deterioraba. Hoy en día, en cambio, han mejorado las perspectivas de que surtan efecto las políticas internas—en especial, las políticas monetarias—gracias a la flexibilización de los tipos de cambio y a que la inflación está relativamente bien contenida. Al haberse disipado la preocupación por los descargos de monedas, varios bancos centrales permitieron que los tipos de cambio se depreciaran como reacción ante el aumento de las primas por riesgo desde agosto del 2007. Y con las expectativas inflacionarias mejor ancladas, la preocupación de que las depreciaciones del tipo de cambio repercutan en los precios internos no parece haber

Recuadro 9. ¿Repercutirá la crisis hipotecaria de Estados Unidos en los préstamos bancarios en América Latina?

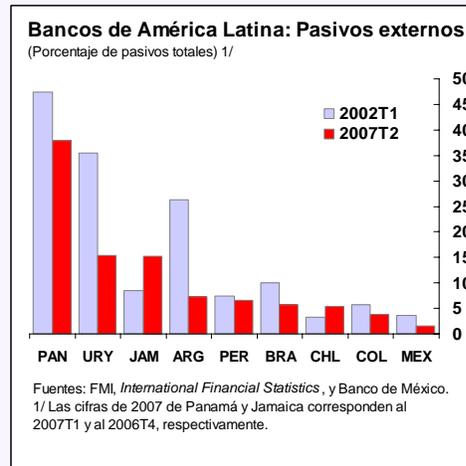
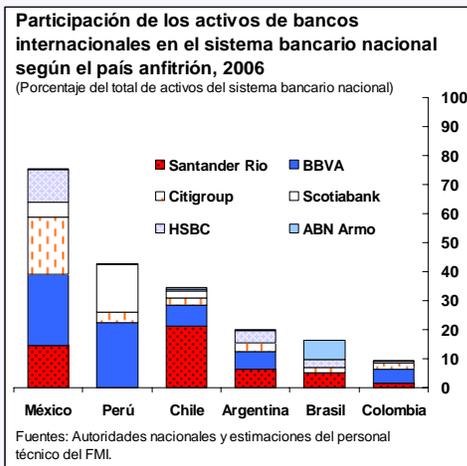
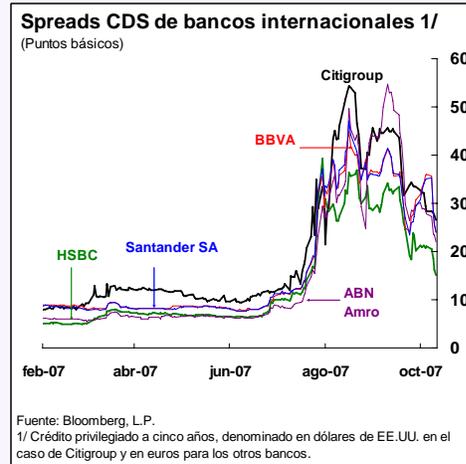
Hay pocos indicios de que los bancos latinoamericanos estén *directamente* expuestos a los riesgos del mercado de crédito de alto riesgo de Estados Unidos, o que la solvencia de los bancos sea claramente motivo de preocupación. Las estimaciones de mercado acerca del riesgo de incumplimiento entre las instituciones financieras de la región que se cotizan en bolsa se han mantenido bajas en valores absolutos y están por debajo de los valores históricos. En el primer semestre del 2007, la situación de liquidez de los sistemas bancarios de los países latinoamericanos más grandes era generalmente sólida y ofrecía cierta protección contra la agitación que se produjo posteriormente en los mercados financieros internacionales. Ha habido pocas señales de problemas de liquidez en respuesta a la turbulencia (en Argentina el banco central respondió a un breve repunte de tasas interbancarias proveyendo liquidez a los bancos locales).

También se prevé que el efecto en los préstamos de los bancos a través de canales indirectos sea limitado, siempre y cuando la turbulencia financiera mundial no se agrave ni se extienda. Los préstamos de los bancos podrían verse perjudicados si las pérdidas atribuibles a retrocesos en los mercados locales de acciones, bonos y divisas llegan a deteriorar la rentabilidad y el patrimonio neto. Sin embargo, puesto que los mercados locales se han estabilizado en general, y hasta ahora las pérdidas netas por la variación de los precios de los activos han sido limitadas o nulas, es probable que el efecto sobre la rentabilidad y el patrimonio neto de los bancos sea reducido.



Nota: Este recuadro fue preparado por Jingqing Chai.

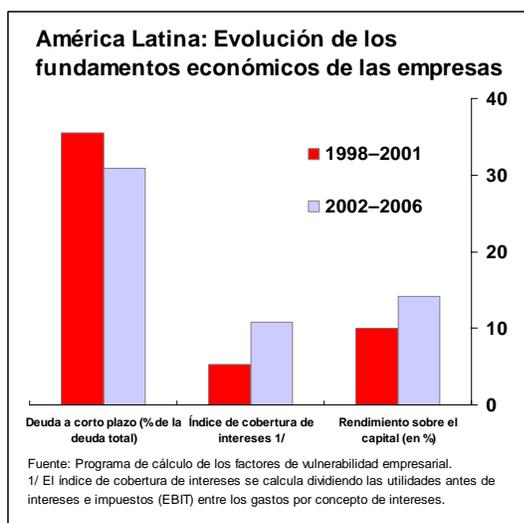
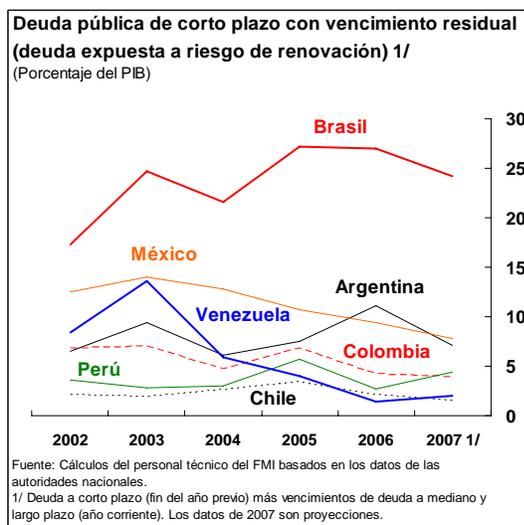
Segundo, la compresión del crédito —reflejada en el aumento de los diferenciales de los swaps de riesgo de incumplimiento del deudor (CDS)— y las pérdidas en las hipotecas de alto riesgo que experimentaron los bancos de los países industriales podrían afectar indirectamente a los países latinoamericanos en los que dichos bancos participaron en el financiamiento de las operaciones de sucursales. Sin embargo, el aumento reciente del crédito parece estar financiado principalmente a partir del crecimiento de los depósitos locales (capítulo II), y los pasivos externos del sistema bancario latinoamericano representan en general una parte pequeña y decreciente de sus balances. Por último, es probable que un persistente deterioro de las condiciones crediticias globales tenga un efecto más pronunciado en las instituciones financieras más pequeñas, que dependen en mayor medida del financiamiento mayorista de los mercados internos de capital. Este riesgo está mitigado por la amplia capacidad de la mayoría de los bancos centrales para proporcionar respaldo de liquidez, en vista de que actualmente las reservas son abundantes y los balances de las empresas públicas y privadas son en general más sólidos.



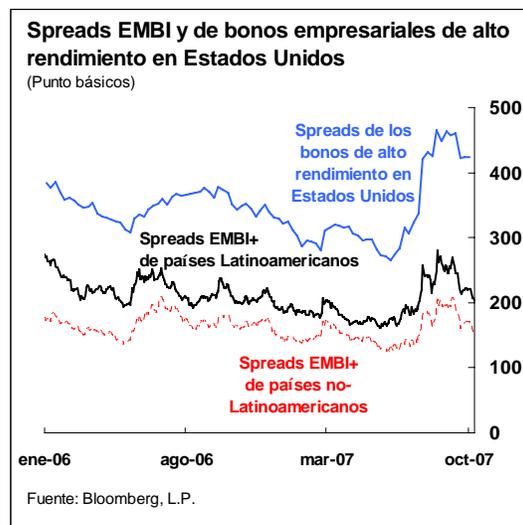
influido en las decisiones de política monetaria tras la turbulencia registrada en agosto.

Hay quienes sostienen que la favorable coyuntura externa de los últimos años para América Latina —especialmente el alto nivel de los precios de los productos básicos y el vigoroso crecimiento en Estados Unidos y en el mundo— ha sido el principal factor que ha permitido mejorar la solidez económica de la región, y que ésta podría debilitarse una vez que las condiciones externas se deterioren. Mientras el crecimiento en América

Latina es, sin duda, vulnerable al entorno externo esta línea de argumento es demasiado simplista. En primer lugar, América Latina se ha beneficiado tanto de la aplicación de políticas acertadas y de las genuinas mejoras institucionales de años recientes, como de las condiciones favorables externas. Como ejemplo, los marcos de política monetaria son más convincentes y sofisticados; los resultados fiscales primarios de tipo estructural han mejorado, incluso en países que no se destacan por ser exportadores de productos



básicos (véase el capítulo IV), y muchos países han llevado a cabo reformas en el sector financiero (véase el capítulo V). En segundo lugar, aún si la mejor evolución económica de América Latina fuera producto meramente de la buena fortuna, la consiguiente reducción de la deuda pública, el aumento de los activos internacionales netos y la composición más sólida de los balances públicos y privados han hecho que la región esté mejor preparada que antes para resistir los *shocks* externos. Al parecer, hasta ahora los inversionistas extranjeros concuerdan con esta opinión, y así lo evidencia el que el aumento reciente de las primas de riesgo (spreads) de los bonos soberanos en la mayoría de países de América Latina haya sido moderado en comparación con el aumento mucho más pronunciado que registraron desde agosto las primas de los bonos empresariales de alto rendimiento en Estados Unidos.⁵



Aún así, persisten riesgos significativos. En primer lugar, la solidez económica varía marcadamente en la región. Los problemas de descalces de monedas relacionados con los pasivos en dólares no han

⁵ Tradicionalmente, las primas de riesgo, medidas por los diferenciales de los índices EMBI y Latin EMBI con los bonos del tesoro americano han reaccionado en una proporción de aproximadamente uno a uno a los *shocks* en la prima de riesgo de los bonos empresariales de alto rendimiento en Estados Unidos (González Rozada y Levy Yeyati y, 2006; Österholm y Zettelmeyer, 2007).

desaparecido en algunos países y, como se explica en el capítulo II, los aumentos acelerados de los gastos públicos están contrayendo los superávits fiscales, deteriorando los saldos en cuenta corriente y contribuyendo a las presiones inflacionarias en varios países. Además, la crisis externa puede extenderse o profundizarse. Un riesgo emana de la posibilidad de que la crisis ataque a un país de mercado emergente importante, lo cual implicaría una reevaluación más profunda de los riesgos que amenazan a toda la categoría de activos de los mercados emergentes. Otro riesgo se deriva de la posibilidad de una recesión en Estados Unidos, que podría desacelerar significativamente el crecimiento económico en otras regiones, elevar aún más la prima de riesgo mundial y bajar los precios de los productos básicos. En la siguiente sección se recurre a métodos econométricos para estudiar las probables repercusiones del episodio de turbulencia de agosto, suponiendo un crecimiento hipotético relativamente favorable fuera de la región y un escenario alternativo más adverso.

Análisis de los distintos escenarios

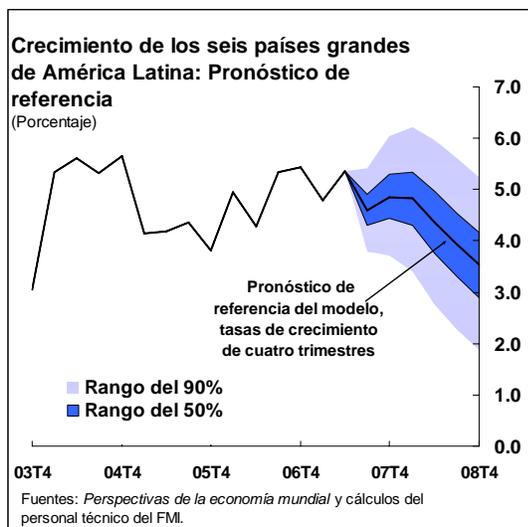
Esta sección se basa en un marco econométrico elaborado por Österholm y Zettelmeyer (2007) para analizar la relación entre los factores externos y el crecimiento en América Latina, estimado utilizando datos que abarcan desde 1994 hasta el segundo trimestre del 2007.⁶ El modelo se centra en seis variables: un índice del crecimiento mundial fuera de América Latina ponderado en función de las exportaciones, en el que el peso de Estados Unidos se encuentra actualmente en 0.55; la tasa de interés a corto plazo de Estados Unidos; el índice de bonos de alto rendimiento de Estados Unidos como proxy de las condiciones en los mercados de crédito estadounidenses y mundiales; un índice de precios de los productos básicos pertinentes a América Latina ponderado en

función de las exportaciones netas; un índice del crecimiento agregado en seis países grandes de América Latina (Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México y Perú) y el índice del mercado de bonos de mercados emergentes elaborado por JP Morgan (Latin EMBI). El modelo puede generar “pronósticos no condicionales”, en los que todas estas variables se proyectan solo en función de datos pasados, y “pronósticos condicionales”, en los que las trayectorias futuras de algunas variables se toman por dadas y se derivan pronósticos para las variables restantes del modelo. Esto brinda una manera intuitiva y conveniente de estudiar el crecimiento de América Latina de acuerdo con distintos escenarios.⁷

El escenario de referencia se basa en las proyecciones de crecimiento mundial y las variables financieras presentadas en la edición de octubre del 2007 de *Perspectivas de la economía mundial*. En dicho estudio se presentan pronósticos trimestrales de las trayectorias de cuatro de las seis variables del modelo: crecimiento mundial, crecimiento de América Latina, tasas de interés a corto plazo en Estados Unidos y precios de los productos básicos. Se descarta la variable correspondiente al crecimiento de América Latina, dado que el objetivo del presente estudio consiste en pronosticar dicho crecimiento. Los pronósticos de *Perspectivas de la economía mundial* correspondientes al crecimiento mundial (transformado en un índice ponderado

⁶ Véase también el trabajo conexas de Izquierdo, Romero y Talvi (por publicar).

⁷ Técnicamente, el modelo consiste en una “autorregresión vectorial bayesiana” (véanse detalles en Österholm y Zettelmeyer, 2007, y en la edición de abril del 2007 de *Perspectivas Económicas: Las Américas*.) La única diferencia entre los modelos descritos en esos estudios y el modelo empleado en esta sección es que la presente versión (1) se volvió a estimar en función de una muestra que comprende los dos primeros trimestres del 2007 y (2) utiliza un índice del PIB mundial ponderado en función de las exportaciones para medir con más precisión el efecto de las divergencias previstas entre el crecimiento de Estados Unidos y la actividad económica en el resto del mundo (en la edición de abril del 2007 de *Perspectivas Económicas: Las Américas*, el modelo utiliza el PIB calculado por el FMI en función de la paridad del poder adquisitivo (PPP) como índice del crecimiento mundial).

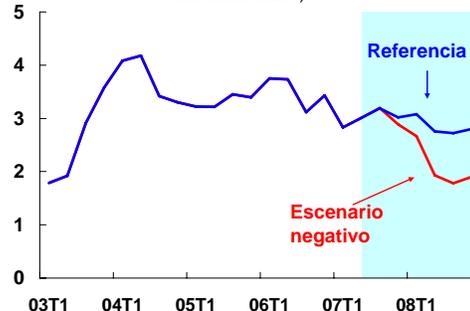


en función de las exportaciones), tasas de interés a corto plazo y precios de los productos básicos se utilizan como “trayectorias condicionales”. En el caso de los diferenciales de los bonos empresariales de alto rendimiento, se supone una disminución gradual, aunque a niveles superiores a los que se habían registrado antes de la turbulencia de agosto. En el caso del índice Latin EMBI no hay supuestos, y solo se establece que el valor correspondiente al tercer trimestre del 2007 (el primer trimestre del período del pronóstico) es igual al valor observado efectivamente en ese trimestre. Por lo tanto, el pronóstico de referencia para América Latina está condicionado (1) al *shock* real experimentado por los mercados de crédito en el tercer trimestre del 2007; y (2) a las trayectorias del producto mundial, los precios de los productos básicos y las tasas de interés de Estados Unidos, según el pronóstico de referencia de *Perspectivas de la economía mundial*. Como se explica en el capítulo I, para el 2008 se prevé un crecimiento mundial bastante vigoroso y solo descensos moderados de los precios de los productos básicos.

El modelo predice que, en este escenario de referencia, el crecimiento de América Latina disminuiría apenas un poco, de 5.0% en el 2007 a 4.3% en el 2008. El modelo se estimó utilizando un período de muestra que abarca las crisis latinoamericanas de los años noventa, y por tal

Trayectorias condicionadas del escenario de referencia y el escenario negativo

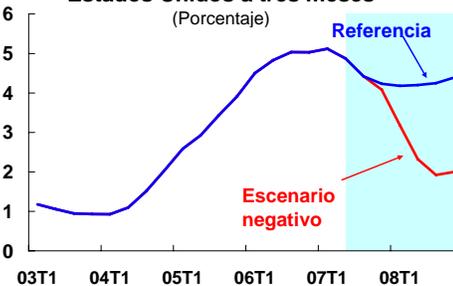
Demanda externa ponderada en función del comercio
(Crecimiento, variación porcentual con respecto a cuatro trimestres antes)



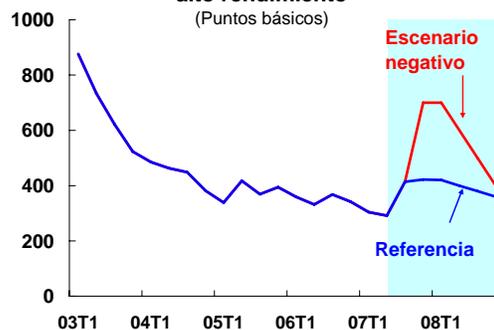
Índice de productos básicos
(1994T1 = 100)



Tasa de interés de las letras del Tesoro de Estados Unidos a tres meses
(Porcentaje)



Diferenciales de los bonos empresariales de alto rendimiento
(Puntos básicos)



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

motivo tiende a mostrar una marcada susceptibilidad del crecimiento a los deterioros del entorno externo, y en particular al encarecimiento de los costos financieros. Sin embargo, el pronóstico de referencia en términos generales confirma las perspectivas relativamente optimistas del crecimiento regional planteadas en la sección anterior al analizar los posibles canales de transmisión de los *shocks* externos.⁸ No obstante, la razón principal es que el parámetro de referencia externo al que está condicionado este pronóstico sigue siendo relativamente favorable. Implica una desaceleración del crecimiento de Estados Unidos, pero sin recesión. Además, se supone que la desaceleración en Estados Unidos se compensa en general con el crecimiento en el resto del mundo, de tal manera que el crecimiento externo ponderado en función de las exportaciones en América Latina permanece virtualmente inalterado durante el periodo del pronóstico, no muy por debajo del promedio de crecimiento externo correspondiente al periodo 2004–06. Se supone asimismo que los precios de los productos básicos permanecerán en niveles relativamente altos, de acuerdo con las proyecciones de *Perspectivas de la economía mundial*, y que la tranquilidad retornará en forma paulatina a los mercados de crédito empresarial, aunque con una revaloración permanente del riesgo. Por último, el salto inicial del EMBI en el tercer trimestre del 2007, al cual está condicionado el pronóstico, es pequeño en comparación con los aumentos observados en crisis anteriores. A través de este medio, la simulación permite constatar las mejoras de los fundamentos económicos de América Latina que son demasiado recientes para estar reflejadas en la estructura del modelo en sí.

La interrogante sigue siendo cómo reaccionaría América Latina si las condiciones externas se

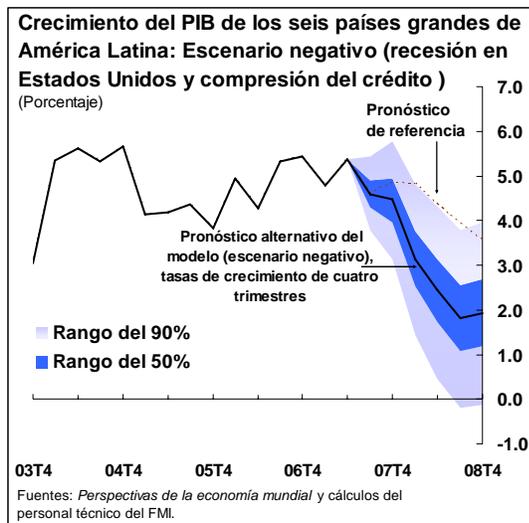
⁸ El pronóstico de referencia basado en el modelo que se presenta en esta sección es casi idéntico al pronóstico de crecimiento de América Latina que consta en el capítulo II y que se calculó en forma independiente a partir de pronósticos de cada país preparados por equipos del FMI encargados de los distintos países.

deterioraran más allá de lo que prevé el escenario de referencia de *Perspectivas de la economía mundial*. Se elaboró un escenario alternativo suponiendo una recesión en Estados Unidos, crecimiento negativo en el primero y segundo trimestres del 2008, seguida por una lenta recuperación.⁹ El fuerte peso de Estados Unidos en el índice de crecimiento mundial ponderado en función de las exportaciones de América Latina significa que el crecimiento de la demanda externa se desacelerará considerablemente, de 3% en el 2007 (ponderado en función de las exportaciones) a 2.1% en el 2008; es decir, aproximadamente 1 punto porcentual por debajo del nivel de referencia.¹⁰ Una recesión en Estados Unidos también supondría un nuevo aumento sustancial de los diferenciales de los bonos empresariales, a aproximadamente 700 puntos básicos, y una reducción de las tasas de interés a corto plazo de Estados Unidos como resultado de la reacción de la Reserva Federal ante la recesión. No se adoptan supuestos con respecto a los precios de los productos básicos o al índice Latin EMBI; es decir, se permite que el modelo prediga estas variables junto con el crecimiento agregado de América Latina.

