

Estudios económicos y financieros

# Perspectivas económicas

## Las Américas

Vientos cambiantes, nuevos desafíos de política

---



OCT 11

Estudios económicos y financieros

Perspectivas económicas

Las Américas

Vientos cambiantes, nuevos desafíos de política



OCT 11

©2011 Fondo Monetario Internacional

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

Perspectivas económicas. Las Américas. Vientos cambiantes, nuevos desafíos de política – Washington, D.C. :  
Fondo Monetario Internacional, 2006–  
v. ; cm. — (Estudios económicos y financieros, 0258-7440)

Spanish translation of: Regional economic outlook: Western Hemisphere : Shifting winds, new policy challenges.

Twice a year.

Began in 2006.

Some issues have also thematic titles.

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

HC94.A1 R445

Solicítese a:  
International Monetary Fund  
Publication Services  
PO Box 92780  
Washington, D.C. 20090, EE.UU.  
Tel.: (202) 623-7430 Fax: (202) 623-7201  
Correo electrónico: [publications@imf.org](mailto:publications@imf.org)  
Internet: [www.imfbookstore.org](http://www.imfbookstore.org)

# Índice

<b>Prefacio</b>	<b>v</b>
<b>Resumen ejecutivo</b>	<b>vii</b>
<b>1. Panorama mundial y perspectivas para Estados Unidos y Canadá</b>	<b>1</b>
1.1. Perspectivas mundiales: Desaceleración del crecimiento con predominio de los riesgos a la baja	1
Opciones de política económica: Reequilibrar la demanda	3
1.2. Estados Unidos: Un difícil equilibrio	4
Opciones de política económica de Estados Unidos	6
1.3. Canadá: La recuperación pierde ímpetu	8
Opciones de política económica de Canadá	9
1.4. Implicaciones para América Latina y el Caribe	9
<b>2. Perspectivas y asuntos de política económica en América Latina y el Caribe</b>	<b>19</b>
2.1. Panorama general	19
2.2. Los retos de política económica	22
América del Sur: Países exportadores de materias primas integrados a los mercados financieros—Atentos al sobrecalentamiento	22
América del Sur: Países exportadores de materias primas menos integrados a los mercados financieros—Evitar la prociclicidad	27
México y América Central: Aumentan los vientos en contra para el crecimiento económico	28
La región del Caribe: Reparar los balances soberanos y financieros	30
2.3. ¿Qué tan sobrecalentados están los mercados de trabajo de los países con regímenes de metas de inflación?	32
Cómo estimar la tasa de desempleo que no acelera la inflación (NAIRU)	33
Implicaciones de política económica	33
2.4. Efectividad de las políticas macroprudenciales	35
Análisis de corte transversal	36
Evidencia sectorial	37
Implicaciones de política económica	38
2.5. Los retos de la consolidación fiscal en economías altamente dependientes del turismo	38
<b>3. Ciclos de precios de materias primas: los peligros de desaprovechar la bonanza</b>	<b>53</b>
3.1. Introducción	53

3.2. Perspectiva histórica de los precios de las materias primas	54
3.3. ¿Qué tan dependiente de materias primas es América Latina?	57
3.4. ¿Qué factores determinan el desempeño económico ante un colapso de términos de intercambio?	60
Análisis de corte transversal	61
Análisis con datos de panel	68
3.5. Principales conclusiones e implicancias de política económica	72
Anexo 3.1. Gráficos adicionales	77
Anexo 3.2. Análisis de corte transversal: lista de variables explicativas y de control	80
<b>Hemisferio Occidental: Indicadores económicos y sociales</b>	<b>81</b>
<b>Hemisferio Occidental: Principales indicadores económicos</b>	<b>82</b>
<b>América Latina y el Caribe: Principales indicadores fiscales</b>	<b>83</b>
<b>Referencias</b>	<b>84</b>
<b>Publicaciones recientes del Departamento del Hemisferio Occidental, enero 2010–agosto 2011</b>	<b>87</b>
<b>Recuadros</b>	
1.1. Estados Unidos: Mercados de trabajo y de la vivienda– Vientos contrarios a la recuperación	12
1.2. Estados Unidos: Exposición financiera a Europa	15
1.3. Estados Unidos: Instituciones presupuestarias para la consolidación fiscal	17
2.1. América Latina: Repercusiones de la crisis europea en el sector bancario	43
2.2. América Latina: Ajuste fiscal con cohesión social	45
2.3. Marcos fiscales basados en reglas en América Latina	47
2.4. Desafíos para la regulación y supervisión financiera en América Latina	50
2.5. Operaciones recientes de reestructuración de la deuda soberana en América Latina y el Caribe	51
3.1. La política monetaria de Estados Unidos y los precios de las materias primas	73
3.2. Dependencia de materias primas y diversificación exportadora: Casos Seleccionados de América Latina	74
3.3. Shocks de términos de intercambio inducidos por precios de exportaciones o de importaciones: ¿Son diferentes?	75
3.4. El costo de administrar mal la abundancia	76

## Prefacio

La edición de octubre de 2011 de *Perspectivas económicas: Las Américas* fue preparada por un equipo dirigido por Charlie Kramer y Luis Cubeddu, bajo la dirección general de Nicolás Eyzaguirre y la supervisión de Rodrigo Valdés. El equipo estuvo integrado por Gustavo Adler, Alejandro Carrión-Menéndez, Andresa Lagerborg, Andrea Medina, Sebastián Sosa, Bennett Sutton, Camilo E. Tovar y Evridiki Tsounta. Además, Eugenio Cerutti, Sally Chen, Francesco Columba, Teresa Dabán-Sánchez, Mariusz Jarmuzek, y Cesar Serra aportaron recuadros; mientras que Charles Amo-Yartey and Therese Turner-Jones contribuyeron al análisis de la región del Caribe en el capítulo 2. Patricia Delgado Pino y Luke Lee colaboraron en la producción. Michael Harrup, del Departamento de Relaciones Externas, editó el manuscrito y coordinó la producción. La traducción al español estuvo a cargo de la Sección de Español y Portugués del departamento de Tecnología y Servicios Generales. Este informe refleja la evolución de los acontecimientos hasta el 23 de septiembre de 2011.