El resultado principal es que este tipo de escenario sería muy perjudicial para el crecimiento de América Latina, aunque no llegaría a provocar una recesión propiamente dicha en toda la región. Concretamente, el modelo pronostica que el crecimiento trimestral de un año al otro caería de 5¼% en el segundo trimestre del 2007 (el último valor observado) a aproximadamente 4.5% a finales del 2007, y de ahí en adelante de una

⁹ En este escenario se supone que el crecimiento medio de Estados Unidos será de un 0.8% anual, en comparación con el 1.9% anual proyectado en el escenario de referencia.

¹⁰ Esta reducción también refleja el supuesto de una cierta desaceleración de la economía del resto del mundo en el caso de que Estados Unidos sufra una recesión, conforme al modelo de Bayoumi y Swiston (2007), y en concordancia con los riesgos que amenazan al crecimiento mundial y que se analizan en la edición de octubre del 2007 de *Perspectivas de la economía mundial*.



manera mucho más precipitada, hasta un mínimo de 1.8% en el tercer trimestre del 2008. Esto implica que el crecimiento medio anual rondaría el 2½ en el 2008, aproximadamente 1.8 puntos porcentuales por debajo del nivel de referencia. Además de la reducción supuesta de un punto porcentual en el crecimiento externo, otros motivos son una contracción fuerte de los mercados externos de crédito —que lleva a pronosticar una subida del índice Latin EMBI a aproximadamente 600 puntos básicos a finales del 2007 y comienzos del 2008— y un descenso abrupto de los precios de los productos básicos en este escenario. Según el modelo, los precios de los productos básicos bajarían —debido al menor crecimiento mundial— casi un 20% entre finales del 2007 y mediados del 2008, para después empezar a recuperarse.¹¹

Conclusiones

Tras un período de reformas institucionales y fortalecimiento de los marcos de políticas, la región de América Latina y el Caribe está ahora mejor preparada para hacer frente a tiempos de turbulencia mundial. Los tipos de cambio más

flexibles se han convertido en la primera línea de defensa contra los altibajos de los flujos de capital, en tanto que un compromiso más fuerte para mantener la inflación en niveles bajos —reflejado, por ejemplo, en los regímenes de metas de inflación adoptados por muchos países de la región— ha creado un contexto previsible y transparente para la conducción de la política económica. Las políticas fiscales también han mejorado, y han permitido elevar los superávits fiscales primarios y reducir los coeficientes deuda/PIB en la región. Al mismo tiempo, los gobiernos han podido adoptar estrategias de financiamiento que se basan menos en los bonos vinculados a tasas de interés a corto plazo y al tipo de cambio, y más en instrumentos de tasa fija e indexados a la inflación, lo cual reduce la sensibilidad de la deuda pública a los vaivenes de las condiciones financieras.

Sin embargo, persisten importantes desafíos en materia de políticas, sobre todo si el entorno externo llegara a deteriorarse significativamente. Los riesgos que se ciernen sobre el crecimiento de Estados Unidos se han incrementado recientemente, y con ellos la probabilidad de que América Latina sufra un *shock* de demanda externa más grave. Una contracción fuerte del crédito empresarial —provocada, por ejemplo, por nuevos episodios de agitación en los mercados— podría desbordarse a los mercados locales de la región y frenar la actual expansión del crédito, en detrimento de la inversión y el crecimiento. Gracias al fortalecimiento de los balances de los sectores público y privado y a la mayor credibilidad de las políticas, varias de las principales economías de la región están ahora — algunas de ellas por primera vez en décadas— en condiciones de hacer frente a un *shock* externo grave con políticas monetarias anticíclicas. De hecho, unos pocos países ahora cuentan con un espacio fiscal suficiente para responder con políticas anticíclicas de índole fiscal si llegara a ser necesario o, como mínimo, para mantener los gastos esenciales en lugar de efectuar recortes como en crisis anteriores.

¹¹ La caída pronunciada y la recuperación incipiente no son supuestos, sino más bien un pronóstico del modelo supeditado a las trayectorias supuestas de crecimiento mundial y de las variables financieras.

Incluso el escenario de referencia plantea problemas significativos a los países. Como se verá en más detalle en el siguiente capítulo, las autoridades fiscales tienen que aminorar el ritmo de crecimiento del gasto corriente para evitar que los superávits fiscales estructurales se conviertan en poco tiempo en déficits. Las autoridades monetarias deben permanecer alerta, ya que puede ocurrir que una reducción leve del crecimiento en

el 2008 no contrarreste las presiones inflacionarias derivadas de las alzas de los precios de los alimentos y de las limitaciones de la oferta. Si bien la trayectoria futura de la inflación se ha tornado más incierta, el afianzamiento de los marcos de política monetaria en muchos países de la región sin duda será un factor que ayudará a hacer frente a este desafío.

IV. Aumento de los ingresos y solidez de la situación fiscal subyacente

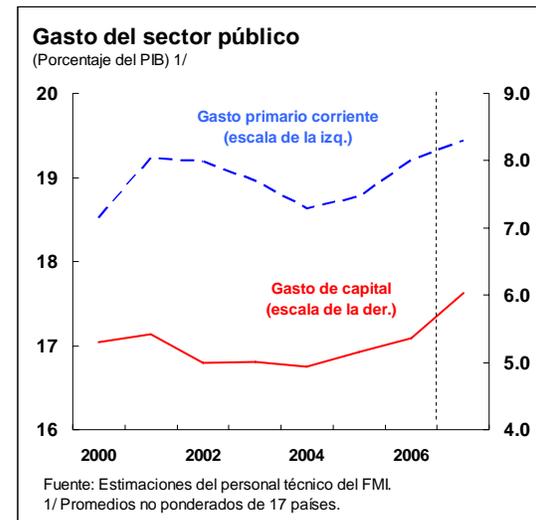
La situación fiscal de muchos países de América Latina mejoró sostenidamente durante los años 2002 y 2006. En la primera parte de este período, el gasto como proporción del PIB disminuyó, llegando a un mínimo en el 2004. Aunque el gasto volvió a repuntar en 2005-06, la mejoría de la situación fiscal respondió a un crecimiento de los ingresos aún mayor. Para muchos países de la región, a pesar de que la relación de ingresos a PIB parece haberse estabilizado, el crecimiento del gasto no se ha atenuado. Como resultado, se prevé que este año la situación fiscal promedio se debilite por primera vez desde el 2002, y que esta tendencia se acentúe el próximo año.

En consideración a los niveles relativamente altos de deuda y la historia de problemas fiscales en la región y sus consecuencias para la estabilidad macroeconómica, un eventual retorno a la generación de déficits primarios en América Latina sería motivo de mucha preocupación. La probabilidad de que esto suceda en los próximos años depende de dos factores.

- En primer lugar, ¿continuarán las actuales tendencias del gasto? Si el gasto sigue aumentando al ritmo promedio de 8 –10% (en términos reales) observado en los últimos dos años, la región probablemente volverá a registrar déficits primarios dentro de dos a tres años, aún si los ingresos mantienen los niveles dinámicos actuales. Ello implica que para aumentar el gasto de capital y estabilizar la posición fiscal, será necesario reducir el crecimiento del gasto corriente y mejorar su focalización, particularmente el gasto social dirigido a la reducción de la pobreza.
- En segundo lugar, ¿serán permanentes estos niveles relativamente altos de ingreso? Para responder a esta pregunta es preciso analizar detenidamente si las variaciones recientes de

Evolución fiscal, 2002–07						
(Porcentaje del PIB) 1/						
	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Productores de productos básicos 2/						
Ingresos del sector público	24.4	25.5	26.7	28.6	30.9	30.1
Por productos básicos	4.5	6.0	6.5	8.1	9.8	9.0
Por productos no básicos	19.9	19.4	20.2	20.5	21.0	21.0
Gastos del sector público	28.7	27.1	26.9	27.4	28.5	29.4
Corrientes	23.5	22.0	21.5	21.3	21.6	21.7
por intereses	4.8	3.6	3.2	2.6	2.5	2.5
Capital	5.2	5.2	5.4	6.0	6.9	7.8
Saldo global del sector público	-4.3	-1.7	-0.1	1.2	2.4	0.6
público	0.5	2.0	3.1	3.9	4.9	3.1
Productores de productos no básicos 2/						
Ingresos del sector público	24.2	24.5	24.4	25.2	26.2	26.3
Gastos del sector público	28.2	28.2	27.0	26.9	27.1	27.7
Corrientes	23.6	23.4	22.4	22.3	22.7	22.8
por intereses	3.8	3.8	3.4	3.2	3.0	2.8
Capital	4.7	4.8	4.6	4.6	4.4	4.9
Saldo global del sector público	-4.0	-3.7	-2.6	-1.7	-0.9	-1.4
público	-0.3	0.2	0.8	1.5	2.2	1.4

Fuente: Estimaciones del personal técnico del FMI.
1/ Promedios no ponderados.
2/ Productores de productos básicos: Argentina, Bolivia, Chile, Colombia, Ecuador, México, Perú, Trinidad y Tobago y Venezuela. Productores de productos no básicos: Brasil, Costa Rica, El Salvador, Guatemala, Honduras, Nicaragua, Panamá, Paraguay y Uruguay.



ingresos como proporción del PIB reflejan en su mayoría cambios “estructurales”, tales como modificaciones de la política impositiva, de la administración tributaria o de los precios de los productos básicos con perspectivas de ser permanentes, o bien reflejan factores temporales como un aumento cíclico de los ingresos tributarios o alzas de los precios de los productos básicos que quizá se reviertan en el mediano plazo.

En este contexto, el resto de este capítulo analiza tanto los ingresos estructurales como las posiciones fiscales.¹² Debido al importante papel de los ingresos fiscales provenientes de los productos básicos en el crecimiento de ingresos en relación al PIB en muchos países de América Latina, se analizan separadamente los ingresos generados por esos productos y aquellos provenientes de otros rubros. Para evaluar las perspectivas a mediano plazo que presentan los ingresos por concepto de productos básicos, se ajustan los ingresos corrientes por movimientos esperados en precios de los productos respectivos. Los ingresos no vinculados a la evolución de productos básicos se analizan utilizando técnicas econométricas. Se descompone la relación de ingresos a PIB observada entre el nivel que cabría esperar, dada la estructura tributaria existente, si la economía estuviera en una posición cíclica “neutra”; la parte que es atribuible al ciclo económico, y un residuo, que podría reflejar otros factores que inciden en el coeficiente impositivo —como los cambios en el nivel de cumplimiento tributario o los movimientos de los precios relativos— que podrían ser o no ser transitorios. Por último, los resultados de esos dos pasos se combinan con datos de gasto no correspondiente al pago de intereses, para obtener una visión general del resultado fiscal primario “estructural”, es decir, el resultado fiscal que se obtendría si el producto estuviera en una posición cíclicamente neutra, los precios de los productos básicos se encontraran en sus niveles esperados a mediano plazo y bajo un sistema impositivo y de gasto sin cambios. El resultado estructural primario da entonces una visión sobre la solidez subyacente de la situación fiscal, que hace abstracción de factores cíclicos o temporales.

Los principales resultados son los siguientes. En primer lugar, para la mayoría de los países analizados, el resultado primario estructural calculado es más débil que el resultado primario

real observado (es decir, declarado). De ahí resulta que usar los resultados primarios en América Latina puede conducir a exagerar la solidez fiscal subyacente. Esta afirmación es especialmente válida en el caso de los países exportadores de productos básicos no petroleros, ya que se prevé que los precios de estos productos disminuirán significativamente a mediano plazo. Segundo, en la mayoría de los países que actualmente declaran un superávit primario, es probable que el resultado primario estructural también sea superávit, aunque a un nivel menor. Y, como la mayoría de los países de la región presentan esa situación, esto es también cierto para los resultados promedio. En tercer lugar, los cálculos del resultado estructural de algunos países están sujetos a un margen sustancial de incertidumbre, bien por la falta de certeza de las proyecciones acerca de los precios de los productos básicos, o bien porque una parte significativa de las variaciones recientes de los ingresos no correspondientes a productos básicos como proporción del PIB no puede atribuirse fácilmente sea a circunstancias cíclicas o a modificaciones del sistema impositivo. Por ende, la evaluación de la situación fiscal de estos países depende de la forma en que se interprete esa variación “residual” del coeficiente de ingresos. Por último, las posibilidades de mantener un superávit estructural en el futuro dependerán ante todo de que los países logren moderar el ritmo de crecimiento del gasto. Si ese ritmo se mantiene en los niveles actuales, el superávit estructural de la región podría desaparecer incluso el año próximo.

Ingresos estructurales generados por productos básicos

A diferencia de los ingresos tributarios que están vinculados a la actividad económica, como la renta o el consumo, los ingresos vinculados a los productos básicos dependen de los precios de esos productos y del volumen de producción.¹³ Estos

¹² Véase también un estudio de Izquierdo, Ottonello y Talvi (por publicar).

¹³ Se definen los “ingresos por productos básicos” como los ingresos fiscales que pueden atribuirse a las actividades de las industrias productoras de productos básicos, ya sea por
(continúa)

últimos ingresos generalmente se consideran “estructurales”, en el sentido de que son determinados por la dotación de recursos naturales y las decisiones de política económica. Por lo tanto, estimar los ingresos estructurales por concepto de productos básicos supone ajustar el nivel real de esos ingresos según las variaciones esperadas de los precios de dichos productos a mediano plazo. Por tal motivo, la estimación de los ingresos estructurales provenientes de los productos básicos es sensible a los pronósticos de los precios utilizados para efectuar el ajuste.

Para ilustrar esta sensibilidad, en este capítulo se utilizan dos fuentes de pronósticos sobre precios: las proyecciones del FMI sobre precios de productos básicos, que se basan fundamentalmente en los precios de los futuros y que abarcan un período de cinco años; y las proyecciones del Banco Mundial, que se basan en un modelo econométrico y cubren un período algo mayor que se extiende hasta el 2015. Utilizando datos de esas dos fuentes, se construyeron índices de precios de productos básicos para los nueve países más importantes, de América Latina y el Caribe en términos de producción de este tipo de productos. Esta importancia fue definida considerando aquellos países cuyos ingresos por ese concepto equivalen al 2% del PIB como mínimo.¹⁴ Se definió entonces “ingresos estructurales por productos básicos”, para cada país, como los ingresos observados divididos por la razón entre los precios medios de los productos básicos actuales y los esperados a cinco años, de acuerdo con las proyecciones del FMI o del Banco Mundial.

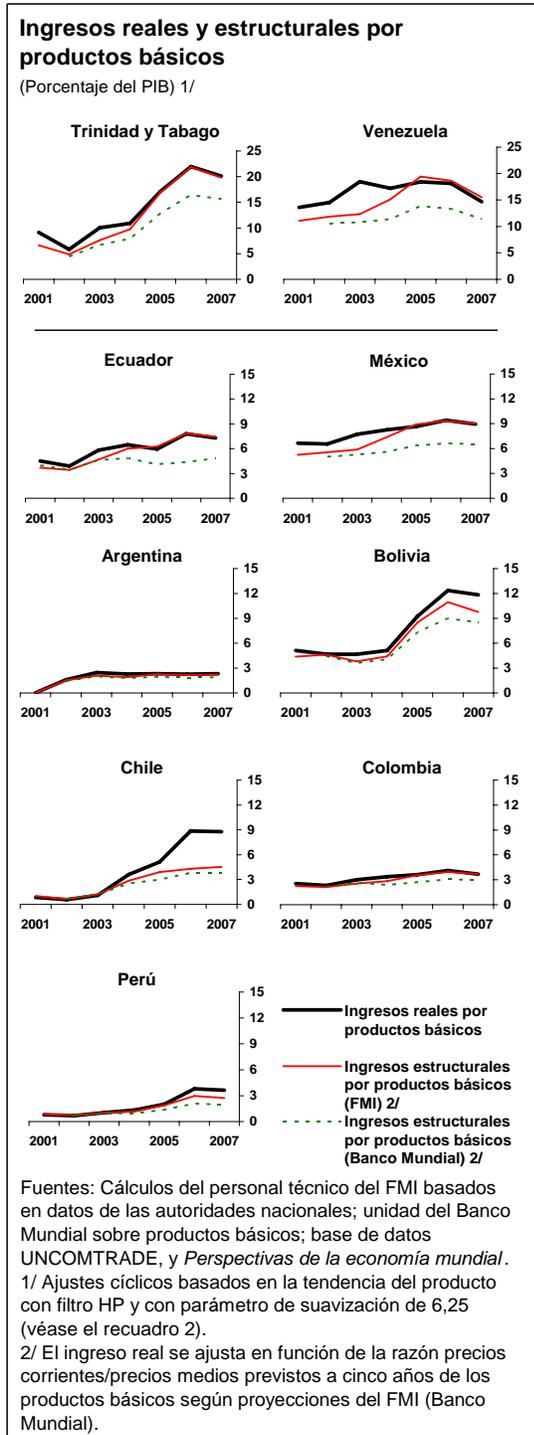
Como muestran claramente los gráficos, las proyecciones de los precios de los productos básicos inciden significativamente en los

resultados. Las proyecciones del FMI acerca de esos precios indican que los ingresos estructurales por productos básicos han aumentado en sintonía con los ingresos observados por igual concepto en la mayoría de los países analizados. (Esta afirmación no tiene mucha validez en los casos de Chile —ya que se proyecta que los precios del cobre disminuirán sustancialmente a mediano plazo— y de Perú y Bolivia, donde también se prevé que las bajas de los precios de los productos básicos reducirán los ingresos en cierta medida). En cambio, el Banco Mundial prevé que a mediano plazo disminuirán los precios de la mayoría de los productos básicos exportados por los países de América Latina, incluida la energía. Esto se traduce en una visión en general más pesimista de los ingresos estructurales subyacentes por concepto de productos básicos.

La diferencia entre los dos conjuntos de proyecciones es de especial importancia para los productores de petróleo. Las proyecciones del FMI, basadas en los mercados de futuros, pronostican una continua carestía del petróleo a mediano plazo. Pero las proyecciones según un modelo del Banco Mundial contemplan una disminución significativa de esos precios (del orden del 25%) en los próximos cinco años, y una caída aún mayor hacia el 2015. En consecuencia, los ingresos estructurales por productos básicos estimados a partir de estas proyecciones son actualmente inferiores a los ingresos observados por ese concepto, en un 3 y 4% del PIB en Venezuela y en Trinidad y Tobago, y alrededor del 2% en Ecuador y México. En cambio, las estimaciones basadas en las proyecciones de precios del FMI indican que los niveles actuales de ingresos se sostendrán en el mediano plazo, siempre y cuando se mantengan los volúmenes de producción.

concepto de los impuestos sobre la renta y las utilidades, el IVA, las regalías o los impuestos a la exportación. En el análisis que sigue, esos ingresos se estudian solo respecto de los países en los que superan el 2% del PIB.

¹⁴ Argentina, Bolivia, Chile, Colombia, Ecuador, México, Perú, Trinidad y Tobago, y Venezuela.



básicos (véase, por ejemplo, Hagemann, 1999) consiste en aplicar un ajuste cíclico a los coeficientes de ingresos declarados. El grado de este ajuste cíclico dependerá de dos factores (véase una descripción más detallada en el apéndice): la posición cíclica —es decir, si se considera que la economía está o no muy alejada de un estado cíclico neutro; véase el recuadro 2— y la “elasticidad-renta de los ingresos”, que mide el grado en que los ingresos tienden a responder a las variaciones de la actividad económica. Si la elasticidad-renta de los ingresos es 1 —es decir, si los ingresos responden de manera proporcional a las variaciones del producto— entonces el ciclo económico no tiene impacto alguno sobre la razón ingresos/PIB, y la razón declarada se considerará enteramente “estructural”. Análogamente, si la elasticidad-renta de los ingresos es diferente de 1 pero el producto real está próximo al producto potencial, entonces cualquier ajuste cíclico del coeficiente de ingresos declarado también será muy pequeño.

En realidad, en el caso de los ocho países cuyos ingresos se analizan en esta sección,¹⁵ el ajuste cíclico es muy pequeño por una u otra de esas razones. En tres países, las elasticidades-renta estimadas eran muy cercanas a 1 (un resultado estándar). En cuatro países —Costa Rica, Colombia, El Salvador y Perú— la elasticidad estimada oscilaba entre 1.1 y 1.2; y en el caso de Panamá era de 0.8 (véase el apéndice). Sin embargo, se estima que las “brechas del producto” (desviaciones respecto de una posición cíclica neutra) de esos países son pequeñas. En consecuencia, todo ajuste cíclico de las razones ingreso/PIB es de escasa cuantía. Por lo tanto, esta metodología hace pensar que los coeficientes de ingresos no correspondientes a productos básicos registrados actualmente en esos países

Ingresos estructurales no generados por productos básicos

El método estándar para estimar los ingresos “estructurales” no correspondientes a productos

¹⁵Argentina, Brasil, Chile, Colombia, Costa Rica, El Salvador, Panamá y Perú. La muestra es limitada porque exige contar con amplia información sobre las modificaciones del sistema tributario y su impacto sobre los ingresos, la cual está disponible solo para algunos países.

deben considerarse como casi enteramente “estructurales” y, por ende, permanentes.

No obstante, esta conclusión está sujeta a una importante salvedad. En el método estándar de ajuste cíclico, se supone que *cualquier* variación del coeficiente de ingresos que no pueda identificarse como cíclica es “estructural”, independientemente de que esa variación obedezca o no a modificaciones del sistema tributario. Esta es una deficiencia potencialmente significativa de la metodología, porque algunas de las variaciones presuntamente no cíclicas de los ingresos bien podrían deberse a factores excepcionales, que podrían revertirse en el futuro. Por esta razón se amplió el análisis estándar con la inclusión de otro paso más, con el que se procuró cuantificar el efecto de las modificaciones identificables del sistema impositivo en los ingresos, en función de un método econométrico o de estimaciones directas de las autoridades nacionales o del personal técnico del FMI (véase el apéndice).

En tres de los ocho países aquí analizados, los cambios identificables en el sistema impositivo junto con los efectos cíclicos identificados explican casi todas las recientes variaciones en la relación ingresos a PIB. Pero en los países restantes, los residuos no explicados son significativos — alrededor de 1 punto porcentual del PIB o más. Argentina y Panamá, en particular, muestran residuos positivos grandes en el 2006 y el 2007; es decir, los ingresos declarados son mayores al monto que puede explicarse en virtud de factores cíclicos o estructurales identificables, mientras en Chile se observa un residuo negativo grande.

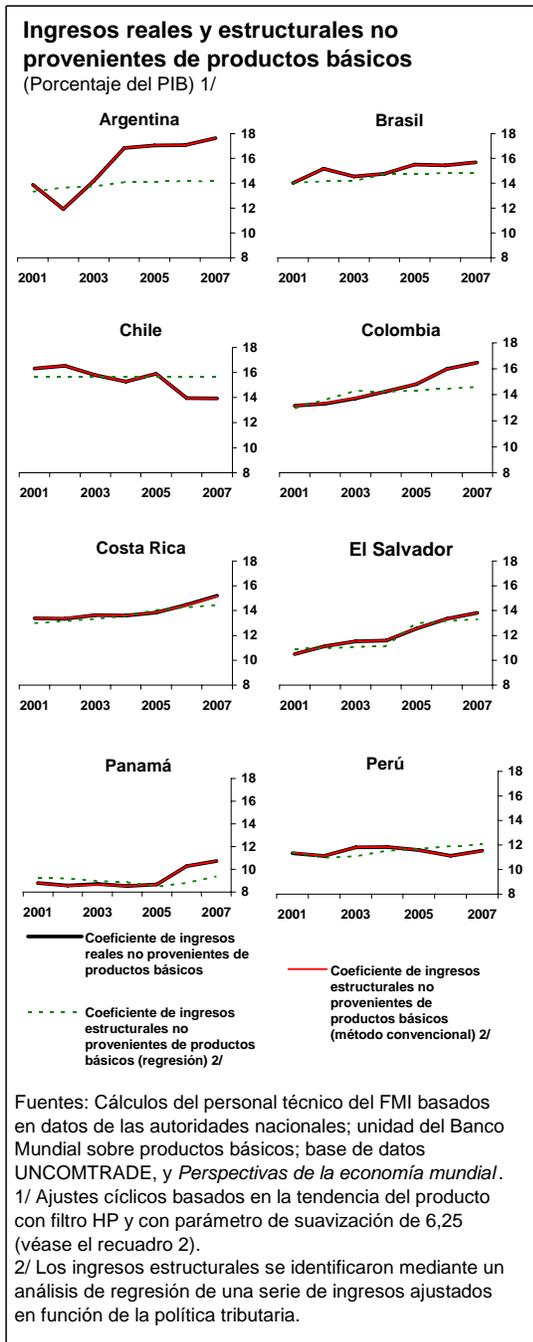
Estos ingresos residuales podrían considerarse como transitorios, resultantes de aumentos o disminuciones excepcionales de los ingresos que tenderán a desaparecer, al menos en el mediano plazo. Sin embargo, también podrían reflejar cambios estructurales no explicados pero de todos modos permanentes, como por ejemplo mejoras no contabilizadas de administración tributaria.

Variaciones de los ingresos no provenientes de productos básicos, 2002–06 (Porcentaje del PIB) 1/				
	Total	Identificado como cíclico 3/	Identificado como estructural 4/	Residual
Argentina 2/	2.87	0.00	0.42	2.46
Brasil	0.28	0.00	0.68	-0.40
Chile	-2.58	0.00	0.04	-2.63
Colombia	2.67	0.02	0.85	1.80
Costa Rica	1.12	0.05	1.10	-0.03
El Salvador	2.24	0.00	2.18	0.06
Panamá	1.72	-0.03	-0.39	2.14
Perú	0.02	0.02	0.95	-0.96

Fuente: Autoridades nacionales y cálculos del personal técnico del FMI.
 1/ Se refiere a los ingresos del gobierno central.
 2/ 2003–06, dado que 2002 fue un año de crisis.
 3/ Basado en una estimación; véase el apéndice.
 4/ Debido a cambios en el sistema tributario y la progresividad tributaria.
 5/ Refleja incrementos en el deflactor del PIB debido a los precios de cobre (ver texto).

A veces es posible encontrar algún indicio en la información relativa a la fuente específica de ese comportamiento de los ingresos. Por ejemplo, en Chile una reducción no explicada de la razón ingresos no correspondientes a productos básicos a PIB parece responder no a menores ingresos sino a un aumento del deflactor del PIB, debido a que las alzas de los precios del cobre han sobrepasado los aumentos de precios de bienes de consumo que impulsan la recaudación del IVA. En el caso de Argentina, la parte no explicada del aumento de los ingresos podría atribuirse a mejoras en la administración tributaria o a un crecimiento económico más acelerado en sectores cuya carga fiscal es alta. Las mejoras en la administración tributaria también podrían ser parte de la explicación de los aumentos observados en Panamá.

Los criterios estadísticos también pueden ayudar a determinar si los aumentos inexplicados deberían percibirse como transitorios. Intuitivamente, es más probable que un alza de los ingresos residuales refleje una variación estructural si es importante en relación con fluctuaciones anteriores de la razón ingresos a PIB, y si ya se ha sostenido por varios años. Las pruebas estadísticas formales permiten inferir que, en la mayoría de los países analizados, las variaciones residuales de los ingresos tienden a desaparecer con el tiempo (parecen ser “estacionarias”; véase una descripción detallada en el apéndice). Por lo tanto, en general es aconsejable considerar que el incremento de los



ingresos residuales es temporal y no estructural. Argentina constituye una excepción significativa, ya que las pruebas estadísticas no pueden refutar la hipótesis de que los residuos persisten en el tiempo.

En resumen, aunque los ajustes cíclicos estándar apuntan a que en la actualidad los altos niveles de ingresos por productos básicos en muchos países

son en gran medida de carácter estructural, no todos los aumentos pueden explicarse en virtud de cambios en el sistema tributario. Teniendo en cuenta sus propiedades estadísticas, estos “residuos” no explicados deberían considerarse transitorios. Una excepción es el caso de Argentina, cuyos ingresos experimentaron varios años atrás un importante desplazamiento —con una escasa tendencia a revertirse en el tiempo— y que en este punto es más razonable considerarlo estructural.

Gasto

A diferencia de lo que sucede en países industrializados, en América Latina los compromisos de gasto vinculados al ciclo económico (por ejemplo, las prestaciones por desempleo) no tienen un papel importante en el gasto fiscal. Por esta razón, el método estándar utilizado en los estudios fiscales sobre América Latina consiste en suponer que todo gasto público es “estructural”, es decir, impulsado por una decisión de política, sin tener un vínculo automático de tipo anticíclico con el producto y el empleo. De hecho, en el pasado, el gasto en América Latina ha tendido a ser procíclico (Clements, Faircloth y Verhoeven, 2007). Los gobiernos aprovecharon el dinamismo de los ingresos para expandir el gasto en tiempos de bonanza, y se vieron obligados a comprimirlo en momentos de escasez, debido a la debilidad de las posiciones fiscales y a las consiguientes restricciones al endeudamiento o a los altos costos financieros. De cara al futuro, examinamos cuán sólida sería la posición fiscal subyacente de la región en la actualidad si suponemos que el gasto primario fuese independiente del ciclo económico.

Aún cuando se suponga que el gasto no es cíclico, para computar la razón gasto a PIB cuando la economía está en una posición cíclicamente neutra— análogamente a los coeficientes de ingresos estructurales que muestran los gráficos de las secciones anteriores— se requiere corregir la

razón gasto observado a PIB.¹⁶ Sin embargo, para la mayoría de los países de la región, la diferencia entre el PIB observado y el potencial no ha sido sustancial en años recientes. Por consiguiente, los coeficientes de gasto expresados como proporción del producto potencial se asemejan mucho a los coeficientes de gasto reportados. Ambos conceptos indican un fuerte aumento de los coeficientes de gasto en muchos países de la región, especialmente entre los países exportadores de energía y entre las economías más grandes. Entre las excepciones se cuentan Chile, El Salvador y Panamá.

Resultado primario estructural

Usando las estimaciones de ingresos estructurales y datos sobre gastos no correspondientes a intereses, es posible obtener un conjunto de estimaciones tentativas del resultado primario estructural. Estas dan una idea global de la solidez de la posición fiscal de los países analizados. Sin embargo se deben hacer dos supuestos adicionales para superar las dificultades que presentan los datos. Primero, para los productores de productos básicos, cuyos ingresos estructurales no vinculados a productos básicos no fue posible analizar en detalle, se aplica la metodología estándar para ajustar cíclicamente los ingresos, utilizando el promedio estimado de la elasticidad ingreso de los demás países de la región (alrededor de 1.1). Segundo, dado que los ingresos vinculados a productos básicos a menudo pertenecen a empresas públicas, nos enfocamos en los resultados estructurales del *sector público* consolidado. Para ello es preciso observar los ingresos estructurales, o permanentes, no correspondientes a productos básicos fuera del ámbito del gobierno central. Con ese propósito, suponemos que todas las variaciones no cíclicas de esos ingresos son estructurales.

¹⁶ Cuando el producto observado está por encima del producto "potencial", la razón gasto a PIB calculada es más baja, ya que el denominador es más grande y viceversa.

La evolución de estimaciones alternativas del resultado estructural desde el 2002 permite extraer algunas conclusiones generales.

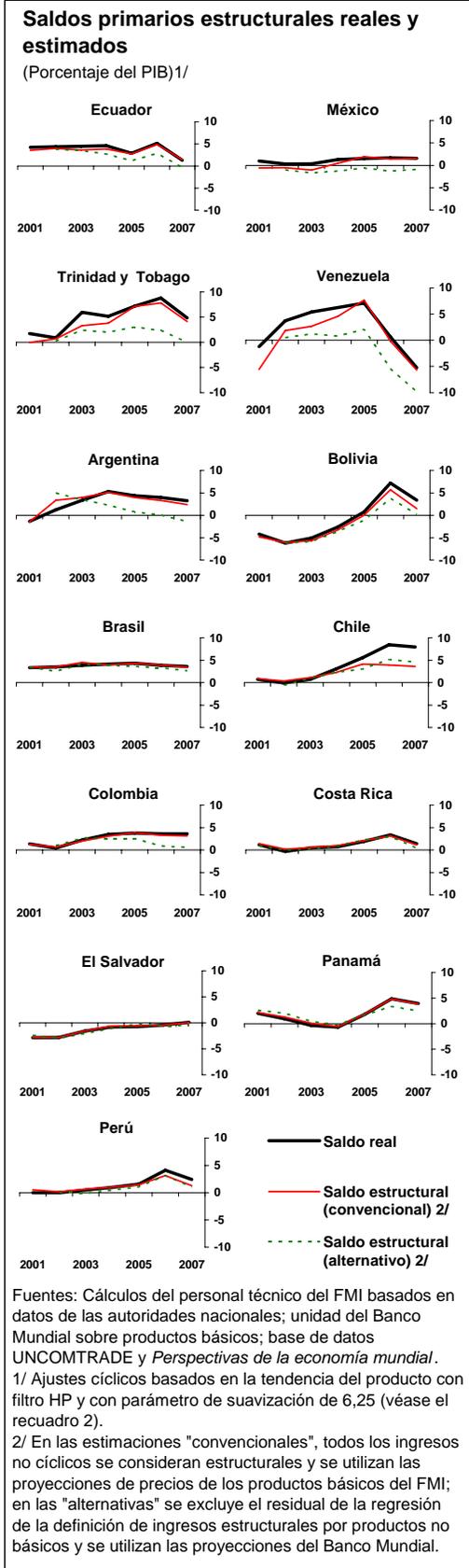
Con pocas excepciones, los resultados estructurales primarios del 2006 y los proyectados para el 2007 se mantienen en niveles positivos, aunque con un gran margen de incertidumbre. En algunos casos, la falta de consistencia en las proyecciones de los precios de los productos básicos, en particular del petróleo, oscurecen el panorama.¹⁷ En otros, como en los de Argentina, Panamá y Colombia, hay incertidumbre sobre cuanto del gran incremento reciente en los ingresos no vinculados a productos básicos debería ser considerado como permanente, aunque esta incertidumbre puede reducirse en algunos casos tras la revisión de las propiedades estadísticas de los residuos estimados, tal como se mencionó anteriormente.

- No obstante, para este año se prevé un deterioro significativo del resultado fiscal tanto observado como estructural, impulsado por un marcado aumento de los coeficientes de gasto.

Conclusiones

Muchos países de América Latina lograron mejorar notablemente su situación fiscal entre el 2002 y el 2006. Esta circunstancia ha sido un factor crucial para reducir la vulnerabilidad a los *shocks* externos, como lo evidencia hasta ahora la resistencia relativa de la región tras la reciente turbulencia en los mercados financieros. Tras un período de restricción en el gasto, a inicios de la

¹⁷ Los cálculos correspondientes a Chile son en general coherentes con la meta de superávit estructural del gobierno cuando se utilizan proyecciones similares de los precios de los productos básicos (nótese que la meta fijada por el gobierno de un superávit estructural igual a 1% se refiere al balance estructural del gobierno central, mientras que aquí se presentan resultados para el balance estructural *primario del sector público consolidado*).



Saldos primarios reales y estructurales, sector público

(Porcentaje del PIB)

	2006		2007			
	Real	Estructural 1/		Pro-yectado	Estructural 1/	
		Máx.	Min.		Máx.	Min.
Argentina	4.0	3.7	0.0	3.3	2.8	2.1
Bolivia	7.2	5.8	3.6	3.4	1.5	0.2
Brasil	3.9	4.1	3.1	3.6	3.8	2.5
Chile	8.5	5.7	3.2	8.8	6.3	3.7
Colombia	3.4	3.1	1.1	3.6	3.4	0.7
Costa Rica	3.4	3.2	2.8	1.4	1.2	0.3
Ecuador	5.1	4.9	2.8	1.3	1.4	-0.4
El Salvador	-0.4	-0.3	-0.7	0.1	0.3	-0.4
México	1.7	1.5	-1.3	1.6	1.6	-0.9
Panamá	4.9	4.8	3.4	3.9	3.9	2.5
Perú	4.1	4.2	2.2	2.4	2.2	0.5
Trinidad y Tobago	8.8	7.9	2.3	4.8	4.1	-0.3
Venezuela	0.6	0.0	-5.6	-5.2	-3.7	-9.9

1/ Estimaciones. "Máx" usa las proyecciones mas favorables de precios de productos básicos y asume que cualquier "residual" de ingreso positivo (negativo) es *permanente* (transitorio). "Min" usa las proyecciones menos favorables de precios de productos básicos y asume que cualquier "residual" de ingreso positivo (negativo) es *transitorio* (permanente), con la excepción de Argentina donde las estimaciones "Min" asumen que los residuales (positivos) son permanentes, basado en las propiedades estadísticas del residual (ver texto y tabla del apéndice). Si se asume que el residual para Argentina es transitorio, la estimación "Min" se reduciría de 2.1 a -1.4.

década, los mejores resultados en la posición fiscal observados recientemente se han originado por el lado del ingreso. Esas mejoras han surgido en parte por modificaciones a la política impositiva, incluyendo mejoras en la administración tributaria, pero también a un creciente volumen de ingresos vinculados a la evolución de productos básicos y, en algunos casos, a incrementos en ingresos no vinculados a productos básicos y que son difíciles de explicar ya sea por factores cíclicos o por mejoras concretas en políticas o en administración tributaria. Del análisis estadístico se desprende que —en su mayor parte— estos aumentos residuales en los ingresos deberían considerarse como temporales.

Los balances estructurales primarios subyacentes en general aún parecen estar en superávit en aquellos países en donde los balances primarios reportados son positivos. Sin embargo, los superávits estructurales son más modestos que los que indican los datos no ajustados, particularmente en los países exportadores de productos básicos que posiblemente pueden sufrir caídas en los precios en el mediano plazo. Además, los superávits primarios van a reducirse significativamente este año, a medida que la razón

gasto/PIB continúe aumentando y que la razón ingreso/PIB se estabilice. Si el aumento del gasto no se restringe, los balances fiscales van a erosionarse rápidamente, y la región podría pronto regresar a déficit primarios.

En algunos países, el mejor control del gasto quizás exija reformas institucionales o estructurales. Las experiencias de los países indican que las reglas sobre el gasto pueden ser útiles, pero tienen que estar respaldadas por un amplio consenso político, políticas coherentes relativas al ingreso y, en ciertos casos, reformas del gasto. Según las circunstancias del país, esas reformas pueden consistir en reducir las rigideces presupuestarias (Alier, por publicar), incrementar la eficiencia y la flexibilidad del gasto y fortalecer los sistemas de gestión financiera pública.

Apéndice: Estimación del ingreso y del resultado estructural

Metodología

Ingresos estructurales vinculados a productos básicos

Los ingresos por concepto de productos básicos dependen de los volúmenes de producción o de exportación, de los precios y del régimen fiscal. Se considera que los regímenes fiscales y los volúmenes de producción y exportación son parte de la "estructura" que en principio está bajo el control de las autoridades. De ahí que, usando la misma forma funcional que comúnmente se emplea en la literatura sobre ingresos estructurales no vinculados a productos básicos (véase abajo), $R_t^c = \beta p_t^\gamma$, y $R_{s,t}^c = \beta p_t^{*\gamma}$, siendo p_t^* el precio de los productos básicos a largo plazo esperado en el tiempo t , R_t^c los ingresos generados por los productos básicos, β y γ parámetros, y s el subíndice s denota los ingresos estructurales. Sustituyendo β , se sigue que:

$$(1) \quad R_{s,t}^c \equiv R_t^c \left(\frac{p_t^*}{p_t} \right)^\gamma$$

A falta de estimaciones confiables y específicas para cada país sobre γ , en este estudio se sigue el método chileno (Marcel *et al.*, 2001) y se supone que $\gamma = 1$ en todos los países. p_t^* se basa en pronósticos de precios para productos básicos para los cinco años siguientes publicados en forma separada por el FMI (en *Perspectivas de la economía mundial*) y el Banco Mundial, es decir, $p_t^* = E[p_{t+5}]_t$. En cualquiera de los dos casos, se creó para cada país índices de precios de productos básicos ponderados por su participación en las exportaciones, de modo que p_t^* es un promedio ponderado de precios esperados para cada producto básico exportado por el país.

Obsérvese que las relaciones mencionadas no reconocen de manera explícita el papel del tipo de cambio en la conversión de ingresos por productos básicos en dólares a ingresos en moneda nacional (implícitamente, el tipo de cambio está considerado en el parámetro β). Esto es admisible en tanto en cuanto el tipo de cambio esté próximo a su valor de equilibrio, lo que es un supuesto aceptable respecto de la mayoría de los países analizados en este estudio. Si los tipos de cambio no están próximos a su valor de equilibrio, esta sería una razón más por la cual los ingresos estructurales generados por productos básicos podrían diferir de los ingresos observados. La subvaloración del tipo de cambio implica que tales ingresos estructurales son menores que los ingresos observados, mientras que una moneda sobrevalorada implica que serán mayores.

Ingresos estructurales no vinculados a productos básicos

El método estándar para estimar los ingresos estructurales no vinculados a productos básicos (véase, en particular, Hagemann, 1999; véase también Chalk, 2002) comienza por suponer una

relación de elasticidad constante entre ingresos, R , y su base impositiva (por ejemplo, PIB o ingreso nacional, denotado como Y):

$$(2) \quad R_t^{nc} = AY_t^\varepsilon$$

Usando un asterisco para denotar el producto potencial, se obtiene: $R_{s,t}^{nc} = AY_t^{*\varepsilon}$. Sustituyendo el parámetro A , se puede por lo tanto estimar los ingresos estructurales aplicando una corrección cíclica simple a los ingresos observados:

$$(3) \quad \hat{R}_{s,t}^{nc} \equiv R_t^{nc} \left(\frac{Y_t^*}{Y_t} \right)^{\hat{\varepsilon}}$$

siendo $\hat{\varepsilon}$ ya sea una estimación de la elasticidad de los ingresos usando datos de series de tiempo para R_t e Y_t o un valor supuesto (la mayoría de los estudios indica que $\hat{\varepsilon}$ se ubica en un rango estrecho entre alrededor de 1 y 1,25).

Un problema que podría plantearse es el hecho de que para cualquier valor específico de $\hat{\varepsilon}$ y A , $R_t^{nc} \neq AY_t^{\hat{\varepsilon}}$; es decir, $R_t^{nc} / Y_t^{\hat{\varepsilon}} \equiv A$, no es constante en el tiempo. No obstante, igualmente podría darse que $R_{s,t}^{nc} = AY_t^{*\varepsilon}$, es decir, que los parámetros A y ε definan la relación (no observable) entre los resultados estructurales y el producto potencial. En ese caso, computar los resultados estructurales

como $R_{s,t}^{nc} \equiv R_t^{nc} \left(\frac{Y_t^*}{Y_t} \right)^{\hat{\varepsilon}}$ equivale a asumir

que $A = A_t$, es decir, que el parámetro "estructural" A varía en cada período de acuerdo con la realización efectiva de los ingresos en relación con el PIB. En otras palabras, en el método estándar, *toda variación de los ingresos que no pueda explicarse por factores cíclicos se considera estructural.*

En muchos casos esto no es verosímil, ya que las fluctuaciones de A_t pueden reflejar factores excepcionales o de otro tipo que se revierten con el tiempo, en forma congruente con un parámetro

A estable a largo plazo. De hecho, podría darse el caso de que no haya quiebres estructurales en A , excepto las vinculadas con medidas de política identificables, que pueden ser identificadas ya sea usando variables dicótomas (*dummy*) o ajustando los datos. Esta hipótesis puede verificarse mediante una comprobación de la existencia de una relación de "cointegración" a largo plazo entre la serie R_t^{nc} ajustada e Y_t , es decir, verificando la proposición de que aunque R_t^{nc} e Y_t están "integradas" —es decir, siguen una tendencia estocástica— el residuo de la regresión de una sobre la otra es estacionario. Si esto se puede confirmar, significa que *toda variación de los ingresos (corregida por la política impositiva) que no pueda explicarse por factores cíclicos debe ser considerada temporal.* Los ingresos estructurales estarían entonces dados por los valores ajustados de la regresión de R_t^{nc} sobre Y_t , evaluados en un nivel cíclicamente neutro,

$$(4) \quad \tilde{R}_{s,t}^{nc} = \hat{A}Y_t^{*\hat{\varepsilon}}$$

más cualquier efecto de las modificaciones de la política impositiva que haya sido eliminado previamente de la serie a fin de estimar los parámetros de la ecuación anterior.