# Resumen ejecutivo

***La actividad económica mundial se está desacelerando en medio de la creciente preocupación por sus perspectivas.*** El crecimiento en los países avanzados está perdiendo fuerza, debido no solo a shocks temporales, sino también a que los vientos en contra derivados de las debilidades en los balances públicos y privados son más fuertes de lo previsto. El temor a una nueva recesión en las economías avanzadas, así como la preocupación por la interacción negativa entre los soberanos y las instituciones financieras en Europa, y la falta de acción en algunas economías avanzadas claves, han avivado la aversión al riesgo y la volatilidad en los mercados. Por otra parte, las economías emergentes siguen creciendo a un rápido ritmo, si bien la aplicación de políticas internas más restrictivas—y más recientemente, las incertidumbres mundiales— están moderando el crecimiento.

***La debilidad de la recuperación y las recientes tensiones soberanas en las economías avanzadas están afectando negativamente a los mercados financieros mundiales y al precio de las materias primas.*** Las perturbaciones financieras mundiales se han transmitido recientemente a los mercados emergentes al propagarse el temor a una desaceleración mundial, gatillando una caída en los tipos de cambio, índices bursátiles y el precio de las materias primas. Sin embargo, la mayor aversión al riesgo aún no se ha traducido en fuertes presiones sobre la balanza de pagos y de fondeo.

***A pesar del reciente deterioro del entorno mundial, nuestro escenario de referencia prevé un debilitamiento moderado de las perspectivas para la región.*** Se proyecta que las economías avanzadas crecerán tan solo al 1½ por ciento en 2011 y apenas por debajo de 2 por ciento en 2012, siendo afectadas por la persistencia en la debilidad de sus balances públicos y privados. El crecimiento en los países emergentes y en desarrollo alcanzará el 6½ por ciento en 2011 —liderado por las economías emergentes de Asia, dado que la desaceleración de las exportaciones se verá compensada por la aplicación de políticas económicas menos restrictivas y el fortalecimiento de la demanda interna. En este contexto, los vientos favorables derivados de las condiciones de financiamiento externo favorables y los altos precios de las materias primas (a pesar de las recientes caídas), seguirán soplando en gran parte de América Latina, aunque con menor intensidad que lo previsto en abril.

***Pero los riesgos a la baja son severos.*** La falta de una solución decisiva en Europa a las tensiones interrelacionadas de los balances soberanos y de los bancos podría debilitar aun más la confianza y las condiciones de los mercados mundiales de crédito, lo que tendría efectos de contagio en los mercados emergentes. Además, una fuerte desaceleración en Asia —provocada, por ejemplo, por una recesión en las economías avanzadas— podría afectar aun más a los precios de las materias primas, lo que tendría efectos negativos en los países exportadores de materias primas de América Latina. No obstante, también existe la posibilidad de que actúen factores al alza. De despejarse la incertidumbre en torno al crecimiento mundial y las tensiones en Europa, podrían estabilizarse los mercados financieros y reducirse la aversión al riesgo, lo cual provocaría una mayor afluencia de capitales y exacerbaría el sobrecalentamiento en los mercados emergentes.

***En este entorno, América Latina y el Caribe deberían, en general, mantener el rumbo actual de sus políticas económicas y seguir recomponiendo los márgenes necesarios para la aplicación de políticas anticíclicas en el futuro, pero también deberían estar preparados para modificar sus políticas si los vientos mundiales cambian de dirección.***

- En las economías de América del Sur donde el producto se mantiene por encima de su potencial y la demanda interna sigue siendo vigorosa, el peligro del sobrecalentamiento se ha reducido pero no ha desaparecido totalmente. En las economías donde se han reducido las presiones inflacionarias, las expectativas de inflación están alineadas con las metas establecidas y los marcos de política monetaria son creíbles, se podría hacer una pausa en el proceso de endurecimiento monetario hasta que se

disipe la incertidumbre mundial. De deteriorarse aun más la situación, la política monetaria debería de ser la primera línea de defensa, incluyendo mediante la provisión de liquidez en caso de ser necesario. Entre tanto, la política fiscal debe de continuar su proceso de consolidación para tanto evitar lesionar la credibilidad fiscal como recomponer los márgenes de maniobra de política dado los riesgos de otra recesión global. Por último, las políticas macroprudenciales deben de seguir formando parte del conjunto de políticas a disposición.

- Las perspectivas para los países que mantienen fuertes vínculos de comercio con Estados Unidos, como México y gran parte de América Central, son un poco menos alentadoras. No obstante, dado que la dinámica fiscal está sometida a mayor presión, las prioridades deberían centrarse en reducir la deuda pública a los niveles previos a la crisis, desempeñando la política monetaria un papel más activo en el manejo del ciclo solo en aquellos países con marcos de inflación creíbles.
- Si bien gran parte de la región del Caribe se está recuperando finalmente de una recesión prolongada y persistente, las perspectivas siguen estando limitadas por los altos niveles de deuda y los débiles flujos de turismo en vista de la débil recuperación del empleo en las economías avanzadas. Deberán redoblar los esfuerzos para reducir los altos niveles de deuda, así como para abordar las vulnerabilidades del sector financiero, evitando comprometer aún más las finanzas públicas.