En este estudio se usan ambos métodos, es decir las ecuaciones (3) y (4), para obtener estimaciones alternativas de los ingresos estructurales no generados por productos básicos, basadas en las estimaciones de brecha del producto presentadas en el recuadro 2, y las estimaciones de parámetros analizadas a continuación (véase Vladkova-Hollar y Zettelmeyer, 2007). Los gráficos del capítulo II reflejan un conjunto de brechas entre el producto potencial y el producto basadas en el filtro de Hodrick-Prescott, con un "parámetro de suavización" λ igual a 6.25. Se utilizaron las brechas del producto de acuerdo con los demás conceptos comentados en el recuadro 2 para realizar las comprobaciones de robustez. Los resultados finales se expresan como proporción del PIB (véase a continuación).

Resultados estructurales

Por definición, el resultado estructural es igual a los ingresos estructurales menos los gastos estructurales.

$$(5) \quad B_{s,t} \equiv R_{s,t} - E_{s,t} \equiv R_{s,t}^{nc} + R_{s,t}^c - E_{s,t}$$

siendo *B* el resultado y *E* el gasto (o el gasto no correspondiente a intereses, si lo que se examina es el resultado estructural *primario*), y el resto de la notación permanece invariada. De acuerdo con la literatura sobre América Latina (véase, por ejemplo, Alberola y Montero, 2006), se toma el supuesto de que todos los gastos son estructurales: $E_{s,t} = E_t$. Los ingresos estructurales se computan según se describe en las dos subsecciones anteriores.

El resultado estructural como proporción del PIB se obtiene dividiendo ambos miembros por el producto potencial $Y_t^* \equiv Y_t/g$, siendo *g* la brecha del producto (expresada como una razón). Usando las letras en minúscula para denotar proporciones del PIB observado y fijando $\gamma = 1$, esto arroja, según la ecuación (3):

$$(6) \quad \frac{\hat{B}_{s,t}}{Y_t^*} = r_t^{nc} g_t^{1-\hat{\epsilon}} + r_t^c \frac{E[p_{t+5}]_t}{p_t} g_t - e_t g_t$$

y según la ecuación (4):

$$(7) \quad \frac{\tilde{B}_{s,t}}{Y_t^*} = A Y_t^{*(\hat{\epsilon}-1)} + r_t^c \frac{E[p_{t+5}]_t}{p_t} g_t - e_t g_t$$

Estimación

La estimación de los ingresos estructurales no generados por productos básicos de acuerdo con la ecuación (4) comprendió los siguientes pasos:

Para países considerados productores de productos básicos (que, en este contexto, se definen como los que tienen ingresos vinculados a los productos básicos superiores al 2 por ciento

	Elasticidad-renta estimada	Evidencias para cointegración			
		(Número de vectores de CI)		Prueba ADF	Prueba KPSS
		Prueba de indicios	Valor Eigen máximo	(estadística de prueba) 1/	(estadística de prueba) 2/
Argentina	0.99 (0.01)	1	0	-2.36	0.26**
Brasil	1.03 (0.01)	1	1	-1.96	0.18*
Chile	1.01 (0.03)	0	0	-2.42	0.14
Colombia	1.10 (0.05)	1	1	-1.58	0.12
Costa Rica	1.11 (0.02)	1	1	-4.92***	0.17
El Salvador	1.16 (0.25)	1	1	-2.609	0.09*
Panamá	0.80 (0.16)	0	0	-1.95	0.11
Perú	1.15 (0.07)	1	1	-3.67	0.23***

1/ *, **, *** denotan refutación de la hipótesis nula de que los residuos no son estacionarios en los niveles de significación de 10%, 5% y 1%. Los valores críticos de las estadísticas *t* de Dickey-Fuller cuando se aplican a los residuos provienen de Hamilton (1994), cuadro B.9.
2/ *, **, *** denotan refutación de la hipótesis nula de que los residuos son estacionarios en los niveles de significación de 10%, 5% y 1%. Los valores críticos de las estadísticas *LM* de KPSS cuando se aplican a los residuos provienen de Shin (1994), cuadro 1.

del PIB), la serie de ingresos del gobierno central fue ajustada para excluir los ingresos generados por esos productos. Para cada país, la serie resultante de ingresos del gobierno central no vinculados a los productos básicos se ajustó luego para reflejar el impacto de las modificaciones de la política impositiva. La metodología preferida consistió en ajustar directamente la serie de ingresos para reflejar el efecto de las modificaciones de la estructura impositiva mediante las estimaciones disponibles del impacto (informes del personal técnico del Fondo, documentos de trabajo, estimaciones de las autoridades tributarias, cálculos propios). En los casos en que no se pudo obtener una estimación directa, se controló el efecto de las modificaciones de la estructura impositiva mediante variables dicótomas (dummy). Se procuró evitar, de manera especial, el uso de variables dicótomas (dummy) en la última parte de la muestra (2004–06), donde este tipo de variable probablemente recogería algo de la mejora cíclica junto con el efecto de políticas tributarias. Esto no fue posible evitar en el caso de Costa Rica, donde en 2005 se introdujo la automatización de la administración aduanera.

Las estimaciones de mínimos cuadrados ordinarios correspondientes a la elasticidad-ingreso de los ingresos tributarios del gobierno central no vinculados a productos básicos, ajustada en función de la política a largo plazo, indica que la elasticidad-ingreso estimada es significativamente diferente de 1 solamente en Brasil y Costa Rica. En Panamá, el punto bajo de la estimación de la elasticidad-ingreso de los ingresos tributarios quizá podrían explicarse por el hecho de que en la base imponible no se

incluyeron totalmente algunos de los sectores dinámicos de la economía. En la mayoría de los países hay datos que indican cointegración de acuerdo con las pruebas de Johansen y de Engle-Granger. Las principales excepciones son Argentina, Chile y Panamá. Sin embargo, en los casos de Chile y Panamá, la hipótesis nula de que los residuos en la relación entre el PIB y los ingresos son estacionarios no pudo refutarse, mientras que sí pudo refutarse en el nivel de 5% en el caso de Argentina.

V. Desarrollo del sector financiero en América Latina: ¿Recuperación o recalentamiento?

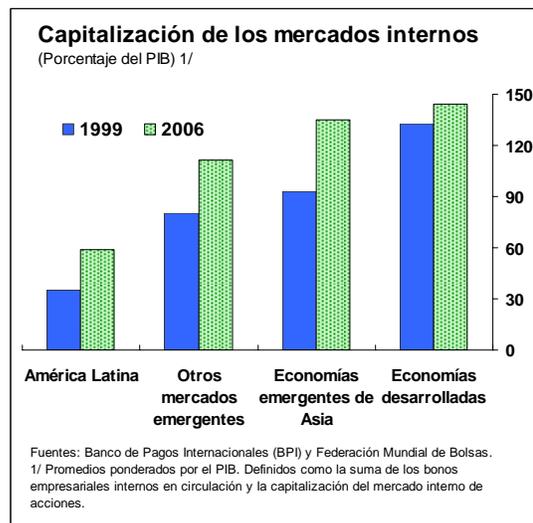
En América Latina y el Caribe la actividad de los mercados locales de crédito y de capital ha repuntado vigorosamente en los últimos años, con aumentos del crédito bancario a tasas de dos dígitos en varios países (véase el capítulo II). Frente a un contexto externo que se vuelve más complicado, la pregunta que surge es si esta mayor actividad de intermediación financiera refleja una creciente solidez de la economía de la región o si su vulnerabilidad se está acrecentando.

En este capítulo se analizan las características de la evolución reciente del sector financiero en América Latina y el Caribe a fin de examinar la sostenibilidad del rápido crecimiento del crédito y del sector financiero en la región, enfocando sobre todo el crédito bancario. En el análisis se abordan tres aspectos. El primero consiste en determinar si los rápidos aumentos del crédito bancario y de la actividad de los mercados de capital van unidos a una profundización y ampliación de los mercados a través de mejoras en la eficiencia bancaria, la liquidez del mercado y el número de nuevas emisiones de acciones o bonos. En segundo término se analiza si el fuerte crecimiento del crédito observado en varios países podría ser signo de un *boom* que es insostenible, o de un reflejo de una mejora de los fundamentos macroeconómicos e institucionales. El tercer aspecto se refiere a los problemas regulatorios e institucionales que persisten en la región, y se basa en un estudio de evaluaciones recientes del sector financiero.

Profundización o burbuja financiera

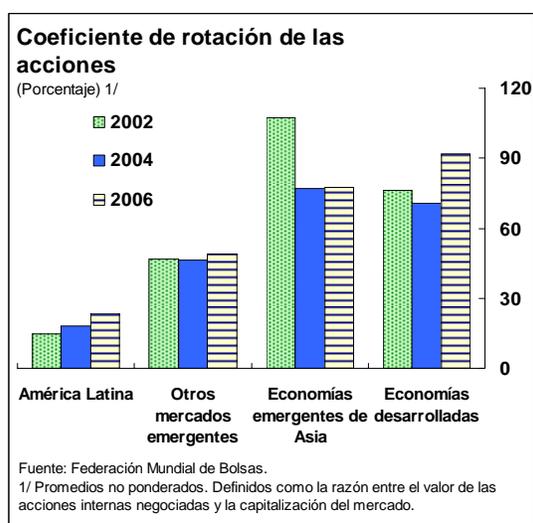
La profundización financiera refuerza la capacidad de resistencia y recuperación de una economía ante *shocks* adversos gracias a la presencia de instituciones financieras más sólidas, una mayor diversificación del riesgo y

una asignación más eficiente del capital, lo que a su vez promueve el crecimiento económico. El desarrollo de los mercados de acciones y bonos contribuye al crecimiento mediante la creación de liquidez, que disminuye el riesgo de la inversión y aumenta su atractivo, permitiendo que las empresas capten capital a largo plazo (Levine, 1996). El buen funcionamiento de los mercados de derivados contribuye a este proceso, porque mediante esos instrumentos se comparte el riesgo y se reducen los costos que implica la gestión de riesgos complejos.



Los mercados financieros de América Latina se han caracterizado por un desarrollo marcadamente insuficiente en comparación con otros mercados emergentes. Datos recientes muestran que esta situación no ha variado, según se desprende de la razón entre crédito bancario y PIB, la capitalización de mercado y el volumen de capital captado en los mercados accionarios. La liquidez de los mercados de acciones y bonos de empresas también sigue siendo relativamente baja en la región.

Sin embargo, la reciente evolución de la región indica cierto grado de genuina profundización y



ampliación de los mercados financieros. Primero, los costos generales, que miden la eficiencia de la intermediación bancaria, han mejorado desde el 2001. Segundo, los mercados internos de acciones y bonos de empresas de los países latinoamericanos más grandes se han expandido en términos de capitalización total, impulsados en parte por el alza de los precios de los activos (véase el capítulo II). Tercero, los mercados se han vuelto más líquidos según diversos indicadores, tales como el valor total de las acciones y de los bonos negociados en relación con la capitalización de mercado (es decir, el coeficiente de rotación), como proporción del PIB y en relación con la volatilidad del mercado. Cuarto, aunque sigue siendo bajo, el número de nuevas emisiones de acciones y bonos corporativos cotizados se ha elevado en toda la región, llegando a un promedio anual de 8 y 200 emisiones, respectivamente, durante el período 2004–06, en comparación con 4 y 155 emisiones durante el período trienal anterior. Por último, los mercados de derivados en divisas negociados en bolsa y los mercados de derivados en divisas y tasas de interés transados en el mercado extrabursátil se han expandido en varios países (véase el recuadro 10).

Boom del crédito o recuperación

El fuerte incremento que ha registrado últimamente el crédito bancario debe ser estudiado en el contexto del crecimiento negativo que lo precedió por muchos años (véase la edición de noviembre del 2006 de *Perspectivas Económicas: Las Américas*). Además, en la medida que el crecimiento económico trae consigo un cierto grado de profundización financiera, debería esperarse un crecimiento del crédito bancario durante la expansión económica que la región ha estado experimentando. No obstante, dado que en diversos países de la región el crecimiento continúa a tasas de dos dígitos, es importante evaluar si éste resulta sostenible. Este tema es particularmente importante en el caso de América Latina, en vista de la tradicional susceptibilidad de la región a los ciclos de *boom* y caída del crédito.

En esta sección se utilizan dos enfoques para identificar un *boom* de crédito potencialmente insostenible: las desviaciones en la relación crédito bancario/PIB respecto a la tendencia (Gourinchas, Valdés y Landerretche, 2001) y una comparación de los niveles observados en la relación crédito bancario/PIB con los niveles “potenciales” estimados, dados los fundamentos macroeconómicos e institucionales del país.

En el primer enfoque, se mide la tendencia subyacente utilizando un filtro móvil específico para cada país. Se determina que existe un boom del crédito cuando la desviación de la razón entre crédito y PIB con respecto a la tendencia estimada supera un umbral dado. Los valores del umbral se definen como la desviación absoluta (es decir, la diferencia entre la razón observada y de tendencia entre crédito y PIB) y la desviación relativa (es decir, la diferencia entre la razón observada y de tendencia entre crédito y PIB en relación con la razón crédito/PIB de tendencia). Esos valores se seleccionan de modo tal que recojan la mayoría de los episodios

Recuadro 10. Los mercados de instrumentos derivados en América Latina

Los mercados de derivados que funcionan adecuadamente pueden otorgar beneficios significativos a empresas, instituciones financieras e inversionistas institucionales, ya que permiten gestionar mejor el riesgo y reducen el costo del financiamiento. Por ejemplo, un mayor acceso a una gama más amplia de instrumentos derivados ayuda a mitigar el riesgo cambiario al que se enfrentan las empresas latinoamericanas y facilita la cobertura de riesgos relacionados con los precios de los productos básicos en algunas de las economías más importantes de la región.

Debido en parte a estos beneficios, el volumen de operaciones con instrumentos derivados se ha disparado en las economías más grandes de la región. En el 2006, Brasil, México, Colombia y Chile registraron un volumen combinado de negociación de casi US\$110.000 millones diarios (teórico). Los instrumentos derivados sobre tasas de interés (swaps, opciones y acuerdos de tasa de interés a futuro) representaron un 70% de las operaciones totales. El uso de instrumentos sobre el tipo de cambio (por ejemplo, los acuerdos de divisas a futuro y los swaps) se ha ampliado rápidamente como consecuencia de la creciente flexibilidad cambiaria y de la cuenta de capital, así como de la mayor integración comercial y financiera. El uso de otros instrumentos derivados, por ejemplo sobre el crédito local, sigue siendo limitado.

Con un promedio de operaciones diarias equivalente a US\$46.000 millones en el 2006, el mercado brasileño de instrumentos derivados es el más grande de América Latina, y le siguen muy de cerca los de México y Argentina. Las operaciones más comunes en Brasil son los futuros de tasas de interés y de divisas que se cotizan en la bolsa, en tanto que la negociación de instrumentos derivados en los mercados extrabursátiles (*over-the-counter*), especialmente de tasas de interés, es relativamente reducida. En cambio, la negociación de instrumentos derivados en México y Argentina se centra, respectivamente, en instrumentos sobre divisas (principalmente sobre deuda pública a muy corto plazo) y en productos básicos.

En otros países de la región, la negociación de instrumentos derivados es mucho más limitada, suele ser sobre divisas o activos de ingreso fijo y se realiza en forma extrabursátil. En Chile, las operaciones se concentran en contratos *onshore* de instrumentos derivados sobre divisas a corto plazo, negociados en forma extrabursátil, y contratos a futuro con liquidación por diferencias (*non-deliverable forwards*) de tipo *offshore*, motivados por las limitadas tenencias extranjeras en el mercado nacional de bonos, los altos costos de transacción *onshore* y los límites reglamentarios sobre el uso de swaps de tasa interés y contratos a futuro por parte de los fondos de pensiones. El mercado de instrumentos derivados de Colombia es mucho más pequeño.

Hay margen para seguir desarrollando estos mercados y al mismo tiempo reforzar la supervisión reglamentaria para atenuar posibles riesgos. Las reformas prioritarias podrían ser las siguientes:

- *Fortalecer los marcos reglamentarios y jurídicos de los mercados de instrumentos derivados.* Entre las prácticas óptimas se cuentan reglas uniformes con respecto al capital, disposiciones para la compensación de saldos y requisitos de garantía; la plena divulgación de los balances para incrementar la transparencia; reglas contables acordes con las normas de aceptación internacional; un entorno tributario que cree igualdad de condiciones para las operaciones en efectivo y con instrumentos derivados; y disposiciones sobre las ventas en descubierto (*short-selling*).

Nota: Este recuadro fue preparado por Andreas Jobst.

- *Fomentar la negociación de instrumentos derivados sobre divisas.* En México, MexDer ofrece una amplia gama de instrumentos derivados, y un eficaz sistema electrónico de liquidación y compensación facilita el seguimiento de las operaciones y promueve la eficiente ejecución de las operaciones. En Brasil, BM&F ha establecido una sólida trayectoria de innovación de productos, diversificación de activos y ampliación de la base de inversión. Colombia y Costa Rica están analizando posibilidades para ampliar el mercado actual de instrumentos derivados y para crear nuevas plazas de negociación.
- *Fomentar una base de inversión amplia y equilibrada para una cobertura de riesgos genuina.* Para que los mercados de derivados sean eficaces, sobre todo en los países dolarizados, es esencial crear mecanismos complementarios de cobertura de riesgos. Los bancos comerciales con pasivos a corto plazo (y tenencias de tasa fija a largo plazo) y los inversionistas institucionales con tenencias de divisas a largo plazo tienen estructuras de vencimiento complementarias, y los últimos hacen las veces de proveedores netos de divisas o de vendedores de tasas flotantes. Por lo tanto, la eliminación de las restricciones y las prohibiciones a las que están sujetas las cajas de pensiones y las compañías de seguros ayuda a promover las actividades de cobertura de riesgos y la liquidez de los mercados de capital en general. Por ejemplo, la reciente eliminación en México de los límites de inversión y de los impuestos sobre las transacciones de inversionistas extranjeros ayudó a incrementar la liquidez del mercado nacional de bonos.

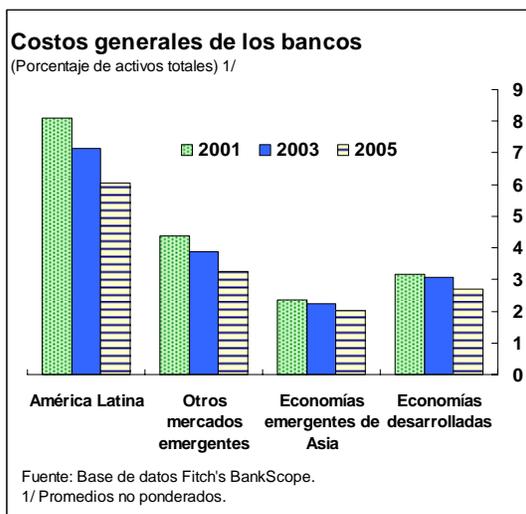
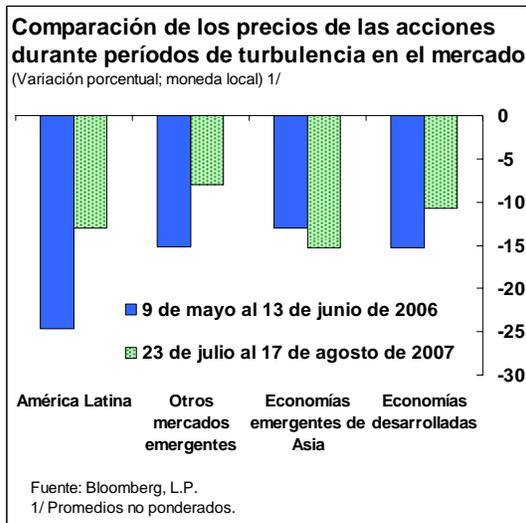
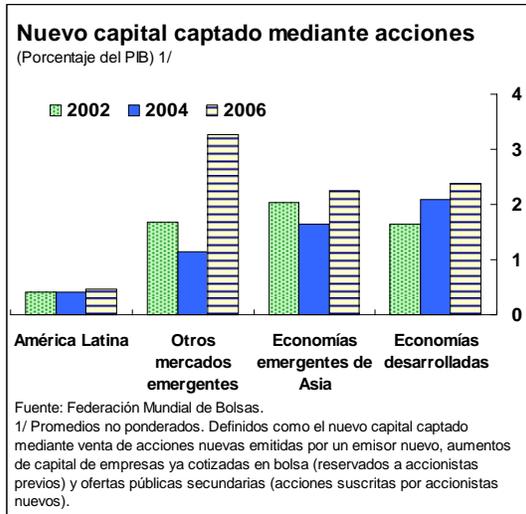
anteriores de *boom* del crédito o crisis bancarias (véase el apéndice).

En años recientes, 14 de los 20 países más grandes de América Latina y el Caribe experimentaron incrementos del crédito al sector privado en relación con el PIB. En 12 de esos países se registraron recientemente aumentos marcados que elevaron la razón crédito/PIB más allá de su nivel de tendencia (véase el panel I). No obstante, hasta el 2006 el crédito no creció en ningún país por encima de los umbrales considerados para definir la existencia de un *boom*. El año pasado, la continuidad de la expansión empujó el crédito a valores superiores a uno o ambos umbrales en cinco países (Colombia, Honduras, Jamaica, México y Nicaragua). No obstante, sería prematuro afirmar que esto constituyó un *boom* excesivo o insostenible, ya que los *booms* crediticios anteriores solían durar varios años antes de que sobreviniera el colapso.

También se podría identificar un *boom* crediticio en función de las predicciones de un modelo que vincule el crédito con los fundamentales económicos. Por ejemplo, la capacidad que tiene

el sistema bancario de un país de otorgar crédito de bajo riesgo al sector privado depende tanto de las condiciones económicas como de la calidad de las instituciones financieras y públicas. En este contexto, podría considerarse que un *boom* crediticio es aquel incremento del crédito que no es posible justificar por los fundamentos económicos y factores institucionales.