\*\*\*

**En esta edición de *Perspectivas económicas: Las Américas se analizan la vulnerabilidad de América Latina a un desplome del precio de las materias primas, y las políticas que podrían mitigar dicha vulnerabilidad*.** América Latina, en promedio, es hoy tan dependiente de las materias primas como hace 40 años y sus precios son muy sensibles al crecimiento mundial. Por lo tanto, el debilitamiento de la demanda mundial podría castigar los términos de intercambio de la región. No obstante, el análisis del capítulo 3 muestra que las políticas económicas pueden desempeñar un papel importante en mitigar el impacto de estos shocks. Los países que implementan políticas sólidas—como la flexibilidad del tipo de cambio (en casos donde la dolarización es baja) y el mantenimiento de balances fiscales y externos saludables— especialmente durante la fase de auge de los ciclos de precios de las materias primas, tienen un mejor desempeño. Gracias a que los fundamentos económicos se han fortalecido en muchas de estas dimensiones, la región parece estar en mejores condiciones ahora que en el pasado para hacer frente a un desplome de los precios de las materias primas.

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

La actividad mundial se ha desacelerado y la expansión se ha tornado más desigual, con crecientes riesgos a la baja. Aunque los factores transitorios que contribuyeron a la desaceleración en el primer semestre del año se disiparán, la pérdida de confianza, derivada de una percepción de parálisis en las decisiones de política en muchas economías avanzadas y de la agudización de las fragilidades de los balances, frenará el crecimiento en el futuro. Estos factores ya han inquietado a los mercados en las últimas semanas. En las economías emergentes, el crecimiento hasta ahora ha mostrado cierta fortaleza y resistencia, aunque cada vez se observan más señales de moderación.

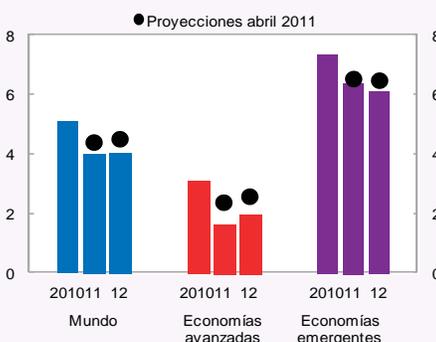
## 1.1. Perspectivas mundiales: Desaceleración del crecimiento con predominio de los riesgos a la baja

El ritmo de expansión mundial ha disminuido dadas las crecientes inquietudes acerca de su sostenibilidad (véase la edición de septiembre de 2011 de *Perspectivas de la economía mundial*, FMI, 2011f) (gráfico 1.1). El crecimiento en las economías avanzadas se ha desacelerado notablemente, debido tanto a factores transitorios así como a un mayor arrastre por las debilidades de los balances y un nivel de desempleo persistentemente alto. El temor de otra recesión en las economías avanzadas, donde el margen de maniobra de las políticas se ha reducido considerablemente, ha intensificado la aversión mundial al riesgo y ha generado volatilidad en los mercados. En Europa, las interacciones negativas entre las entidades soberanas e instituciones financieras debilitadas siguen siendo motivo de

Nota: Este capítulo fue preparado por Luis Cubeddu y Evridiki Tsounta, con contribuciones de Oya Celasun y Martin Sommer, y la excelente asistencia de Alejandro Carrión.

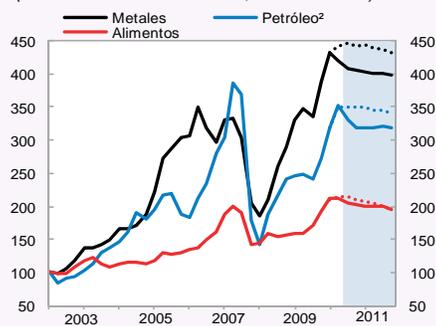
**Gráfico 1.1. Se proyecta una desaceleración del crecimiento en las economías avanzadas, con menor impacto sobre las economías emergentes y el precio de las materias primas. Los riesgos a la baja dominan.**

**Crecimiento del PIB mundial por región**  
(Variación porcentual anual)



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

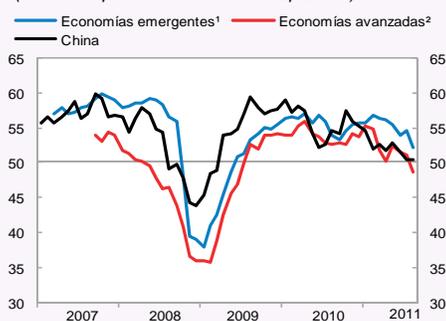
**Precios de las materias primas: Actuales frente a proyecciones de abril de 2011<sup>1</sup>**  
(Índice en dólares de EE.UU., 2003:T1 = 100)



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

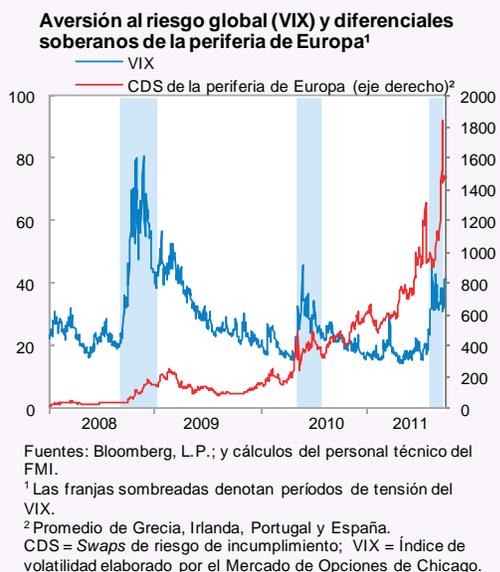
<sup>1</sup> Las líneas punteadas denotan las proyecciones de *Perspectivas de la economía mundial* de abril de 2011.  
<sup>2</sup> Promedio de West Texas Intermediate, Dated Brent y Dubai Fateh.