¿Cómo se comparan los países de América Latina y el Caribe con otras regiones en cuanto a los factores identificados en la bibliografía como determinantes clave del desarrollo financiero? Tal como lo han señalado diversos autores (De la Torre, Gozzi y Schmukler/, 2006, y Braun *et al.*, 2003), aunque varios países de la región han emprendido importantes reformas del sector financiero desde los años ochenta, resulta decepcionante que el nivel de desarrollo financiero sea aún relativamente bajo. Una comparación regional de los determinantes subyacentes del desarrollo financiero muestra que, si bien la región goza de indicadores relativamente sólidos en cuanto a información crediticia y existencia de centrales de riesgo, ésta

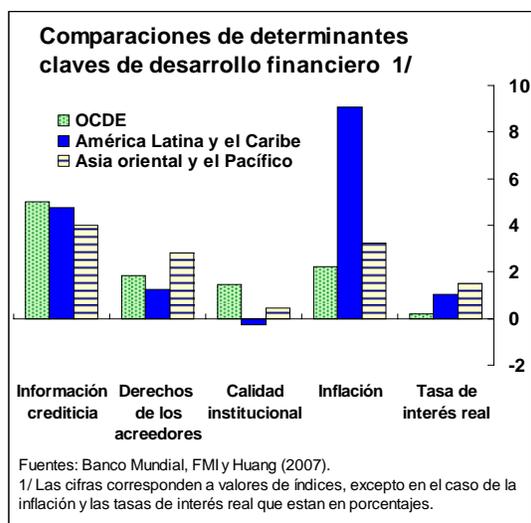


sigue presentando deficiencias en lo que se refiere a protección de los derechos de los acreedores y calidad de la gestión de gobierno. Cabe agregar que la inflación y las tasas de interés se mantienen relativamente altas a pesar de las recientes mejoras macroeconómicas.

¿Cuál es la importancia empírica de estas deficiencias como factores que frenan el desarrollo financiero de América Latina y el Caribe? Un nuevo análisis econométrico realizado con un panel de 79 países durante el período 2001–05 muestra que la inflación, la calidad institucional (medida según el índice de gestión de gobierno del Banco Mundial) y las tasas pasivas reales tienen efectos significativos en la razón entre crédito al sector privado y PIB. Por ejemplo, una mejora de 1% en cada una de estas dimensiones se vincula con un aumento del crédito al sector privado mayor al 1% del PIB. Otro factor que según lo observado incide en esa relación es la eficacia con que se protegen los derechos de los acreedores, y que se refleja en la variable de “tradición jurídica”: cabe prever que las reformas para reforzar la protección de los acreedores y los inversionistas generen un aumento significativo del crédito al sector privado como proporción del PIB.¹⁸ Por último, los aumentos de la productividad que dan lugar a un mayor PIB per cápita también pueden ayudar a fomentar las actividades de intermediación. Dados estos resultados, ¿dónde están los países de la región en relación con su “potencial”?

Una comparación de la razón crédito/PIB con el nivel que cabría esperar según el modelo muestra que en los últimos años muchos de los 20 países más grandes de América Latina y el Caribe se ubican por debajo de su potencial ajustado (panel II). De los cinco mayores

¹⁸ De acuerdo con La Porta *et al.* (1998), los países cuyo sistema jurídico se rige por el *common law* generalmente son los que más protegen a los inversionistas, mientras que aquellos cuyo régimen se basa en el derecho civil les brindan el menor grado de protección.



mercados emergentes de la región, únicamente en Brasil los préstamos bancarios al sector privado alcanzan un nivel cercano a su “potencial”, mientras que Chile, Colombia, México y Perú aún están por beneficiarse de la relativa solidez de sus fundamentos económicos. Conforme a este criterio, nada indica que haya un crecimiento excesivo del crédito en Colombia y México. Cuatro países —Bolivia, Haití, Honduras y Panamá— presentan una razón crédito/PIB mayor que la de su potencial ajustado según el modelo. Sin embargo, en dos de estos países (Bolivia y Panamá) niveles de crédito por encima de los que predice el modelo reflejan la lenta reversión del *boom* de crédito observado en la década del noventa más que una reciente expansión crediticia. En el caso de Haití, el “exceso” de crédito refleja el colapso y lenta recuperación de los fundamentales económicos como resultado de la convulsión política y social.

El lento ajuste del crédito a las mejoras en los fundamentales, bien sea como resultado de las reformas en los años noventa y en esta década o de las recuperaciones post-crisis, puede ser también la razón del porqué el crédito bancario permanece por debajo del “potencial” en varios países en América Latina. Además, los niveles de crédito que parecen ir detrás de los fundamentales, podrían reflejar factores que,

aunque no se incluyen en los análisis, tienden a reducir la intermediación del crédito. Esos factores incluyen los impuestos sobre las transacciones, los controles de las tasas de interés y el crédito dirigido.

En resumen, los dos criterios comúnmente utilizados para determinar un incremento “excesivo” del crédito, aplicados en este caso a la región, parecen indicar que gran parte del aumento reciente se debería a la mejora de los fundamentos, y todavía no hay señales claras de un recalentamiento general en la región. Esta observación es congruente con los últimos indicadores prudenciales y con estimaciones de solvencia bancaria basadas en el mercado accionario, que muestran que los índices de préstamos en mora y la probabilidad de incumplimientos de pago estimados por los bancos permanecen en niveles bajos (véase el capítulo II y el recuadro 9). Sin embargo, el panorama global quizá oculta la agudización de la vulnerabilidad en ciertas instituciones financieras que, en su afán por expandirse, han adoptado normas de crédito menos estrictas. No se sabe con certeza cuán grave es la vulnerabilidad porque no se cuenta con datos sobre la distribución institucional del crecimiento del crédito, pero el ritmo acelerado de crecimiento del crédito en algunos países justifica el fortalecimiento de la supervisión reglamentaria y la toma de medidas para incrementar la capacidad de supervisión.

Respuestas y opciones regulatorias

Un estudio basado en los Programas de Evaluación del Sector Financiero y las consultas del Artículo IV del Fondo a nivel regional muestra que, aunque se han logrado avances considerables en cuanto a fortalecer y desarrollar los sectores financieros de la región, aún es preciso mejorar una serie de aspectos. Primero, incrementar la independencia regulatoria y la capacidad de supervisión basada en el riesgo sigue siendo una tarea de máxima



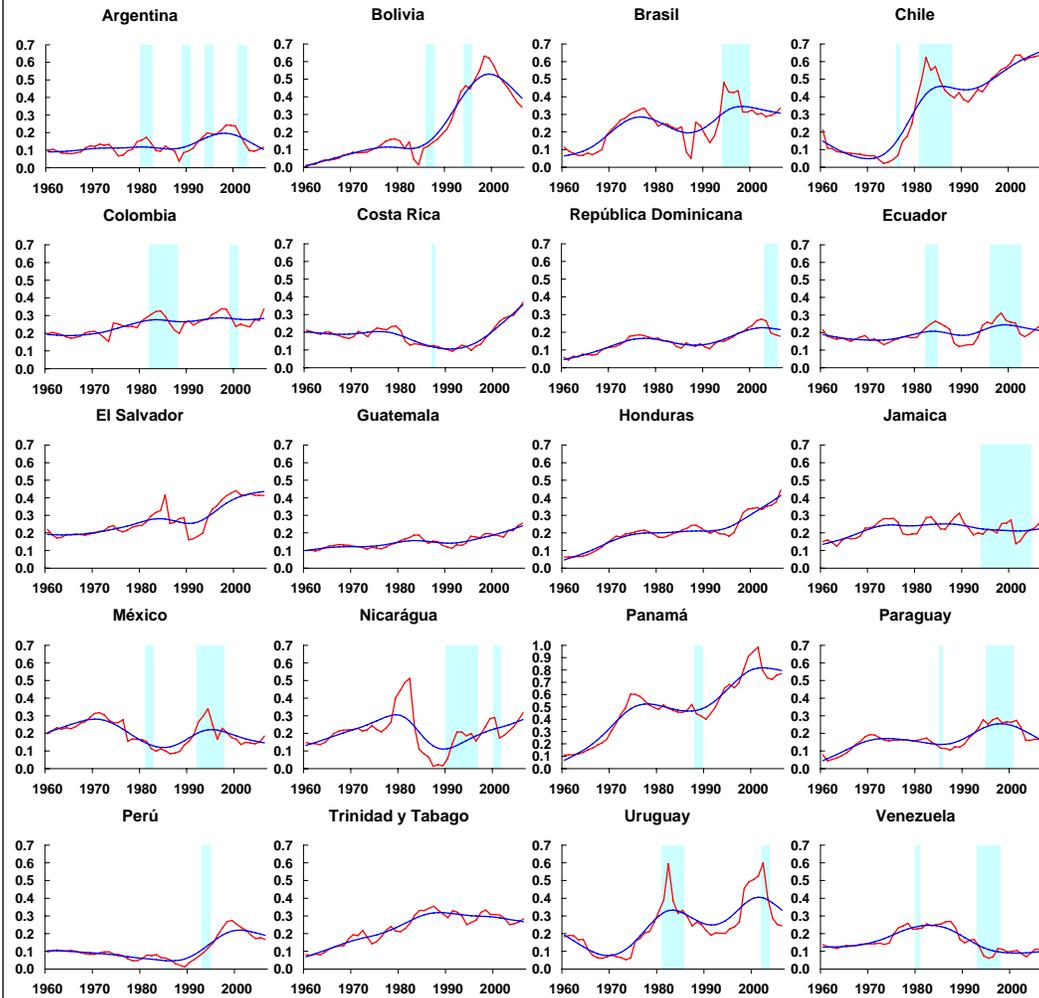
prioridad en muchos países, especialmente en aquellos que han experimentado un rápido crecimiento del crédito. Segundo, el aumento significativo de la participación extranjera en varios mercados locales de capital y de crédito acrecienta la importancia de una supervisión consolidada y transfronteriza eficaz. Tercero, el papel creciente de las instituciones financieras no bancarias, como las compañías financieras y los fondos comunes de inversión, representa otro desafío en el plano regulatorio. Cuarto, será importante mejorar el marco de resolución de los bancos y las redes de seguridad financiera (como la clarificación de las funciones del prestamista de última instancia y el papel del seguro de depósitos, y los planes de contingencia en caso de crisis) para garantizar la estabilidad financiera. Por último, el crecimiento de los mercados de derivados registrado

últimamente en varios países de América Latina significa que es importante que los reguladores tengan la capacidad de vigilar, evaluar y controlar los riesgos que las innovaciones financieras conllevan. La experiencia de los mercados relativamente desarrollados de la región (principalmente Brasil, pero también Chile y México) pone de relieve la importancia de las medidas regulatorias, los requisitos de divulgación de información y las normas de documentación para el cumplimiento de las reglas relativas al capital y el fluido desenvolvimiento de los mercados de derivados.

Conclusiones

Apoyados en reformas institucionales y marcos de política más sólidos, los mercados financieros de la región se han profundizado y ampliado en los últimos años. Del análisis realizado en este capítulo se desprende que el rápido incremento del crédito en la región representa sobre todo una recuperación del nivel normal de intermediación, tras las crisis sufridas y las importantes reformas adoptadas en el sector financiero. No obstante, el ritmo de crecimiento del crédito indica que quizá sea necesario reforzar la supervisión regulatoria en los años venideros. Tal como reconocen los gobiernos de la región, será importante adoptar nuevas reformas que profundicen y amplíen los mercados financieros y fortalezcan la estructura institucional, para robustecer la capacidad de resistencia del sistema de cara al futuro.

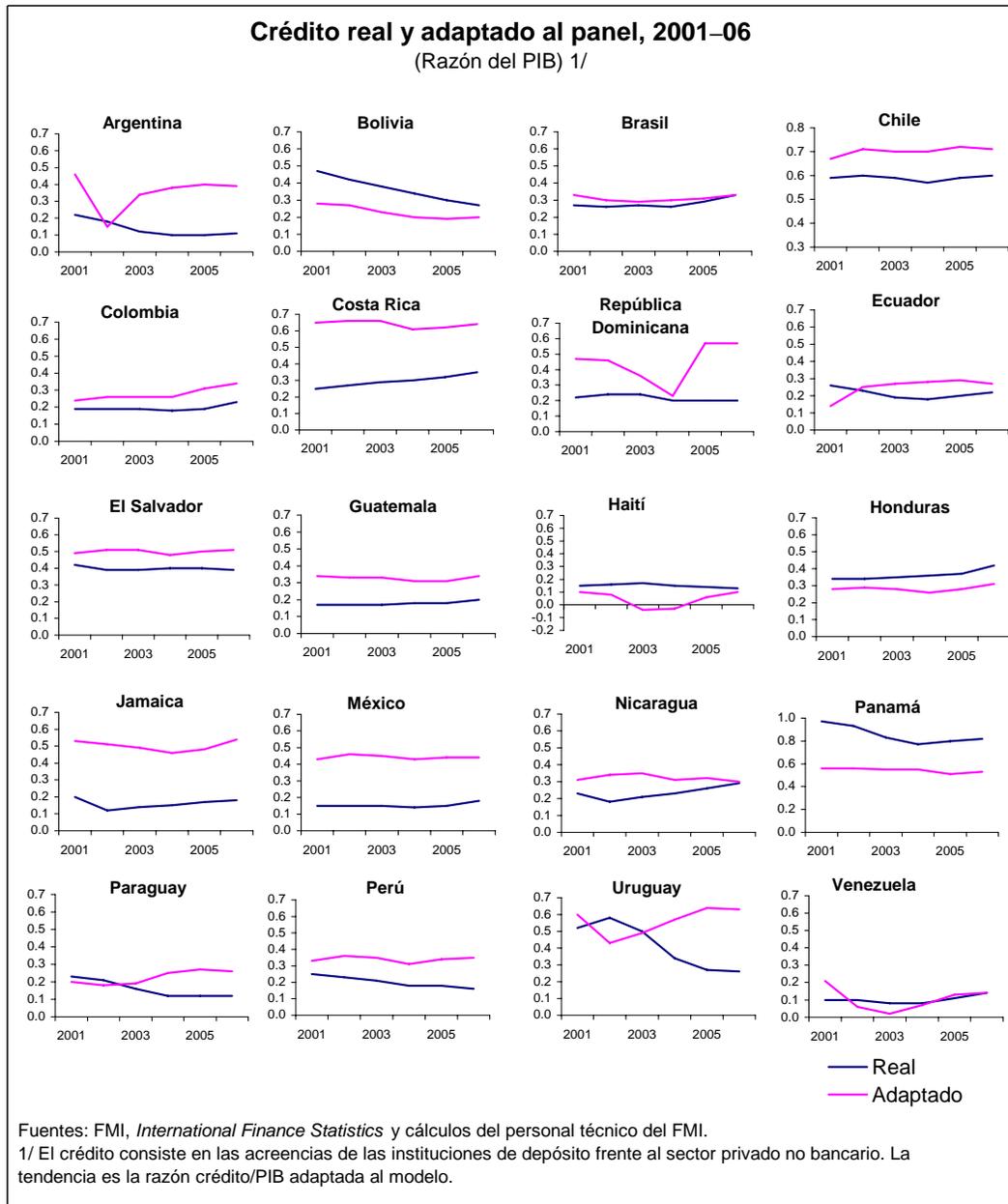
Crédito del sector privado: Evolución real y tendencia, 1960–2006
(Razón del PIB) 1/ 2/



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

1/ El crédito consiste en las acreencias de las instituciones de depósito frente al sector privado no bancario. La tendencia se obtiene mediante el uso de un filtro Hodrick-Prescott para cada país, con un parámetro fijado en 100.

2/ Las áreas sombreadas señalan las crisis bancarias, compiladas a partir de Kaminsky y Reinhart (1996); Lindgreen, García y Saal (1996); Caprio y Klingebiel (2002) y Carstens, Hardy y Pazarbaşıoğlu (2004).



Apéndice: Métodos de estimación, definición de variables y fuentes de datos

En este capítulo se realizan dos tipos de análisis para obtener una gama de indicaciones acerca del grado en que el crecimiento del crédito supera un nivel de tendencia dado.

Análisis de tendencia basado en un filtro

Se estimó la tendencia aplicando un filtro Hodrick- Prescott retrospectivo móvil para cada país. Este método puede ser económicamente significativo por cuanto se selecciona el umbral sobre la base de episodios anteriores de *booms* crediticios o crisis bancarias. El valor de los umbrales se define según la desviación relativa (es decir, la diferencia entre la razón crédito/PIB observado y de tendencia en relación con la razón crédito/PIB de tendencia) y la desviación absoluta (i.e., la diferencia entre la razón crédito/PIB observado y de tendencia). La primera sirve para tener en cuenta el grado de profundidad financiera; la segunda, el tamaño diferente de la economía. Un umbral relativo del 18% y/o un umbral absoluto del 3% recogen la mayoría de los anteriores *booms* del crédito o crisis bancarias (por ejemplo, las crisis de 1994–97 en México, de 1994–99 en Brasil, de 1981–83 en Chile y de 2002–03 en Uruguay).

Para el período 1960–2006 se usan los datos de estadísticas financieras internacionales (*International Financial Statistics*) del FMI relativos a los derechos de los bancos ante el sector privado y al PIB nominal, y para 2007 se usan las proyecciones del PIB nominal de *Perspectivas de la economía mundial*, de modo que la relación entre crédito bancario y PIB se calcula como el crédito bancario del año corriente dividido por el promedio entre el PIB del año corriente y el PIB del año siguiente.

Estimación del nivel “potencial” de la razón crédito bancario/PIB

Se incluyeron tanto los fundamentos económicos como las variables de política e institucionales que según la literatura respectiva resultan importantes para el desarrollo financiero. Djankov, McLiesh y Schleifer (2006) observaron que tanto la protección de los acreedores a través del sistema jurídico como el intercambio de información entre instituciones están vinculados a razones crédito bancario/PIB más altas, aunque la primera variable es relativamente más importante en los países más ricos y la segunda es más importante en los países en desarrollo. En un estudio exhaustivo de Huang (2007) se observó que la apertura comercial y la buena gestión de gobierno tienen efectos positivos en el desarrollo financiero, mientras que el origen del sistema jurídico en el derecho civil, la volatilidad de la inflación y la inestabilidad de las políticas tienen efectos negativos. Huang también observó que la situación inicial y la geografía son factores importantes: los países que tienen una superficie menor, un nivel inicial más alto de PIB y de población, políticas de mayor apertura comercial e instituciones más sólidas presentan un nivel más elevado de desarrollo financiero. En un estudio reciente de Dehesa, Druck y Plekhanov (2007) se observó que una proporción más alta del crédito con respecto al PIB guarda relación con una protección mayor de los derechos de los acreedores y una inflación más baja.

Se utilizaron regresiones según el método generalizado de momentos (GMM IV) para estimar formalmente los efectos de diversos factores en el crédito bancario al sector privado como porcentaje del PIB. Debido a la posible endogeneidad resultante del uso del nivel concurrente de PIB per cápita, se utilizaron valores rezagados de las variables explicativas, así como el nivel inicial de PIB y de población y un índice de fragmentación étnica. Los resultados de la primera etapa de regresión permiten inferir que la endogeneidad es ciertamente un problema, y la

prueba de relevancia IV y la de sobre identificación respaldan el uso de estos instrumentos. Se incluyeron variables cronológicas ficticias para observar la evolución de los mercados mundiales y de las estructuras bancarias internas a lo largo del tiempo.

En el cuadro de la página 71, se muestran los resultados de las especificaciones preferidas, que en general son robustas a los cambios de las especificaciones. Las estimaciones son similares a las encontradas en la literatura, y los coeficientes en general tienen los signos esperados.¹⁹

Las estimaciones del nivel “potencial” de la razón crédito bancario/PIB se basan en un panel de 79 países desde el 2001 hasta el 2005. Los datos anuales del PIB real per cápita ajustado según la PPA, medido en dólares internacionales del 2000, y los índices del IPC se toman de la base de datos de indicadores de desarrollo (*World Development Indicators*) del Banco Mundial. Los datos sobre la relación entre el crédito bancario al sector privado y el PIB provienen de la nueva base de datos del Banco Mundial sobre desarrollo y estructura del sistema financiero. Los datos correspondientes a las tasas pasivas de interés se toman de la base de datos sobre estadísticas financieras internacionales (*International Financial Statistics*) del FMI y cuando no se dispone de tasas pasivas se utilizan las tasas de las letras del Tesoro. Los datos sobre restricción del comercio se toman de la base de datos del FMI sobre política comercial, que incluye calificaciones basadas en la estructura arancelaria y las barreras comerciales no arancelarias. Las calificaciones asumen valores entre 1 y 10, correspondiendo un valor de 10 al régimen comercial más restrictivo.

Los principales datos relativos a la calidad institucional provienen del Banco Mundial y de Huang (2007). El valor correspondiente a gestión de gobierno y calidad institucional es el promedio simple de los seis indicadores de desarrollo institucional: voz y rendición de cuentas, estabilidad política, eficacia del gobierno, calidad regulatoria, estado de derecho y control de la corrupción, sobre la base de encuestas de amplio alcance realizadas por Kaufmann, Kraay y Mastruzzi (2007). Los datos sobre información crediticia y la cobertura de las centrales de riesgo públicas y privadas (como porcentaje de la población adulta total) se toman de la base de datos Doing Business del Banco Mundial. Los índices de protección de los derechos de los accionistas y de los acreedores se basan en La Porta *et al.* (1998) y asumen valores de 0 a 6 y de 0 a 4, respectivamente, correspondiendo los valores más altos a la mayor protección de los derechos.

Las variables instrumentales (el PIB real per cápita y la población total de 1990, y el índice de fragmentación étnica) se toman del cuadro 6.1. de Penn World Tables y de Alesina *et al.* (2003), respectivamente. La variable representativa de la tradición jurídica correspondiente a los sistemas francés, alemán y escandinavo se basa en la base de datos de la Red Mundial para el Desarrollo (Global Development Network) del Banco Mundial. Los datos correspondientes a la superficie en kilómetros cuadrados se basa en Gallup, Sachs y Mellinger (1999).²⁰

¹⁹ Al contrario de lo sostenido en el estudio de Huang (2007), la restricción del comercio se vincula con una razón crédito/PIB más elevada. Si bien esto puede reflejar la falta de variación de los datos, una posible explicación es que los países con menos apertura también protegen el sector bancario interno, promoviendo el financiamiento interno del comercio.