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



Fuentes: Markit y Haver Analytics.  
<sup>1</sup> Promedio de Brasil, India y Rusia.  
<sup>2</sup> Promedio de la zona del euro, Hong Kong, Japón y el Reino Unido.

**Gráfico 1.2. La aversión mundial al riesgo ha aumentado, provocando descensos de las acciones y una caída de los flujos a las economías emergentes.**

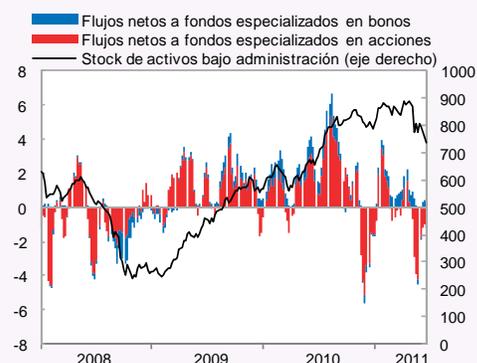


**Índices bursátiles<sup>1</sup>**

(4 de enero de 2007 = 100)



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



preocupación, y en Estados Unidos los frágiles balances de los hogares y su vinculación con problemas en el sector inmobiliario están frenando la recuperación. En cambio, las economías emergentes han registrado una rápida expansión, aunque la aplicación de políticas más restrictivas ha contribuido a una cierta moderación de la actividad, y las incertidumbres mundiales han comenzado a frenar el crecimiento solo más recientemente.

Los precios de las materias primas han cedido en los últimos meses, pero siguen siendo altos desde un punto de vista histórico. Tras haber llegado en mayo a máximos que no se registraban desde antes de la crisis financiera, los precios del petróleo y los metales han retrocedido, sobre todo debido a una menor demanda de Asia (en especial China), y a inquietudes con respecto a las perspectivas mundiales<sup>1</sup>. Si bien se sigue proyectando que los precios de las materias permanecerán en niveles relativamente altos, los riesgos están sesgados a la baja, sobre todo si la actividad en China se desacelerara más de lo previsto.

Las condiciones financieras internacionales siguen bajo mucha tensión, lo cual ha resultado en una reducción en la tenencia de activos riesgosos, incluyendo de mercados corporativos y de países emergentes (edición de septiembre de 2011 del informe sobre la estabilidad financiera mundial, o *GFSR*) (FMI, 2011b) (gráfico 1.2). Los diferenciales de la deuda soberana de la periferia europea subieron marcadamente a partir de mediados de año, y las tensiones se han propagado a los países del núcleo de Europa, donde las políticas adoptadas en respuesta a la debilidad de los balances soberanos y financieros (y a sus interacciones) hasta ahora se han considerado insuficientes. Además, la pérdida de confianza a raíz del impasse en torno al aumento del límite de deuda en Estados Unidos y un ritmo de recuperación más débil que el que se había previsto contribuyeron a que las acciones sufran descensos generalizados (más del 10 por ciento en las

<sup>1</sup> La liberación de crudo y reservas de petróleo de las reservas de emergencia de países miembros de la Agencia Internacional de Energía puede haber desalentado la acumulación de inventarios.

economías avanzadas hasta mediados de septiembre)<sup>2</sup>. Las condiciones financieras en los mercados emergentes, que hasta hace poco habían sido relativamente inmunes a la volatilidad en la periferia de Europa, se han tornado más volátiles conforme han ido cundiendo los temores de una desaceleración mundial. Se prevé que el descenso de las cotizaciones de las acciones y las crecientes incertidumbres en relación a la situación en Europa percutirán negativamente en la actividad de países avanzados debido a su impacto en la riqueza y la confianza.

En este contexto, las proyecciones del FMI para el crecimiento mundial en 2011-12 se han revisado a la baja en aproximadamente 0,5 por ciento (a alrededor de 4 por ciento), en comparación con la cifra presentada en el informe de abril de 2011 (FMI, 2011c). Esta revisión a la baja obedece sobre todo al menor crecimiento en las economías avanzadas, que se prevé será de apenas 1,6 por ciento en 2011 y 1,9 por ciento en 2012, con balances frágiles que seguirán representando un fuerte freno para la actividad. Se prevé que el crecimiento en las economías emergentes y los países en desarrollo será de aproximadamente 6½ por ciento en 2011, es decir, un poco menos que el pronosticado en abril. La expansión seguirá teniendo como motor a las economías emergentes de Asia, donde se prevé que la menor demanda de exportaciones se verá compensada por una demanda interna más vigorosa.

El escenario base, el cual supone acciones de política decisivas y coordinadas, está sujeto una incertidumbre inusitada, con importantes riesgos a la baja. Por ejemplo, el escenario básico descrito en la edición de septiembre 2011 del informe *Perspectivas de la economía mundial* (FMI, 2011h) supone que las autoridades contienen la crisis en la periferia de la zona del euro; que la política fiscal de Estados Unidos logra encontrar un equilibrio entre el apoyo a la economía a corto plazo y la consolidación fiscal a mediano plazo; que no aumenta la volatilidad en los mercados financieros mundiales; y que las

economías emergentes clave que registran superávits ajustan sus políticas para contrarrestar la desaceleración de la demanda externa. Sin embargo, las continuas dificultades para diseñar y aplicar medidas eficaces para remediar los problemas en los balances de entidades soberanas y bancarias de Europa que se agravan recíprocamente podrían agudizar la pérdida generalizada de confianza y afectar a los mercados mundiales de crédito. Tal como ocurrió con la quiebra de Lehman en 2008, las economías emergentes no estarían inmunes a este escenario a la baja. Una preocupación particular es que presiones de fondeo en una de las economía emergente más vulnerables podría generar tensiones en otras economías emergentes. Además, si Asia, que depende de las exportaciones, sufriera una desaceleración brusca, el resultado podría ser un descenso adicional considerable de los precios de las materias primas, que perjudicaría en especial a los países latinoamericanos exportadores de materias primas.

### Opciones de política económica: Reequilibrar la demanda

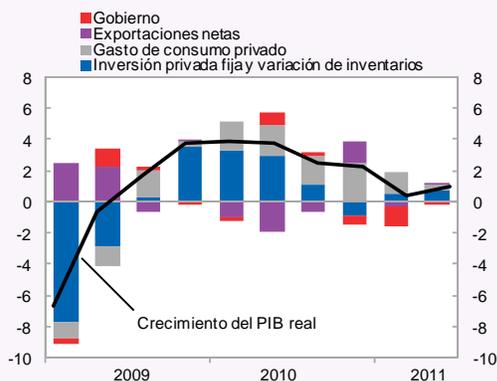
Las *economías avanzadas* se enfrentan a la difícil tarea de conjugar la necesidad de apoyar una recuperación aún tenue de la demanda privada con la necesidad de consolidar las finanzas públicas a mediano plazo. En los países que no se ven sometidos a presiones del mercado se debe evitar un ajuste excesivamente concentrado en la etapa inicial, aunque se necesita con urgencia establecer por ley un plan para consolidar las finanzas públicas a mediano plazo con el fin de reducir la creciente incertidumbre con respecto al curso futuro de la política fiscal y de evitar una costosa pérdida de confianza en la sostenibilidad de las finanzas públicas. En Europa, una prioridad fundamental es reforzar las reservas de capital de los bancos para poner fin al círculo vicioso macrofinanciero entre los bancos y las entidades soberanas, y para respaldar al mismo tiempo el funcionamiento ordenado de los mercados de deuda de las entidades soberanas de la periferia. Dada la débil recuperación de la demanda privada y

<sup>2</sup> La búsqueda de inversiones seguras ha dado lugar a un fortalecimiento del oro y las monedas de refugio.

**Gráfico 1.3. El crecimiento de Estados Unidos se desaceleró en el primer semestre de 2011, debido a factores temporales y a debilidades persistentes en los mercados inmobiliarios y laborales.**

**Estados Unidos: Contribuciones al crecimiento del PIB real**

(Puntos porcentuales, tasa anual desestacionalizada)

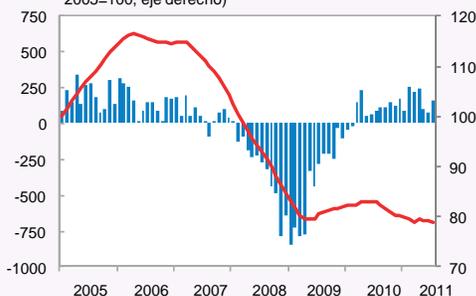


Fuentes: Haver Analytics; y cálculos del personal técnico del FMI.

**Estados Unidos: Indicadores de empleo y vivienda**

Variación del empleo privado no-agrícola (miles de personas)

Índice de precios de hogares S&P/Case-Schiller (enero de 2005=100, eje derecho)



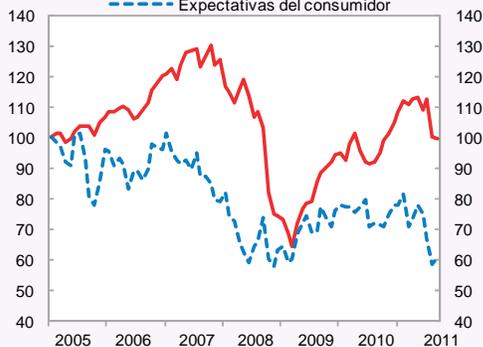
Fuentes: Haver Analytics; y cálculos del personal técnico del FMI.

**Estados Unidos: Índice bursátil y expectativas del consumidor<sup>1</sup>**

(Enero de 2005 = 100)

S&P 500

Expectativas del consumidor



Fuentes: Haver Analytics; y cálculos del personal técnico del FMI.  
<sup>1</sup> Índice de expectativas del consumidor de la Universidad de Michigan.

el futuro aumento de la carga fiscal, la política monetaria tanto en Estados Unidos como en Europa deberá seguir proporcionando estímulo por un período prolongado.

Las economías emergentes de Asia que registran superávits deben considerar la posibilidad de estimular la demanda interna para compensar la contracción de la demanda externa, y flexibilizar sus tipos de cambio para facilitar una expansión mundial más dinámica y equilibrada. Mientras tanto, otras economías emergentes cuyos déficits en cuenta corriente se han agudizado (como algunos países de América Latina) deben permanecer atentas a los riesgos de sobrecalentamiento y deben crear márgenes de maniobra para la aplicación de políticas para protegerse ante una desaceleración mundial y un repentino cambio de tendencia de los flujos de capitales. Esto reviste especial importancia para los países exportadores de materias primas, que también podrían verse expuestos a descensos bruscos de los precios de exportación de sus productos (en el capítulo 3 se analiza en detalle el impacto de una modificación desfavorable de los términos de intercambio). En un escenario a la baja, los países que cuentan con márgenes para la aplicación de políticas y con marcos creíbles podrían aprovechar ese margen para contrarrestar el freno que representan el menor crecimiento mundial y la volatilidad en los mercados financieros.