²⁰ Los datos correspondientes a la mayoría de las variables no variantes en el tiempo se obtuvieron de Huang (2007).

Resumen de episodios de "boom de crédito", 1980-2006			
	Umbral relativo = 18%	Umbral absoluto = 3%	Crisis bancarias 1/
Argentina	1980-82, 1998-2000	1980-81, 1998-2000	1980-82, 1989-90, 1994-95, 2001-02
Brasil	1988, 1994-97	1988, 1994-97	1990, 1994-99
Chile	1981-84	1980-85, 2001-02	1981-87
Colombia	1984, 2006	1982-84, 1996-98, 2006	1982-87, 1999-2000
México	1992-94, 2006	1992-94, 2006	1982, 1992-97
Perú	1981-85, 1997-99	1997-2000	1993-94
Honduras		1987-88, 1998-99, 2006	
Bolivia	1982, 1999	1982, 1993-94, 1997-2000	1986-87, 1994-95
Uruguay	1981-82, 1998-2002	1981-83, 1998-2002	1981-84, 2002-03
Costa Rica			1987
República Dominicana	2000-01	2001-03	2003-05
Ecuador	1983-86, 1997-98	1983-86, 1995, 1997-98	1982-84, 1996-2002
El Salvador	1985	1983-85, 1989, 1997-2000	
Guatemala	1983-84	1983-84	
Jamaica	1989, 1998-99	1982-83, 1988-89, 1998-2000, 2006	1994-2000
Nicaragua	1980-82, 1992-93, 1999-2000	1980-82, 1992-93, 1998-2000, 2006	1990-96, 2000-01
Panamá	2001	1987, 1994, 1998-2000	
Paraguay	1982, 1994	1994, 1997, 2001	1985, 1995-2000
Trinidad y Tabago		1985, 1987, 1998	
Venezuela	1987, 1997, 2005	1986-87	1993-95

1/ Episodios de crisis identificados por Caprio y Klingebiel (2002), Carstens, Hardy y Pazarbaşıoğlu (2004) y Kaminsky y Reinhart (1996).

Resultados de regresiones mediante el método generalizado de momentos (GMM IV)						
(Variable dependiente: Crédito del sector privado/PIB) 1/						
	Coeficientes		Coeficientes		Coeficientes	
	Valor P	Valor P	Valor P	Valor P	Valor P	Valor P
Log. del PIB real per cápita, ajustado en función de la PPA	0.11	0.00	0.10	0.00	0.11	0.00
Superficie, en logaritmo	-0.04	0.00	-0.03	0.00	-0.03	0.00
Índice de información crediticia	0.01	0.31	0.01	0.21	0.01	0.21
Inflación	-0.71	0.00	-0.72	0.00	-0.69	0.00
Tasas de interés real	-0.27	0.12	-0.27	0.11	-0.28	0.10
Gestión de gobierno y calidad institucional	0.19	0.00	0.18	0.00	0.18	0.00
Variable ficticia de tradición jurídica	-0.07	0.01	-0.07	0.01	-0.08	0.00
Restricción del comercio	0.10	0.03	0.01	0.02		
Centro financiero internacional			0.09	0.23	0.08	0.27
Constante	0.03	0.73	0.02	0.80	0.01	0.89
Número de observaciones		370		370		370
Coef. de determinación (R^2) centrado		0.76		0.76		0.76
Coef. de determinación (R^2) no centrado		0.90		0.90		0.90

1/ Instrumentos: logaritmo del PIB real per cápita, ajustado en función de la PPA. Instrumentos excluidos: índice de fragmentación étnica, logaritmo del PIB per cápita en 1990, logaritmo de la población en 1990.

Estadísticas resumidas de indicadores claves de desarrollo financiero														
(Promedio de 2001-05, salvo indicación contraria)														
	OECD		América Latina y el Caribe		Asia Oriental y el Pacífico		Oriente Medio y Norte de África		Europa y Asia Central		Sur de Asia		África subsahariana	
	Media	Obs.	Media	Obs.	Media	Obs.	Media	Obs.	Media	Obs.	Media	Obs.	Media	Obs.
Calidad institucional														
Índice de derechos jurídicos	6.3	88	3.8	80	6.5	52	3.8	48	5.6	72	4.8	16	4.5	87
Índice de información crediticia	5.0	109	4.8	98	4.0	52	2.9	48	3.2	89	3.0	16	1.3	87
Cobertura de calif. crédito privado	8.8	88	10.9	80	4.9	52	10.0	48	2.5	72	0.2	16	1.5	87
Cobertura de calif. crédito público	59.0	84	38.5	80	36.9	44	14.6	48	9.9	64	2.6	16	4.4	87
Índice de derechos de los accionistas 1/	3.0	88	2.7	36	3.4	40	2.2	20	2.0	4	4.3	12	0.9	13
Índice de derechos de acreedores 1/	1.9	88	1.3	32	2.8	40	2.5	16	2.0	4	3.7	12	1.3	13
Var. ficticia de tradición jurídica	0.7	109	0.9	98	0.3	52	0.8	48	1.0	5	0.0	16	0.6	87
Índice de gestión de gobierno	1.4	109	-0.3	98	0.4	52	0.1	48	-0.2	5	-0.6	16	-0.6	87
Restricción del comercio	3.7	109	3.4	98	2.9	52	5.2	36	4.8	5	6.1	16	3.7	87
Condiciones iniciales														
Log. población de 1990	9.8	109	9.2	98	10.0	48	9.5	36	10.9	5	11.6	16	9.2	87
Log. PIB real per cápita de 1990	9.8	109	8.3	98	8.9	48	8.7	36	8.7	5	7.5	16	7.1	87
Log. superficie	11.8	109	12.5	98	11.5	52	12.4	48	13.6	5	12.8	16	12.2	87
Índice de fragmentación étnica 2/	0.2	104	0.4	98	0.3	52	0.3	48	0.3	5	0.4	16	0.7	87
Entorno macroeconómico														
PIB real per cápita basado en la PPA	27117.8	109	5693.0	98	13307.4	52	11188.7	48	8050.5	74	2490.8	16	1904.2	87
Inflación del IPC	2.2	109	9.1	98	3.3	52	3.2	48	7.3	77	5.9	16	8.0	87
Tasa de interés real	0.2	93	1.0	98	1.5	52	2.0	38	2.2	69	0.8	12	1.1	80

Fuentes: Banco Mundial, FMI y Huang (2007).
 1/ Basado en La Porta *et al.* (1998).
 2/ Basado en Alesina *et al.* (2003).

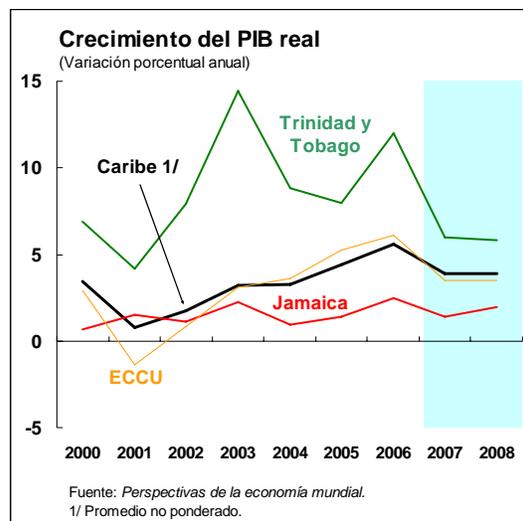
VI. Perspectivas y temas de integración en el Caribe

Evolución reciente y perspectivas de la economía

En la región del Caribe el crecimiento económico ha sido robusto y las perspectivas siguen siendo favorables. El año pasado, el PIB de la región se expandió en 5½%, el ritmo más acelerado de las últimas dos décadas.²¹ El fortalecimiento de los marcos de política económica y las favorables condiciones externas han sido el fundamento de la recuperación observada desde el 2001, cuando los ingresos del turismo se redujeron acentuadamente tras los acontecimientos del 11 de septiembre. De cara al futuro, se prevé una desaceleración moderada del crecimiento, como consecuencia de la finalización de la Copa Mundial de Críquet y del retorno a la tendencia histórica de los ingresos provenientes del turismo a partir del 2006. En ese año, los turistas que intentaban visitar México se desviaron hacia el Caribe, por efecto de los huracanes que azotaron las áreas turísticas mexicanas. Debido a las perspectivas externas favorables, se prevé que el crecimiento económico en el Caribe se mantenga por encima de su tendencia histórica, y que el PIB regional se expanda en aproximadamente 4% en el 2007 y el 2008.

El fortalecimiento de las políticas macroeconómicas ha contribuido a contener la inflación. En general, los países de la región han logrado limitar el impacto inflacionario de los *shocks* a la oferta de alimentos relacionados con los desastres naturales y el aumento de los precios de importación del petróleo. En Jamaica, una política

²¹ La media del Caribe es la media aritmética de los 15 países siguientes: Antigua y Barbuda, Bahamas, Barbados, Belice, Dominica, Granada, Guyana, Haití, Jamaica, la República Dominicana, Trinidad y Tabago, Saint Kitts y Nevis, Santa Lucía, San Vicente y las Granadinas, y Suriname.



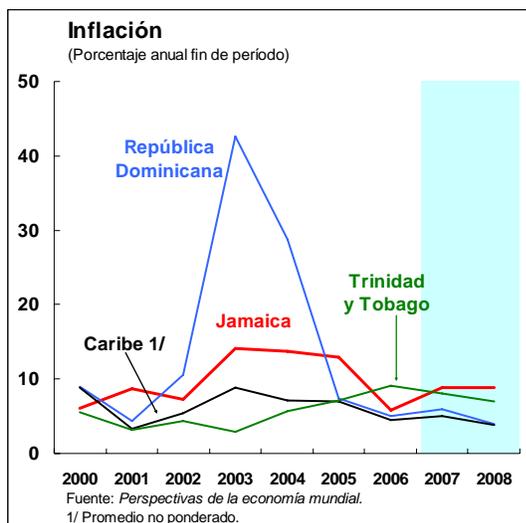
	1995-2004 Prom.	2005	2006	2007 Proy.	2008 Proy.
El Caribe 1/	4.2	6.5	8.4	6.0	4.4
Bahamas	3.3	2.5	3.4	3.1	4.0
Barbados	2.2	4.1	3.9	4.2	2.7
República Dominicana	5.2	9.3	10.7	8.0	4.5
Economías de la ECCU 1/	2.7	5.5	5.8	3.6	3.9
Guyana	2.4	-1.9	5.1	5.6	4.6
Haití	1.5	0.4	2.2	3.2	4.3
Jamaica	0.5	1.4	2.5	1.4	2.0
Trinidad y Tobago	7.7	8.0	12.0	6.0	5.8

Fuente: FMI, *Perspectivas de la economía mundial*.
1/ El PIB ponderado en función de la PPA.

monetaria adecuada ha permitido reducir la inflación de los precios al consumidor de 19% en septiembre de 2005 a menos del 6% a fines del 2006. Del mismo modo, en la República Dominicana, la inflación, que registró un incremento acelerado tras la crisis bancaria de 2002–03, disminuyó una vez que las autoridades recuperaron el control de los agregados monetarios. No obstante, la inflación ha seguido siendo un problema en Trinidad y Tobago, donde el *shock* positivo sobre los términos de intercambio y la expansión acelerada de la inversión pública han generado restricciones en la capacidad productiva. En general, se prevé que la inflación

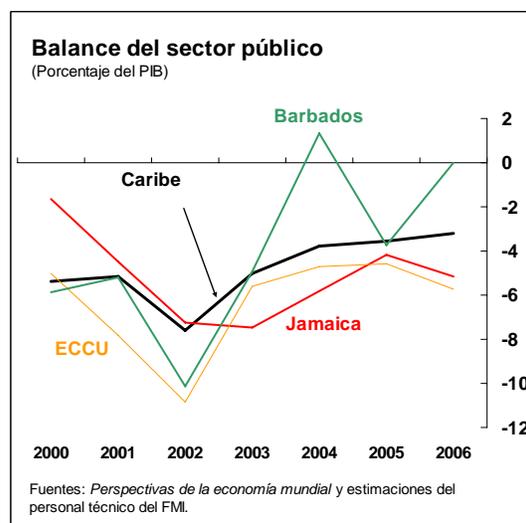
Inflación				
(Fin de período, porcentaje) 1/				
	1995-2004 Prom.	2005	2006	2007 Proj.
El Caribe 2/	11.0	8.3	6.1	6.5
Bahamas	1.7	1.2	2.3	2.6
Barbados	2.5	7.4	5.6	4.9
República Dominicana	13.0	7.4	5.0	6.0
Economías de la ECCU 2/	2.0	4.4	2.2	3.4
Guyana	5.4	8.3	4.2	8.0
Haití	17.1	14.8	12.4	8.0
Jamaica	11.5	12.9	5.8	8.9
Trinidad y Tobago	4.2	7.2	9.1	8.0

Fuentes: *Perspectivas de la economía mundial* y estimaciones del personal técnico del FMI.
 1/ Tasas de fin de período, es decir, de diciembre a diciembre. Estas por lo general serán diferentes de las tasas de inflación media del período citadas en *Perspectivas de la economía mundial*, aunque en ambos casos se utilizan proyecciones básicas idénticas.
 2/ El PIB ponderado en función de la PPA.



promedio en el Caribe se acelere ligeramente a 5% en 2007 y se reduzca en el mediano plazo.

Los países de la región aprovecharon desde el comienzo la expansión económica para fortalecer sus cuentas fiscales. En promedio, los déficits se redujeron en 4 puntos porcentuales del PIB durante el período 2002–05, debido a la adopción de varias medidas de política. Por ejemplo, en Dominica se crearon nuevos impuestos, se aumentaron las tasas de otros impuestos y se redujo el gasto salarial tras la crisis económica del 2002–03, mientras que en Jamaica se adoptó un programa de consolidación fiscal de gran alcance,



Cuenta corriente externa					
(Porcentaje del PIB)					
	1995-2004 Prom.	2005	2006	2007 Proj.	2008 Proj.
El Caribe 1/	-3.4	-0.3	-0.4	-1.0	-0.6
Bahamas	-10.1	-14.3	-25.4	-21.1	-16.5
Barbados	-4.0	-12.5	-8.4	-8.6	-8.5
República Dominicana	-0.9	-1.4	-3.2	-3.4	-2.3
Economías de la ECCU 1/	-15.9	-19.8	-24.9	-22.0	-20.6
Guyana	-11.9	-15.5	-17.5	-19.7	-17.0
Haití	-1.1	1.8	0.6	2.1	1.5
Jamaica	-5.9	-11.2	-11.1	-10.9	-10.8
Trinidad y Tobago	2.2	23.8	25.6	19.7	17.2

Fuente: *Perspectivas de la economía mundial*.
 1/ El PIB ponderado en función del dólar.

al amparo del cual se implementó una amplia gama de medidas relativas al ingreso y el gasto durante el período 2003–04. Varios países de la región iniciaron programas de reforma tributaria, por ejemplo, la introducción del IVA, la que ha contribuido a mejorar la recaudación (Antigua y Barbuda, Dominica, Guyana y San Vicente y las Granadinas). Además, en los últimos años los presupuestos han resistido mejor las condiciones adversas, gracias a la adopción de reformas destinadas a ampliar la flexibilidad fiscal, por ejemplo la aplicación de mecanismos para mantener una mayor uniformidad entre los precios internos del petróleo y los costos de importación. Sin embargo, en algunos países, la labor en el terreno fiscal se ha debilitado recientemente. En Jamaica el superávit primario se redujo en el 2006 y los déficit en los países de la

Unión Monetaria del Caribe Oriental (ECCU) se ampliaron.

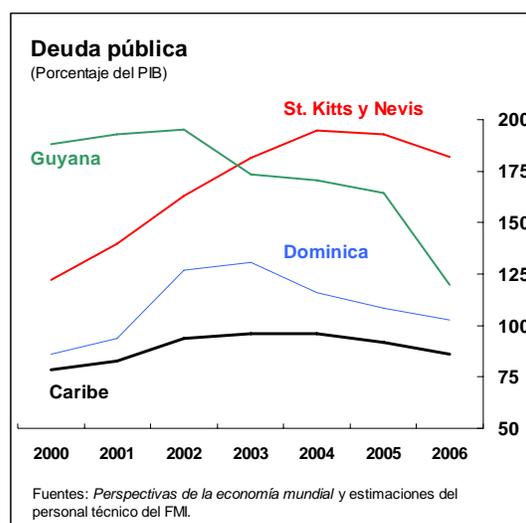
Las perspectivas para la región del Caribe seguirán dependiendo de los acontecimientos externos y de las medidas de política domésticas. La región está sumamente expuesta a *shocks*, y los riesgos de deterioro de la situación han aumentado en varias áreas. El Huracán Dean, que azotó el Caribe a fines de agosto, ha afectado negativamente las perspectivas de crecimiento y ha agudizado el riesgo de inflación en varios de los países afectados (especialmente en Dominica, Jamaica y Santa Lucía). Además, la actual volatilidad de los mercados financieros internacionales podría perjudicar el crecimiento económico mundial, desmejorando así las perspectivas del crecimiento y el turismo en el Caribe. La región sigue dependiendo considerablemente de la evolución económica en América del Norte en particular, dados los fuertes vínculos creados por el turismo, las remesas y los flujos de inversión extranjera. Por ende, una desaceleración de la actividad económica en Estados Unidos tendrá un fuerte impacto negativo en las perspectivas de crecimiento del Caribe.

Avances más significativos en la reducción de la deuda son esenciales para aumentar la resistencia de la región a los efectos negativos de los *shocks*. El reordenamiento de las finanzas públicas efectuado durante este ciclo económico, junto con algunos casos de reestructuración de deuda, han permitido reducir el coeficiente de endeudamiento desde el 2003. No obstante, los países del Caribe están aún entre los más endeudados del mundo, y en algunos la relación deuda/PIB es muy superior al 100%. Mirando hacia adelante, la región sigue comprometida a reducir su endeudamiento. Por ejemplo, en el 2006 la ECCU confirmó su objetivo de reducir la deuda pública en todos sus países miembros a un nivel inferior al 60% del PIB. Se ha adoptado un parámetro de referencia revisado a fin de alcanzar esta meta a más tardar en el 2020. Cada país está comprometido a lograr este objetivo siguiendo anualmente metas fiscales consistentes con el mediano plazo. Del mismo

modo, en Jamaica se ha fijado como meta mejorar el superávit primario durante este año.

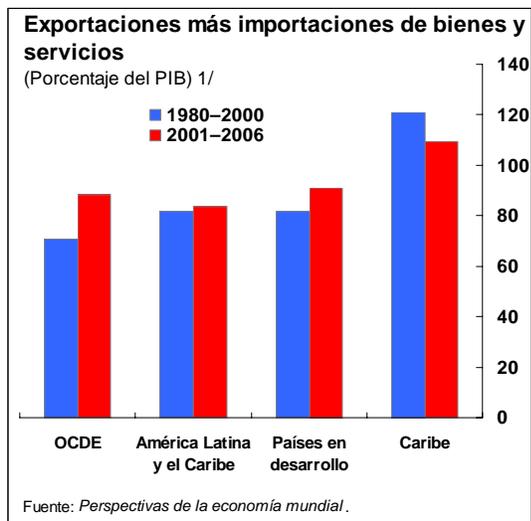
Temas de integración regional

Históricamente, las economías del Caribe se han situado entre las más abiertas del mundo. Si bien esto permite a la región beneficiarse de la integración del comercio y la globalización, también plantea ciertos retos, sobre todo dado el tamaño pequeño de muchas de estas economías. La cooperación regional puede ayudar a superar muchos de estos desafíos. Por ejemplo, la combinación de los recursos puede ayudar a la región a generar economías de escala y a compartir los riesgos. Del mismo modo, el fortalecimiento de la colaboración regional permite que los países compitan más eficazmente por inversiones extranjeras productivas y se adapten a los cambios en la estructura del comercio.



Tres aspectos relacionados con la integración tienen especial prioridad. Primero, la integración financiera regional, como una forma de fomentar y profundizar los sistemas financieros y como consecuencia elevar el crecimiento en la región; segundo, los incentivos tributarios y la inversión, área en la que una labor regional armonizada es esencial para superar los problemas de gestión colectiva; tercero, la formulación de estrategias para remediar la erosión de las preferencias comerciales en los mercados de exportación de la

Unión Europea (UE). En el resto de este capítulo se presenta un resumen de aspectos importantes relacionados con estos ámbitos (ver Rodlauer *et al.*, por publicar).



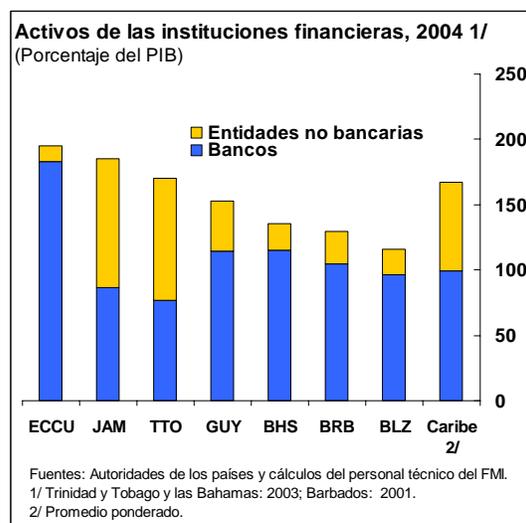
Integración financiera

La Comunidad del Caribe (CARICOM), que fué establecida en 1973 y actualmente cuenta con 15 países miembros, está tratando de integrar los mercados de capital nacionales mediante la eliminación de restricciones al suministro de servicios financieros y a los flujos de capital transfronterizos. Los activos totales del sector financiero en CARICOM son superiores al 150% del PIB regional, incluyendo importantes sectores bancarios y no bancarios, y las cuentas del sector financiero representan alrededor del 8% del producto regional, porcentaje superior al promedio del G-7 de 7%. Los conglomerados financieros regionales desempeñan una importante función en el Caribe con activos de los nueve principales conglomerados prácticamente equivalentes al PIB regional. El centro financiero del Caribe es Trinidad y Tobago, donde el sector financiero genera la décima parte del PIB de ese país, un nivel comparable al de Singapur.