**1.2. Estados Unidos: Un difícil equilibrio**

*La recuperación en Estados Unidos ha perdido ímpetu, debido tanto a factores transitorios como a un consumo privado menor de lo previsto como consecuencia de fragilidades en los balances de los hogares y un nivel de desempleo persistentemente alto. Las políticas tienen que encontrar un equilibrio justo entre apoyar la recuperación a corto plazo y restablecer la sostenibilidad de la deuda pública a mediano plazo.*

La economía estadounidense se desaceleró de manera abrupta en el primer semestre de 2011, y creció a una tasa anual de 1 por ciento, es decir, muy por debajo del crecimiento de 2,8 por ciento registrado en el segundo semestre de 2010 (gráfico 1.3). Si bien la

desaceleración se debió al efecto pasajero de la subida de los precios mundiales del petróleo y a perturbaciones en las cadenas de suministro tras el terremoto en Japón, el consumo privado fue más flojo de lo esperado, en parte debido a la fragilidad de los balances de los hogares y al bajo crecimiento de sus ingresos. A su vez, el débil consumo está interactuando con la atonía en los mercados de trabajo, lo cual exagera la escasa actividad en el mercado inmobiliario, y viceversa (véase el recuadro 1.1)<sup>3</sup>. La tasa de desempleo permanece por encima del 9 por ciento, y la creación de empleo es sumamente débil. Además, el retiro del estímulo fiscal ha deprimido la demanda.

La inflación subyacente ha mostrado una tendencia alcista en los últimos seis meses, en gran parte debido al efecto de traspaso de los elevados precios de las materias primas y el aumento de los costos de arrendamiento. No obstante, el personal técnico del FMI prevé que dada la capacidad económica ociosa y la moderación de los precios de las materias primas, la inflación cederá en cierta medida. De hecho, la expectativa de un aumento de la tasa de los fondos federales se ha diferido hasta bien entrado 2013, después de que la Reserva Federal declarara que las condiciones económicas probablemente justificarán que dicha tasa se mantenga en niveles excepcionalmente bajos por lo menos hasta mediados de 2013, y adoptara medidas de relajamiento monetario no convencionales (*Operation Twist*).

En nuestro escenario básico, se proyecta que la economía estadounidense se expandirá más de 1½ por ciento en el segundo semestre del año (tasa anual desestacionalizada intertrimestral). El descenso de los precios de las acciones, el brusco deterioro en la confianza y una mayor incertidumbre en cuanto a las perspectivas frenarán la inversión empresarial y la demanda de consumo, y eso contrarrestará en parte el empuje creado al disiparse los obstáculos

<sup>3</sup> Véase un análisis de la faceta de desempleo de la actual recuperación en Estevão y Keim (2011).

temporales del primer semestre del año<sup>4</sup>. Se prevé que el crecimiento será de tan solo 1,5 por ciento en 2011 (casi 1 punto porcentual más bajo que lo proyectado en la edición de abril de 2011 de *Perspectiva económica: Las Américas*) y que aumentará a apenas 1,8 por ciento en 2012, gracias al repunte de la demanda privada y de las exportaciones netas, dado que estas últimas se beneficiarán del debilitamiento del dólar estadounidense. Se proyecta que la contracción fiscal planificada — que entraña una reducción del déficit estructural primario de aproximadamente 1¼ por ciento del PIB — repercutirá negativamente en el crecimiento en 2012. Vale la pena resaltar que esta estimación parte del supuesto de que se prorroguen las medidas de estímulo adoptadas en diciembre de 2010, como el seguro de desempleo y las reducciones de los impuestos sobre la nómina<sup>5</sup>.

Los riesgos sobre el escenario base de Estados Unidos se inclinan claramente a la baja, con un aumento, si bien contenido, de la probabilidad de otra recesión en Estados Unidos:

- Las mayores inquietudes con respecto a las debilidades de los soberanos y las entidades bancarias en Europa podrían propagarse a Estados Unidos, lo cual tendría un efecto negativo en los bancos y los fondos del mercado monetario estadounidenses con tenencias considerables de papeles comerciales de bancos europeos (recuadro 1.2)<sup>6</sup>. En este escenario de riesgos extremos, los mercados mundiales de crédito podrían verse afectados, con consecuencias perjudiciales para el crecimiento en Estados Unidos y a escala mundial. Si bien el impacto de Europa sobre los mercados

<sup>4</sup> La pérdida de riqueza de los hogares estadounidenses debida a la reciente turbulencia en los mercados podría ser de hasta el 20 por ciento del ingreso disponible.

<sup>5</sup> De no prorrogarse estas medidas, el resultado podría ser una contracción fiscal de ¾ puntos porcentuales del PIB en 2012. El pronóstico de referencia del FMI ya incluye el equivalente de un 40 por ciento del programa total propuesto por el Presidente Obama el 8 de septiembre de 2011.

<sup>6</sup> Véase también el informe del FMI sobre los efectos de contagio para Estados Unidos (FMI, 2011d).

financieros en Estados Unidos ha sido manejable, será importante monitorear problemas resultado por presiones de liquidez.

- En el plano doméstico, un ajuste fiscal demasiado fuerte en la etapa inicial y la persistente fragilidad de los balances de los hogares ensombrecerían aún más las perspectivas a corto plazo. A mediano plazo, las incertidumbres con respecto al panorama fiscal en Estados Unidos y la falta de avances para corregir el problema de sostenibilidad de la deuda podrían socavar la confianza y llevar a un aumento de las tasas de las letras del Tesoro de Estados Unidos, con repercusiones negativas en el costo del crédito y en el mercado inmobiliario en términos más generales.

Algunas condiciones favorables persisten. La solidez de los balances empresariales y la demanda reprimida de bienes de consumo duraderos representan riesgos al alza, y la debilidad del dólar estadounidense podría tener un efecto positivo en las exportaciones netas<sup>7</sup>. Las nuevas medidas para facilitar el saneamiento del mercado inmobiliario, si se adoptan, también pueden incentivar el consumo.

### Opciones de política económica de Estados Unidos

Con un crecimiento a ritmo lento, es necesario calibrar con cuidado la política fiscal para no socavar el crecimiento a corto plazo, pero complementándola con un plan, consagrado por ley, para restablecer la sostenibilidad de la deuda pública a mediano plazo. De hecho, ese plan podría crear margen a corto plazo para suavizar el ajuste fiscal en marcha, al apuntalar la confianza en la sostenibilidad fiscal a mediano plazo. Además, deberían considerarse medidas de política orientadas específicamente a apoyar a los mercados laboral e inmobiliario, que atraviesan dificultades.

En este contexto, la *política monetaria* deberá seguir apoyando el crecimiento en los próximos años. Las recientes decisiones de la Reserva Federal de Estados

<sup>7</sup> Véase una evaluación de los balances empresariales de Estados Unidos en Batini y Felman (2011).

Unidos de mantener las tasas de interés a los niveles actuales por lo menos hasta mediados de 2013 y de extender la madurez de sus certificados (Operación *Twist*), es acertada; aunque podrían considerarse más medidas no convencionales si la recuperación continúa flaqueando (gráfico 1.4)<sup>8</sup>.

En el *frente fiscal*, se sigue necesitando con urgencia un plan creíble a mediano plazo que difiera debidamente el ajuste a etapas posteriores para no poner en peligro la débil recuperación. El proyecto de ley de empleo estadounidense (*American Jobs Act*) reduciría significativamente la contracción fiscal a corto plazo y tendría un efecto neutro en el presupuesto a mediano plazo.

Pero aún no se cuenta con un plan creíble de ajuste a mediano plazo que estabilice la deuda<sup>9</sup>. Tal plan debería comprender medidas para recaudar ingresos (como un menor número de brechas que permiten eludir impuestos y de deducciones impositivas, el aumento de los impuestos para los hogares de mayores ingresos e impuestos sobre el consumo y el carbono), así como cambios en los regímenes de prestaciones sociales (como la postergación de la edad de jubilación, el recorte de las prestaciones futuras de los jubilados de mayores ingresos e incentivos para una mayor distribución de los costos con los beneficiarios del programa Medicare) en el contexto del envejecimiento poblacional y el aumento de los costos de atención de la salud. Además, el fortalecimiento de las instituciones fiscales y presupuestarias generaría considerables beneficios, incluyendo a través de reducir la

<sup>8</sup> El segundo programa de compra de acciones (segunda ronda de expansión cuantitativa) de US\$600.000 millones concluyó en junio de 2011. En septiembre, la Reserva Federal anunció que prevé comprar antes de junio 2012, US\$400.000 millones en certificados del tesoro de largo plazo, financiado mediante la venta del equivalente de certificados a corto plazo. También, indicó que reinvertirá las tenencias de certificados hipotecarios garantizados.

<sup>9</sup> El plan de consolidación en el marco del acuerdo alcanzado en agosto sobre el tope de la deuda no incluye reformas del sistema de prestaciones ni medidas para recaudar ingresos, y está lejos de cumplir con la estrategia planteada por el Presidente en abril para lograr un ahorro de US\$4 billones en 12 años.

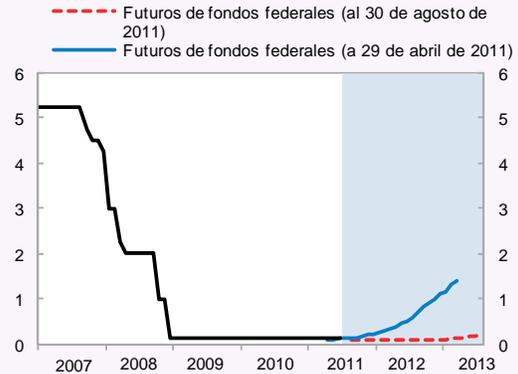
incertidumbre en torno a la formulación de las políticas fiscales (véase el recuadro 1.3).

Es necesario brindar apoyo a los *mercados laboral e inmobiliario*, dentro del marco de una dotación presupuestaria definida en un plan a mediano plazo. En el *sector inmobiliario*, se podría permitir que los tribunales modifiquen las condiciones de las hipotecas residenciales (los denominados *cramdowns* en inglés), y se podrían ampliar los programas de refinanciamiento de las hipotecas y de asistencia a los propietarios de viviendas que están desempleados o que tienen hipotecas con un valor superior al del inmueble. Las entidades hipotecarias semipúblicas podrían asumir una función más activa en los procesos de reducción del principal de los préstamos (Kiff y Tsounta, 2011). En el ámbito *laboral*, el mejoramiento y la consolidación de los 50 programas vigentes de capacitación laboral y de ayuda para la búsqueda de empleo, y la adopción de nuevos incentivos tributarios para alentar la contratación de personas que han estado desempleadas por mucho tiempo — como se propone en la ley de empleo estadounidense —, podrían evitar la erosión de las aptitudes laborales que caracteriza al desempleo de larga duración.