Si bien los mercados financieros del Caribe son voluminosos en relación con el PIB, en general no están bien desarrollados. Por ejemplo, en los mercados primarios de bonos los valores públicos

son predominantes, los mercados secundarios son ilíquidos y los sistemas de liquidación y custodia son anticuados. Del mismo modo, el volumen de operaciones del mercado de valores sigue siendo bajo en relación a niveles internacionales. Las transacciones con instrumentos financieros derivados también son limitadas, y son extrabursátiles (*over the counter*), dada la inexistencia de mercados secundarios y bolsas organizadas.

Aunque CARICOM proporciona un marco estructural regional, los mercados financieros de la región siguen siendo bastante segmentados. La actividad bancaria transfronteriza es limitada, y la obtención de préstamos en el extranjero es relativamente escasa. Esta segmentación se manifiesta, además, en la falta de correlación entre las tasas de interés, el relativamente alto grado de dispersión de las tasas de interés, y las grandes y persistentes diferencias de precios entre los valores que se cotizan en distintas bolsas. La integración podría aumentar la disponibilidad de capital, especialmente en el caso de empresas y países pequeños, alentar mejoras de la reglamentación financiera, reducir el costo del capital y, entretanto, aumentar significativamente el crecimiento económico al ayudar a encauzar recursos hacia actividades económicas con mayores tasas de rentabilidad.

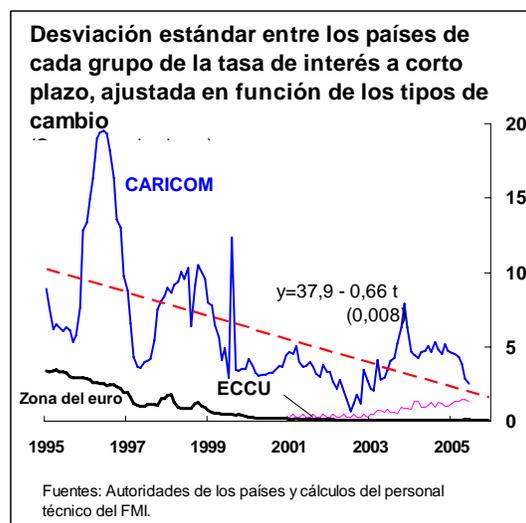


Para mejorar las perspectivas de integración y evitar posibles efectos negativos se requieren políticas económicas sólidas. Uno de los efectos secundarios de la integración de los mercados financieros es que los *shocks* pueden propagarse mucho más rápido entre los países. El fortalecimiento de las políticas y las condiciones macroeconómicas ayuda a limitar el contagio, especialmente en los países con alto nivel de endeudamiento y déficits altos de la balanza en cuenta corriente. La liberalización de la cuenta de capital dentro del Caribe, un componente fundamental de la integración financiera, también exige una mayor flexibilidad por parte de las autoridades monetarias. En particular, algunos países de la región deben procurar que sus instrumentos de política monetaria basados en el mercado sean adecuados para manejar la liquidez en un sistema integrado. Finalmente, una infraestructura más sólida y unas normas de comercio más simples pueden reducir los costos de transacción y la segmentación del mercado.

El éxito de la integración hará necesario también reforzar la prácticas de supervisión, especialmente sobre conglomerados regionales. La integración puede crear riesgos hasta ahora desconocidos y, en general, dificultar la evaluación y gestión de riesgo a nivel nacional. A medida que los conglomerados regionales se organicen más a nivel funcional que con criterios geográficos, los supervisores regionales tendrán que evitar que surjan áreas no supervisadas como resultado de información segmentada y/o división geográfica. Si bien los países del Caribe están adoptando medidas destinadas a reforzar la supervisión, deberá darse mayor prioridad a varios aspectos a nivel regional: continuar mejorando la supervisión a nivel doméstico, reforzar los procedimientos para enfrentar crisis y mejorar la coordinación regional en lo que respecta a las redes de seguridad y temas relacionados con la resolución de bancos o agrupaciones regionales.

Incentivos tributarios e inversión

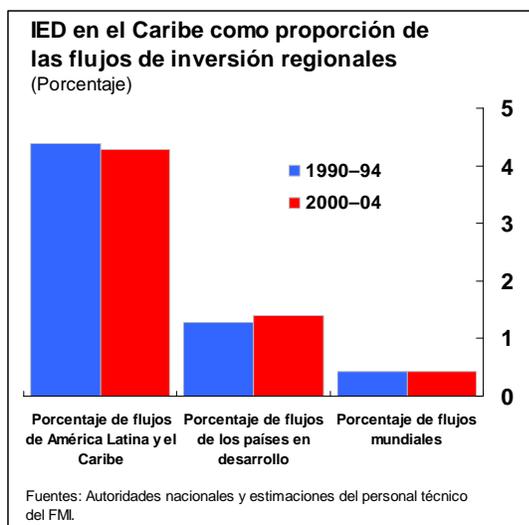
En el Caribe se ha hecho un amplio uso de incentivos para atraer inversión extranjera directa



(IED) y generar empleo. Por ello, los incentivos especiales para la inversión han proliferado en toda la región, especialmente las treguas tributarias (*tax holidays*), que otorgan a las sociedades exenciones sobre el impuesto a la renta y los derechos de importación por un período de hasta 25 años. En vista de la mayor movilidad mundial del capital, los gobiernos de la región han preferido no reducir unilateralmente los sistemas de incentivos en vigor, pues temen que las inversiones puedan desviarse a otros países.

A pesar de la existencia generalizada de incentivos, la proporción que le corresponde al Caribe en las inversiones regionales y mundiales se ha estancado. La IED ha aumentado, aunque no más rápido que en otras regiones del mundo. La distribución intrarregional de IED también es irregular; las economías más grandes reciben la mayor parte de los flujos de inversión en el Caribe, mientras que los países más pequeños de la ECCU son los principales destinatarios de IED si se mide en función del PIB. Además, los flujos de IED persisten a través del tiempo en los respectivos países y en general se concentran en los principales sectores de exportación, lo cual refleja la dotación natural de recursos de cada país.

Un estudio reciente elaborado por el personal técnico del FMI confirma la importancia de factores distintos de los incentivos para atraer la inversión. El estudio indica que la IED en el Caribe es susceptible a variar con los cambios en la política tributaria, aunque de manera limitada. Otros factores, como la calidad institucional, desarrollo de la infraestructura, gestión de gobierno, apertura, y restricciones a la IED tienen igual importancia. Los incentivos a la IED no parecen tener un efecto importante en los flujos de IED en una muestra de países en desarrollo grandes, aunque si lo tienen en una muestra de países caribeños.



Los incentivos tributarios y arancelarios pueden tener un alto costo. Estos costos incluyen: (1) el desgaste de la base impositiva, (2) las distorsiones en la asignación de recursos, (3) el aumento de la carga administrativa y (4) el surgimiento de oportunidades para la búsqueda de rentabilidad (*rent seeking*). Si bien la falta de datos impide hacer un análisis exhaustivo, la brecha entre los ingresos anuales derivados de la aplicación de tasas legales y la recaudación efectiva es superior al 10% del PIB al año, en promedio, en la región. Cabe destacar que, además de los incentivos para la inversión, esta brecha refleja otras exenciones y la eficiencia en la administración tributaria. Sin embargo, la brecha es indicativa del amplio margen de pérdidas.

Por consiguiente, los responsables de política económica deben considerar la posibilidad de reducir el nivel de los incentivos tributarios. Al destinar el ahorro proveniente de menores incentivos tributarios a mejorar otros factores determinantes de la inversión, como la infraestructura y las instituciones, podrían ampliarse las posibilidades de atraer inversión. También podría ser más eficiente reducir las tasas impositivas legales y, al mismo tiempo ampliar la base impositiva.

En la medida que se considere que los incentivos son necesarios, es posible mejorar el costo/beneficio de los mismos. Los esfuerzos de reforma podrían centrarse en: (1) agrupar todos los incentivos en el código legal para eliminar arbitrariedades en el otorgamiento de exenciones; (2) reemplazar las treguas tributarias (*tax holidays*) por créditos de depreciación acelerada; (3) evitar que la ampliación de incentivos incluya nuevos impuestos indirectos; (4) introducir plazos para las exenciones, protegiendo los derechos adquiridos por los inversionistas habilitados para recibir los incentivos que se están derogando; y (5) publicar los costos de los incentivos a fin de aumentar la transparencia.

	Imp. sobre renta de las empresas	Imp. relacionados con importaciones	Total
Caribe	5.6	5.3	10.9
República Dominicana	4.0	3.9	7.9
Trinidad y Tabago	3.3	2.4	5.7
Jamaica	6.2	3.9	10.1
ECCU	5.4	5.8	11.2
Otros	6.1	5.7	11.8

Fuente: Rodlauer et al. (de próxima publicación).
1/ Se asume que el sector empresarial representa 1/4 del total del PIB.

La coordinación regional puede ayudar a superar el problema de acción colectiva asociado con la reducción o eliminación de los incentivos. Por ejemplo, la armonización, por medio de un código de conducta regional, deberá basarse en ciertos principios básicos: proteger el sistema tributario en todos los países; mantener niveles de tributación moderados y predecibles; evitar la

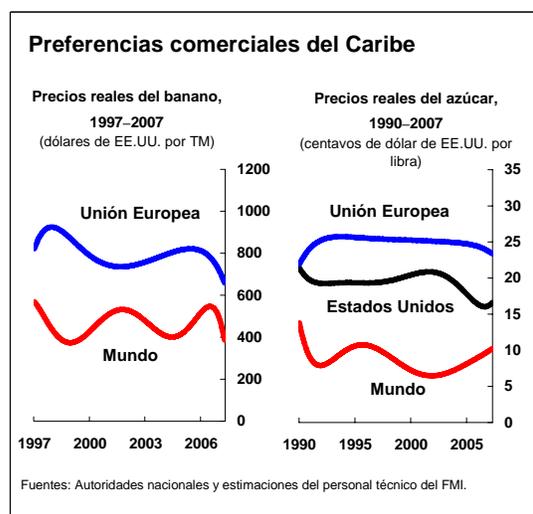
discriminación tributaria; y limitar la competencia impositiva, respetando la soberanía nacional. El éxito de estos códigos dependerá del nivel de compromiso asumido por los países y de la existencia de mecanismos eficaces para exigir su cumplimiento. No obstante, no deben subestimarse los esfuerzos y el tiempo necesarios para elaborar estos códigos. Al reorientar los esfuerzos individuales de los países para atraer de manera más eficiente la inversión (por ejemplo, mejorando el clima empresarial), los esfuerzos de coordinación regional pueden generar importantes beneficios para los países y los inversionistas extranjeros.

Erosión de las preferencias comerciales

Desde 1993 los precios de exportación efectivos del banano del Caribe han ido disminuyendo ininterrumpidamente, pues la Unión Europea ha reducido el acceso preferencial. En 1993 la Unión Europea eliminó las barreras internas al comercio, lo cual expuso a los exportadores tradicionales de la región a una mayor competencia, aunque se mantuvieron preferencias en el marco del nuevo régimen ordinario de importación del banano de la Unión Europea. En 1998 se eliminaron las cuotas específicas para todos los países con acceso preferencial a los mercados de la Unión Europea, lo cual dio a los países africanos que eran más eficientes, una ventaja sobre los productores caribeños. Finalmente, en el 2006 la Unión Europea reemplazó las cuotas para el banano de América Latina con un arancel para naciones más favorecidas de €176 por tonelada métrica.

Es probable que esta tendencia continúe en el mediano plazo. En el 2005 la Unión Europea anunció una reducción escalonada en cuatro años del 36% para los precios internos del azúcar. Esto conlleva una reducción similar en los precios de importación de azúcar de países que siguen teniendo acceso al mercado de la Unión Europea, (incluidos los del Caribe), los cuales gozan de precios superiores a los del mercado mundial.

Si bien, en general, la erosión de los acuerdos de comercio preferencial es globalmente eficiente, ésta a la vez reduce el ingreso de los países que tenían acceso especial. Por ejemplo, los cálculos del personal técnico del FMI indican que, en promedio, el valor de la asistencia implícita proporcionada por el régimen de importación del banano de la Unión Europea fue equivalente a alrededor del 8% del PIB al año en las Islas Windward del Caribe (excepto Granada) y cercano al 3% del PIB en Belice y Surinam durante el período 1977–2005. Estas estimaciones están basadas en varios supuestos, pero dan una idea general sobre la magnitud del problema. Del mismo modo, la asistencia implícita en el régimen del azúcar de la EU equivale anualmente, en promedio, a cerca del 10% del PIB en Guyana y al 2–4½% del PIB en Belice.



Por estas razones, la erosión de las preferencias comerciales de la UE han tenido y continuarán teniendo un costo alto para algunos países del Caribe, y graves efectos negativos en el saldo comercial, el producto y las cuentas fiscales. En el caso de San Vicente y las Granadinas y Santa Lucía, que dependen fuertemente del banano, el producto podría bajar en 1½–2% en el mediano plazo con respecto al escenario base. Guyana afronta una reducción acumulada del producto de un 6½% para el 2010, en la medida que se eliminan progresivamente las preferencias para el comercio de azúcar. Incluso en países donde los

efectos macroeconómicos son menores, los costos sociales pueden ser significativos, dado el impacto negativo en el ingreso de los hogares rurales pobres y los agricultores de mayor edad, cuyas oportunidades de empleo alternativo son limitadas.

Las estrategias de adaptación deberán responder a las circunstancias específicas de cada país, y pueden incluir lo siguiente:

- Redes selectivas de protección social y otras medidas para asistir a la población afectada. Es necesario adoptar medidas transitorias para ayudar a los trabajadores agrícolas más vulnerables a enfrentar la reducción del ingreso asociada con la erosión de las preferencias. Estas medidas pueden incluir la creación de programas de transferencia de ingresos cuidadosamente focalizados, tomando en consideración las limitaciones fiscales, la autorización para que los trabajadores sigan participando en el sistema nacional de pensiones con contribuciones más bajas o sin ellas, y el suministro de oportunidades para la búsqueda de empleo y la reconversión laboral, en la medida que sea posible.
- Medidas para fomentar una producción agrícola más eficiente. En algunos casos, el mantenerse competitivos en el marco de los nuevos regímenes de comercio probablemente hará necesarias nuevas

inversiones, lo cual puede ser complicado para los países que tienen un alto nivel de deuda y un limitado margen de gestión fiscal. El papel de las privatizaciones y la inversión extranjera puede ser importante en este respecto.

- En otros casos, el abandono de las operaciones agrícolas tradicionales podría ser la única opción. Un esfuerzo continuo encaminado a mejorar el clima de inversión, reducir los costos de la actividad comercial y afianzar la capacidad de la mano de obra ayudará a promover la reasignación de recursos a sectores económicamente viables. De hecho, en Saint Kitts y Nevis y en Trinidad y Tobago la industria azucarera, que en el pasado tuvo gran importancia, ha dejado de existir o ha declinado significativamente.

Conclusiones

El actual contexto económico y político ofrece una buena oportunidad para revitalizar reformas, con el fin de adaptarse a los efectos de la integración. El crecimiento en la región sigue siendo sólido y las condiciones externas, en un contexto histórico más amplio, siguen siendo favorables. Al mismo tiempo, las transiciones y reformas políticas recientes o previstas en la región pueden dotar a las autoridades del mandato necesario para implementar reformas profundas y proteger sus estrategias fiscales y de reducción de deuda.

Panorama del sector financiero, 2006

	Argentina	Bolivia	Brasil	Chile	Colombia	Ecuador	México	Paraguay	Perú	Uruguay	Venezuela
Sistema financiero											
Activos del sector bancario/PIB	39.6	39.6	63.4	56.7	64.1	35.5	24.3	32.0	27.1	67.0	29.3
Crédito del sector financiero 1/											
Crédito/PIB											
Crédito total	26.6	36.5	31.5	68.6	48.0	22.6	45.4	23.3	32.8	24.2	15.1
<i>del cual: % en moneda extranjera</i>	13.6	83.5	...	...	...	n.a.	4.3	30.9	48.3	59.1	6.7
Crédito al sector privado	13.0	36.4	30.7	68.2	35.7	22.0	22.3	16.7	28.4	21.9	17.1
Crédito a empresas privadas	7.7	14.0	19.0	45.5	24.7	8.6	13.7	...	11.5	14.5	...
Crédito a hogares	5.3	22.4	11.7	22.7	11.0	6.7	8.7	...	5.0	9.1	...
Crédito al sector público	13.6	0.1	0.8	0.4	8.8	0.6	23.1	6.6	4.4	1.7	-2.0
Crecimiento del crédito (%), prom. 2004-06											
Total	8.4	3.7	20.5	16.9	15.1	21.2	14.5	18.5	12.0	-4.7	88.0
Sector privado	28.5	3.8	21.0	17.1	26.7	24.6	16.7	13.3	12.3	-3.0	78.9
Empresas	26.6	0.1	16.6	14.4	29.7	18.8	10.8	...	9.5	6.1	...
Hogares	31.6	6.4	29.9	23.3	22.1	35.1	30.3	...	20.9	-4.8	...
Sector público	-2.3	-6.3	9.0	1.1	7.0	-20.6	12.5	37.8	10.8	-15.4	86.3
Préstamos hipotecarios											
Proporción del PIB	1.6	7.3	1.5	14.0	2.4	1.9	3.8	...	2.3	7.9	...
Crecimiento (%), prom. 2004-06	3.9	7.9	12.8	20.1	-6.5	39.5	16.2	...	15.8	1.5	...
Depósitos											
Depósitos totales/PIB	26.1	38.0	25.1	54.7	23.4	25.1	16.6	23.6	19.8	51.3	34.3
Depósitos privados/PIB	18.7	37.8	24.7	...	17.3	21.7	15.7	20.1	18.4	49.5	34.1
% denominado en mon. extranjera	12.4	76.8	0.2	...	...	n.a.	8.9	50.6	62.3	84.9	0.5
Tasas de interés (porcentaje)											
Tasa de intervención, fin de 2006	8.0	6.8	13.3	5.3	7.5	...	...	...	4.5	...	9.3
Tasa de depósitos a corto plazo (moneda local)	6.5	3.7	12.6	5.4	6.8	5.3	3.5	10.9	3.6	2.3	10.0
Diferencial tasa activa-pasiva	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...
Hipotecas	3.4	...	...	...	...	4.9	9.2	...	...	...	3.7
Hogares	19.5	5.3	39.5	21.9	12.8	5.6	28.1	10.7	34.8	34.4	...
Empresas	8.7	...	13.6	5.0	5.2	4.0	...	5.4	5.6	24.6	7.4
Instituciones financieras no bancarias											
Crédito total/PIB	0.4	7.6	5.9	...	...	5.2	10.8	2.9	...	0.4	...
Crédito al sector privado/PIB	0.4	7.6	5.4	...	...	5.0	3.1	2.8	...	0.3	...
Variación (prom. 2004-06)	0.1	-0.5	0.3	...	...	0.5	0.3	0.1	...	-0.7	...
Activos de fondos mutuos/PIB	2.9	...	39.2	12.1	...	...	7.5	...	...	...	...
Activos de fondos de pensiones/PIB	13.6	20.1	16.1	60.7	14.1	...	7.9	...	15.4	13.4	...
<i>De los cuales: Act. del sector público</i>	55.2	76.2	...	13.1	47.6	...	75.3	...	19.0	88.0	...
Act. del sector empresarial	14.4	9.8	...	27.4	19.8	...	17.0	...	43.8	3.9	...
Act. del sector financiero	20.6	11.3	...	27.2	17.9	...	1.5	...	28.0	8.1	...
Mercados de capital locales											
Mercados de acciones											
Capitalización del mercado/PIB	24.1	...	66.5	119.6	41.4	...	41.5	...	42.8	8.6	42.1
Variación de la capitalización del mercado/PIB (prom. 2004-06)	-1.1	...	8.5	0.4	7.8	...	7.4	...	6.6	-0.4	9.7
Crecimiento de los precios (% anual)	49.9	...	32.9	34.4	17.3	...	48.6	...	168.3	...	...
Relaciones precio/utilidad	16.7	...	9.0	20.7	21.4	...	17.7	...	33.3	...	...
Volatililidad (anualizada a 30 días)	18.7	...	17.7	10.7	18.8	...	13.0	...	18.4	...	...
Coeficiente de rotación (%) 2/	6.8	...	46.5	18.6	27.8	...	27.6	...	15.0	1.5	3.1
No. de salidas locales a bolsa en 2006	4.0	...	30.0	7.0	4.0	...	4.0	...	3.0	0.0	3.0
Mercados de bonos públicos											
Monto en circulación/PIB	28.4	...	48.0	10.2	32.2	...	18.6	...	5.0	...	9.5
Variación del monto en circulación/PIB (prom. 2004-06)	0.5	...	1.1	-5.9	1.2	...	1.2	...	0.3	...	14.6
Coeficiente de rotación (%) 2/	33.5	...	0.6	...	115.5	...	...	...	10.6	...	...
No. de salidas a bolsa en 2006	83.0	...	5.0	23.0	2.0	...	12.0	...	3.0	...	...
Crecimiento de las salidas a bolsa (%), prom. 2004-06)	231.4	...	-16.7	53.4	1.4	...	-9.8	...	-19.8	...	...
Mercados de bonos empresariales											
Monto en circulación/PIB	5.4	...	0.5	10.3	0.5	...	3.3	...	2.7	...	...
Variación del monto en circulación/PIB (prom. 2004-06)	-0.5	...	0.0	-0.9	0.1	...	0.0	...	-0.1	...	...
Coeficiente de rotación (%) 2/	31.1	...	3.2	...	126.9	...	...	...	12.5	...	...
No. de salidas a bolsa en 2006	529.0	...	71.0	447.0	24.0	...	88.0	...	79.0	...	...
Crecimiento de las salidas a bolsa (%), prom. 2004-06)	107.5	...	44.8	21.4	41.3	...	1.3	...	22.0	...	...

Fuentes: Autoridades nacionales; Federación Mundial de Bolsas; Bloomberg, L.P.; Banco de Pagos Internacionales (BPI); Federación Internacional de Administradoras de Fondos de Pensiones (FIAP); Investment Company Institute (ICI); Shah *et al.* (2007); Shah *et al.* (de próxima publicación); *Perspectivas de la economía mundial*, y estimaciones del personal técnico del FMI.

1/ Incluye bancos e instituciones financieras no bancarias. Los datos declarados para Colombia, Honduras, Panamá y la República Dominicana corresponden solo a bancos.

2/ Proporción total del valor negociado en 2006 dividido entre el promedio de capitalización del mercado interno en 2005 y 2006 en los casos de Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México y Perú.

Panorama del sector financiero, 2006 (conclusión)

	Costa Rica	El Salvador	Guatemala	Honduras	Nicaragua	Panamá	Rep. Dom.	Jamaica	Trinidad y Tobago
Sistema financiero									
Activos del sector bancario/PIB	62.1	63.1	60.0	54.7	58.2	133.6	34.8	62.8	50.3
Crédito del sector financiero 1/									
Crédito/PIB									
Crédito total	43.2	49.2	39.5	51.1	33.7	97.4	19.4	42.9	36.5
del cual: % en moneda extranjera	39.6	n.a.	37.5	30.7	83.7	n.a.	18.4	...	...
Crédito al sector privado	37.8	42.9	31.2	47.9	33.3	91.7	16.8	35.0	35.3
Crédito a empresas privadas	15.7	...	0.0	...	17.5	42.8	12.3	9.1	22.5
Crédito a hogares	15.8	...	...	...	14.7	49.7	4.5	7.6	12.8
Crédito al sector público	5.4	...	6.8	3.2	0.4	5.7	2.6	8.0	1.3
Crecimiento del crédito (%), prom. 2004-06									
Total	23.9	5.5	19.0	20.2	29.6	12.1	-31.4	9.7	11.9
Sector privado	26.1	6.9	17.4	20.5	30.4	12.2	6.7	17.8	17.3
Empresas	25.2	...	...	...	27.7	10.3	-0.4	13.6	16.6
Hogares	24.5	...	...	...	33.8	13.6	46.4	28.3	18.7
Sector público	19.0	...	30.1	16.1	0.0	13.2	11.9	-10.5	-18.7
Préstamos hipotecarios									
Proporción del PIB	8.7	...	...	...	4.5	...	0.8	...	3.6
Crecimiento (%), prom. 2004-06	29.6	...	...	...	41.5	...	109.6	...	17.7
Depósitos									
Depósitos totales/PIB	46.7	38.4	41.1	55.6	41.7	143.1	29.2	41.3	36.8
Depósitos privados/PIB	43.6	32.3	40.3	52.6	...	129.2	24.5	38.7	32.2
% denominado en moneda extranjera	49.2	n.a.	27.4	30.8	...	n.a.	28.8	...	...
Tasas de interés (porcentaje)									
Tasa de intervención, fin de 2006	9.8	...	5.0	6.0	...	...	8.0	12.0	8.0
Tasa de depósitos a corto plazo (moneda local)	11.3	4.9	4.8	...	6.0	4.9	7.5	5.0	...
Diferencial tasa activa-pasiva	...	...	8.0	...	...	...	...	...	...
Hipotecas	4.7	...	...	...	...	2.1	...	23.4	11.8
Hogares	...	...	...	...	10.3	5.2	...	8.9	11.8
Empresas	9.5	2.8	...	...	...	2.9	5.9	8.7	...
Instituciones financieras no bancarias									
Crédito total/PIB	6.4	...	...	1.3	2.1	...	...	10.1	10.3
Crédito al sector privado/PIB	6.4	...	...	0.7	2.1	...	...	8.1	9.6
Variación (prom. 2004-06)	0.6	...	...	-0.6	0.4	...	...	0.6	-1.4
Activos de fondos mutuos/PIB	4.8	...	...	...	...	2.9	...	...	...
Activos de fondos de pensiones/PIB	5.0	18.0	...	19.2	...	0.4	2.1	...	...
De los cuales: Act. del sector público	64.2	78.6	...	...	...	...	0.0	...	...
Act. del sector empresarial	2.1	0.3	...	...	...	...	1.9	...	...
Act. del sector financiero	22.0	15.6	...	...	...	...	98.1	...	...
Mercados de capital locales									
Mercados de acciones									
Capitalización del mercado/PIB	...	...	...	...	...	39.8	...	55.0	...
Variación de la capitalización del mercado/PIB (prom. 2004-06)	...	...	...	...	...	5.3	...	20.1	...
Crecimiento de los precios (% anual)	...	...	...	...	...	...	...	11.1	...
Relaciones precio/utilidad	...	...	...	...	...	...	...	...	...
Volatilidad (anualizada a 30 días)	...	...	...	...	...	...	...	14.2	...
Coefficiente de rotación (%) 2/	...	...	...	...	...	2.4	...	...	...
No. de salidas locales a bolsa en 2006	...	...	...	...	...	4.0	...	...	...
Mercados de bonos públicos									
Monto en circulación/PIB	23.2	...	...	12.0	...	...	...	71.8	...
Variación del monto en circulación/PIB (prom. 2004-06)	12.0	...	...	0.0	...	...	...	7.4	...
Coefficiente de rotación (%) 2/	...	...	...	...	...	...	...	...	...
No. de salidas a bolsa en 2006	...	...	...	0.0	...	...	...	45.0	...
Crecimiento de las salidas a bolsa (%), prom. 2004-06)	...	...	...	...	...	...	...	60.6	...
Mercados de bonos empresariales									
Monto en circulación/PIB	23.3	4.6	0.4	0.0	0.4	12.1	0.6	...	...
Variación del monto en circulación/PIB (prom. 2004-06)	1.3	0.6	0.0	0.0	-0.2	0.1	0.2	...	...
Coefficiente de rotación (%) 2/	20.4	119.8	103.2	0.0	23.9	121.5	32.7	...	...
No. de salidas a bolsa en 2006	43.0	10.0	2.0	2.0	1.0	22.0	0.0	...	...
Crecimiento de las salidas a bolsa (%), prom. 2004-06)	15.5	5.4	61.1	0.0	0.0	41.9	0.0	...	...

Fuentes: Autoridades nacionales; Federación Mundial de Bolsas; Bloomberg, L.P.; Banco de Pagos Internacionales (BPI); Federación Internacional de Administradoras de Fondos de Pensiones (FIAP); Investment Company Institute (ICI); Shah et al. (2007); Shah et al. (de próxima publicación); *Perspectivas de la economía mundial*, y estimaciones del personal técnico del FMI.

1/ Incluye bancos e instituciones financieras no bancarias. Los datos declarados para Colombia, Honduras, Panamá y la República Dominicana corresponden solo a bancos.

2/ Proporción total del valor negociado en 2006 dividido entre el promedio de capitalización del mercado interno en 2005 y 2006 en los casos de Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México y Perú.

Bibliografía

- Aiolfi, Marco, Luis Catão y Allan Timmerman, 2006, "Common Factors in Latin America's Business Cycles", IMF Working Paper 06/49 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Alberola Ila, Enrique, y José Manuel Montero, 2007, "Debt Sustainability and Procyclical Fiscal Policies in Latin America", *Economía*, vol. 7, número 1 (cuarto trimestre de 2006), págs.157–84.
- Alesina, Alberto, Amoud Devleeschauwer, William Easterly y Sergio Kurlat, 2003, "Fractionalization", *Journal of Economic Growth*, vol. 8, No. 2, págs. 155–94.
- Alier, Max, 2007, "Measuring Budget Rigidities in Latin America", documento de trabajo del FMI de próxima publicación (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Banco de la República, 2007, *Informe de la Junta Directiva al Congreso de la República*, July (Bogotá).
- Banco Mundial, 2001, "Poverty and Income Distribution in a High-Growth Economy: The Case of Chile 1987–98", World Bank Country Report No. 22037-CH (Washington: Banco Mundial).
- Baxter, Marianne, y Robert King, 1999, "Measuring Business Cycles: Approximate Band-Pass Filters for Economic Time Series", *Review of Economics and Statistics*, vol. 81, No. 4, págs. 575–93.
- Bayoumi, Tamim, y Andrew Swiston, 2007, "Foreign Entanglements: Estimating the Source and Size of Spillovers Across Industrial Countries", IMF Working Paper 07/182 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Becker, Törbjörn, y Paolo Mauro, 2006, "Output Drops and the Shocks That Matter", IMF Working Paper 06/172 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Berg, Andrew, Phillippe Karam y Douglas Laxton, 2006, "Practical Model-based Monetary Policy Analysis: A How-To Guide", IMF Working Paper 06/81 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Berg, Andrew, Jonathan Ostry y Jeromin Zettelmeyer, 2007, "What Makes Growth Sustained?", documento de trabajo del FMI de próxima publicación (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Braun Matías, y Ricardo Hausmann, 2001, "Financial Development and Credit Crunches: Latin America and the World", *The Latin American Competitiveness Report 2001–02* (Nueva York, Oxford University Press).
- Canales-Kriljenko, Jorge, 2003, "Foreign Exchange Intervention in Developing and Transition Economies: Results of A Survey", IMF Working Paper 03/95 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Caprio, Gerald, y Daniela Klingebiel, 2002, "Episodes of Systemic and Borderline Financial Crises", estudio y base de datos disponibles en el sitio del Banco Mundial en Internet.
- Carstens, Agustín G., Daniel C. Hardy y Ceyla Pazarbasioglu, 2004, "Cómo evitar crisis bancarias en América Latina", *Finanzas y Desarrollo*, Fondo Monetario Internacional (septiembre), págs. 30–33.
- Chalk, Nigel, 2002, "Structural Balances and All That: Which Indicators to Use in Assessing Fiscal Policy", IMF Working Paper 02/101 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Christiano, Lawrence J., y Terry J. Fitzgerald, 2003, "The Band Pass Filter", *International Economic Review*, vol. 44, No. 2 (mayo), págs. 435–65.
- Clements, Benedict, Christopher Faircloth y Marijn Verhoeven, 2007, "Public Expenditure in Latin America: Trends and Key Policy Issues", IMF Working Paper 07/21 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Comisión Económica para América Latina y el Caribe, 2007, *Panorama social de América Latina 2006* (Santiago de Chile: CEPAL).
- Corbae, Dean, y Sam Ouliaris, 2002, "Band Spectral Regression with Trending Data", *Econometrica*, vol. 70 (mayo), No. 3, págs. 1067–109.
- , 2006, "Extracting Cycles from Nonstationary Data", *Econometric Theory and Practice: Frontiers of Analysis and Applied Research* (Cambridge y Nueva York: Cambridge University Press), págs. 167–77.
- Cubero, Rodrigo, y Ivanna Vladkova-Hollar, 2007, "Equity and Fiscal Policy: Income Distribution Effects of Taxation and Social Spending" documento de trabajo del FMI de próxima publicación (inédito; Washington: Fondo Monetario Internacional).
- de Ferranti, David, Guillermo Perry, William Foster, Daniel Lederman, y Alberto Valdés, 2005, *Beyond the City: The Rural Contribution to Development* (Washington: Banco Mundial).

- de Ferranti, David, Guillermo Perry, Indermit Gill, J. Luis Guasch, William Maloney, Carolina Sánchez-Páramo y Norbert Schady, 2003, *Closing the Gap in Education and Technology* (Washington: Banco Mundial).
- de la Torre, Augusto, Juan Carlos Gozzi y Sergio Schmukler, 2006, "Capital Market Development: Whither Latin America?", World Bank Policy Research Working Paper No. 4156 (Washington: Banco Mundial).
- Dehesa, Mario, Pablo Druck, y Alexander Plekhanov, 2007, "Relative Price Stability, Creditor Rights, and Financial Deepening," IMF Working Paper 07/139 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Disyatat, Piti, y Gabriele Galati, 2007, "The Effectiveness of Foreign Exchange Market: Intervention in Emerging Market Countries: Evidence from the Czech Koruna", *Journal of International Money and Finance*, vol. 26, No. 3, págs. 383–402.
- Djankov, Simeon, Caralee McLiesh y Andrei Shleifer, 2006, "Private Credit in 129 Countries", disponible en Internet: www.doingbusiness.org/documents/private_credit_may07.pdf
- Echeverría, Rubén G., 2000, "Opciones para reducir la pobreza rural en América Latina y el Caribe", *Revista de la CEPAL*, No. 70 (abril), págs. 151–64.
- Fajnzylber, Pablo, y J. Humberto López, 2007, "Closer to Home: The Development Impact of Remittances in Latin America" (Washington: Banco Mundial).
- Fondo Monetario Internacional, 2000, "Debt- and Reserve-Related Indicators of External Vulnerability", 23 de marzo de 2000, disponible en el sitio del FMI en Internet: <http://www.imf.org/external/np/pdr/debtres/index.htm>
- _____, 2001, "Issues in Reserves Adequacy and Management", 15 de octubre de 2001, disponible en el sitio del FMI en Internet: <http://www.imf.org/external/np/pdr/resad/2001/reserve.htm>
- _____, 2006, *Perspectivas económicas: Las Américas*, noviembre de 2006, Estudios económicos y financieros mundiales (Washington).
- _____, 2007a, *Global Financial Stability Report*, octubre de 2007 (Washington).
- _____, 2007b, *Perspectivas económicas: Las Américas*, abril de 2007, Estudios económicos y financieros mundiales (Washington).
- _____, 2007c, *Perspectivas de la economía mundial*, abril de 2007, Estudios económicos y financieros mundiales (Washington).
- _____, 2007d, *Perspectivas de la economía mundial*, octubre de 2007, Estudios económicos y financieros mundiales (Washington).
- Freije, Samuel, Rosangela Bando y Fernanda Arce, 2006, "Conditional Transfers, Labor Supply, and Poverty: Microsimulating Oportunidades", *Economía*, vol. 7, No. 1, págs. 73–124.
- Freund, Caroline, y Caglar Özden, 2008, "The Effect of China's Exports on Latin American Trade with the World", de próxima publicación en *China's and India's Challenge to Latin America* (Washington: Banco Mundial).
- Gallup, John Luke, Jeffrey Sachs y Andrew Mellinger, 1999, "Geography and Economic Development", Center for International Development at Harvard Working Paper No. 1 (Cambridge, Massachusetts: Center for International Development).
- García, Pablo S., y Claudio Soto, 2006, "Large Hoarding of International Reserves: Are They Worth It?", en *External Financial Vulnerability and Preventive Policies* (Santiago de Chile, Chile: Banco Central de Chile).
- Gertler, Paul, Sebastian Martínez y Marta Rubio-Codina, 2007, "Investing Cash Transfers to Raise Long-Term Living Standards", World Bank Policy Research Working Paper No. 3994 (Washington: Banco Mundial).
- Gonçalves, Fernando M., 2007, "The Optimal Level of Foreign Reserves in Financially Dollarized Countries: The Case of Uruguay", documento de trabajo del FMI de próxima publicación (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- González Rozada, Martín, and Eduardo Levy Yeyati, 2006, "Global Factors and Emerging Market Spreads," IDB Research Department Working Paper No. 552 (Washington: Banco Inter-Americano del Desarrollo).
- Gourinchas Pierre-Olivier, Rodrigo Valdés, y Oscar Landerretche, 2001, "Lending Booms: Latin America and the World", NBER Working Paper 8249 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).

- Guerra de Luna, Alfonso H., y Jessica Serrano Bandala, 2007, "The Domestic Financial Position of the Household Sector in Mexico", vol. 2, *Actas de la conferencia de la CFI sobre la medición de la situación financiera del sector de los hogares*, llevada a cabo en Basilea el 30 y 31 de agosto de 2006.
- Guimarães, Roberto, y Cem Karacadag, 2004, "The Empirics of Foreign Exchange Intervention in Emerging Market Countries: The Cases of Mexico and Turkey", IMF Working Paper 04/123 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Hagemann, Robert, 1999, "The Structural Budget Balance: The IMF's Methodology", IMF Working Paper 99/95 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Hamilton, James, 1994, *Time Series Analysis* (Princeton, New Jersey: Princeton University Press).
- Hodrick, Robert J., y Edward C. Prescott, 1997, "Post-War U.S. Business Cycles: An Empirical Investigation", *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 29 (febrero), págs. 1–16.
- Huang, Yongfu, 2007, "What Determines Financial Development?", Department of Economics, University of Bristol Discussion Paper No. 05/580 (United Kingdom: University of Bristol).
- Izquierdo, Alejandro, Pablo Ottonello y Ernesto Talvi, 2007, "If Latin America Were Chile: A Comment on Structural Fiscal Balances and Public Debt", de próxima publicación (Washington: Banco Interamericano de Desarrollo).
- Izquierdo, Alejandro, Randall Romero y Ernesto Talvi, 2007, "Business Cycles in Latin America: The Role of External Factors", documento de trabajo del BID de próxima publicación (Washington: Banco Interamericano de Desarrollo).
- Jeanne, Olivier, 2007, "International Reserves in Emerging Market Countries: Too Much of a Good Thing?", *Brookings Papers on Economic Activity: 1*, págs. 1–55.
- Jeanne, Olivier, y Romain Rancière, 2006, "The Optimal Level of International Reserves in Emerging Market Countries: Formulas and Applications", IMF Working Paper 06/229 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- JPMorgan, 2007, "Local Markets Guide—Global Edition", *Emerging Markets Research*, (marzo).
- Kamil, Hamil, 2007, "Is Central Bank Intervention Effective Under Inflation Targeting Regimes? New Evidence for Colombia" (inédito; Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Kaminsky, Graciela, y Carmen Reinhart, 1996, "The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance-of-Payments Problems", Internal Financial Discussion Paper No. 544, Junta de Gobernadores del Sistema de la Reserva Federal.
- Kaufmann, Daniel, Aart Kraay y Massimo Mastruzzi, 2007, "Governance Matters VI: Governance Indicators for 1996–2006", Policy Research Working Paper 4280 (Washington: Banco Mundial).
- Kiff, John, y Paul S. Mills, 2007, "Money for Nothing and Checks for Free: Recent Developments in U.S. Subprime Mortgage Markets", IMF Working Paper No. 07/188 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- La Porta, Rafael, Florencio López-de-Silanes, Andrei Shleifer y Robert W. Vishny, 1998, "Legal Determinants of External Finance", *Journal of Finance*, vol. 52, No. 3, págs. 1131–50.
- Lane, Philip R., y Gian Maria Milesi-Ferretti, 2006, "The External Wealth of Nations Mark II: Revised and Extended Estimates of Foreign Assets and Liabilities, 1990–2004," IMF Working Paper 06/69 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Lederman, Daniel, Marcelo Olarreaga e Isidro Soloaga, 2007, "The Growth of China and India in World Trade: Opportunity or Threat for Latin America and the Caribbean?", World Bank Policy Research Working Paper 4320 (Washington: Banco Mundial).
- Levine, Ross, 1996, "El mercado de valores: Estímulo para el crecimiento económico", *Finanzas y Desarrollo*, marzo de 1996.
- Lindgren, Carl-Johan., Gillian García y Mathew I. Saal, 1996, *Bank Soundness and Macroeconomic Policy* (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Loayza, Norman, y Claudio Raddatz, 2006, "The Composition of Growth Matters for Poverty Alleviation", World Bank Policy Research Working Paper No. 4077 (Washington: Banco Mundial).

PERSPECTIVAS ECONÓMICAS: LAS AMÉRICAS

- López, Ramón, y Alberto Valdés, 2000, "Rural Poverty in Latin America: New Evidence of the Effects of Education, Demographics and Access to Land", *Economic Development and Cultural Change*, vol. 49, No. 1, págs. 197–212.
- Marcel, Mario C., Marcelo Tokman, Rodrigo Valdés y Paula Benavides, 2001, "Balance Estructural del Gobierno Central: Metodología y Estimaciones para Chile: 1987–2000", *Estudios de Finanzas Públicas*, septiembre (Santiago de Chile: Dirección de Presupuestos, Ministerio de Hacienda, Gobierno de Chile).
- Mulder, Christian, y Matthieu Bussière, 1999, "External Vulnerability in Emerging Market Economies: How High Liquidity Can Offset Weak Fundamentals and the Effects of Contagion," IMF Working Paper 09/88 (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).
- Perry, Guillermo E., Omar Arias y Luis Servén, 2006, *Poverty Reduction and Growth: Virtuous and Vicious Circles* (Washington: Banco Mundial).
- Roache, Shaun, y Ewa Gradzka, 2007, "Do Remittances to Latin America Depend Upon the U.S. Business Cycle?", documento de trabajo del FMI de próxima publicación (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Rodlauer, Markus, *et al.*, "The Caribbean: Challenges of Integration" (inédito; Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Sayan, Serdar, 2006, "Business Cycles and Workers' Remittances: How Do Migrant Workers Respond to Cyclical Movements of GDP at Home?", IMF Working Paper 06/52 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Shah, Hemant, Ana Carvajal, Geoffrey Bannister, Jorge Chan-Lau, and Ivan Guerra, forthcoming, "Equity and Private Debt Markets in Central America, Panama, and the Dominican Republic," IMF Working Paper (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Shah, Hemant, Andreas Jobst, Laura Valderrama, and Ivan Guerra, 2007, Public Debt Markets in Central America, Panama, and the Dominican Republic, IMF Working Paper 07/147 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Shin, Yongcheol, 1994, "A Residual-Based Test of the Null of Cointegrations Against the Alternative of No Cointegration," *Economic Theory*, vol. 10, No. 1, págs. 91–115.
- Solow, Robert, 1957, "Technical Change and the Aggregate Production Function", *Review of Economic Studies*, vol. 39 (agosto), págs. 312–330.
- Toro, Jorge., y Juan M. Julio, 2006, "The Effectiveness of Discretionary Intervention by the Banco de la República on the Foreign Exchange Market" (inédito; Colombia: Banco de la República).
- Vegas, Emiliana, y Jenny Petrow, 2007, *Raising Student Learning in Latin America: The Challenge of the 21st Century* (Washington: Banco Mundial).
- Vladkova-Hollar, Ivanna, y Jeromin Zettelmeyer, 2007, "How Strong Is Latin America's Fiscal Position Really?" (inédito; Washington: Fondo Monetario Internacional).



Regional Economic Outlook
Western Hemisphere, November 2007 (Spanish)