La implementación ininterrumpida de la *reforma de la supervisión y regulación financiera* presentada el año pasado es esencial para subsanar las deficiencias que dejó al descubierto la crisis de 2008 y para evitar otra crisis en el futuro. Si bien la mayoría de las recomendaciones de la Evaluación de la Estabilidad del Sector Financiero de Estados Unidos que el FMI realizó en 2010 han sido atendidas, las limitaciones de financiamiento y las demoras en los nombramientos están entorpeciendo la aplicación de la Ley Dodd-Frank (véase FMI, 2010). Además, el sistema regulatorio aún está fragmentado, y eso sigue siendo motivo de preocupación dado que todavía no se ha probado la eficacia del nuevo marco regulatorio para eliminar el riesgo sistémico y para contener los riesgos derivados de las entidades que son demasiado grandes para permitir su quiebra. En particular, sería importante cerciorarse de que el Consejo de Supervisión de la Estabilidad Financiera realice una supervisión transparente y proactiva de

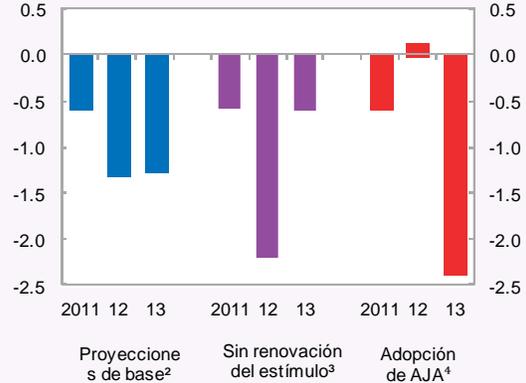
**Gráfico 1.4. La política monetaria seguirá siendo acomodaticia por un período más prolongado; mientras se prevé que continúe la consolidación fiscal.**

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



Fuentes: Bloomberg, L.P.

**Estados Unidos: Variación del saldo del gobierno general ajustado en función del ciclo<sup>1</sup> (Porcentaje del PIB)**



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

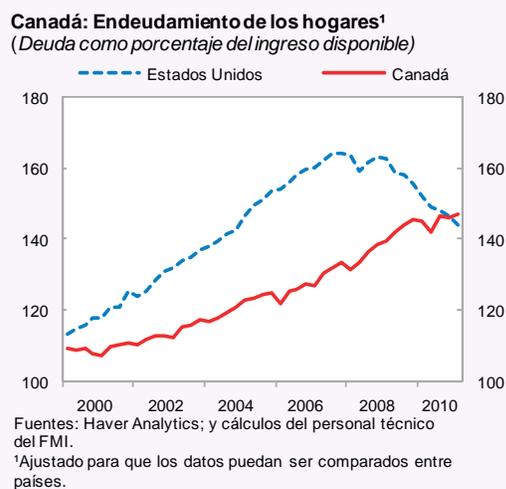
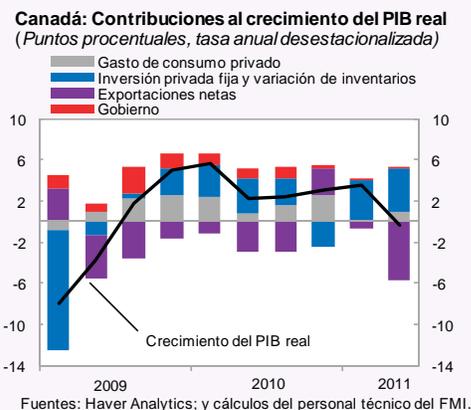
<sup>1</sup> Las estimaciones de 2011 incluyen revisiones al presupuesto.

<sup>2</sup> Las proyecciones asumen una extensión de dos años del seguro de desempleo (años calendario 2012-13) y de un año de las reducciones a los impuestos sobre la nómina salarial (año calendario 2012).

<sup>3</sup> Las proyecciones excluyen la renovación del seguro de desempleo y las reducciones a impuestos sobre la nómina salarial.

<sup>4</sup> Las proyecciones incluyen todas las medidas de la propuesta de Ley de Empleo de Estados Unidos (AJA, por sus siglas en inglés).

**Gráfico 1.5. Canadá está desacelerándose, debido a sus estrechos vínculos con Estados Unidos. La consolidación fiscal y el fuerte endeudamiento de los hogares también frenarán al crecimiento.**



los riesgos sistémicos. Por último, aunque no por ello menos importante, es necesario fortalecer más los requisitos de retención del riesgo y divulgación de información sobre las operaciones de deuda titularizadas y redefinir las funciones de las entidades calificadoras de riesgo (dando más importancia a la diligencia debida de los inversionistas y a las medidas para resolver posibles conflictos de intereses).

### 1.3. Canadá: La recuperación pierde ímpetu

*La economía canadiense está desacelerándose, en gran medida debido a su vinculación estrecha con Estados Unidos. Los desafíos de política económica son menos acuciantes que en Estados Unidos, gracias a la relativa solidez de los balances de las entidades financieras y el sector público.*

Tras expandirse aproximadamente 3½ por ciento a finales de 2010 y comienzos de 2011, la economía canadiense se contrajo marginalmente en el segundo trimestre de 2011, debido a factores temporales (como los que afectan a Estados Unidos) y al descenso del consumo privado de los hogares fuertemente endeudados (gráfico 1.5). Mientras tanto, la inversión empresarial sigue siendo robusta, pese a que las exportaciones netas han seguido contribuyendo cada vez menos al crecimiento, a raíz de la desaceleración de la demanda de Estados Unidos y la persistente fortaleza del dólar canadiense.

A diferencia de lo que está sucediendo en Estados Unidos, los mercados laboral e inmobiliario han tenido una evolución relativamente favorable. El desempleo se situó por debajo de 7¼ por ciento en julio de 2011, y recientemente se implementaron reglas hipotecarias más estrictas para contener el crecimiento del crédito hipotecario. El crédito privado se mantiene firme, gracias a condiciones monetarias laxas y a un sistema bancario rentable apuntalado por regímenes sólidos de regulación y supervisión<sup>10</sup>.

<sup>10</sup> Los bancos canadienses estuvieron mucho menos expuestos a los activos tóxicos y al financiamiento mayorista en

(continued)

Ahora se proyecta que la economía canadiense se expandirá 2,1 por ciento en 2011, y que el crecimiento se moderará a 1,9 en 2012. Las revisiones a la baja de las perspectivas (½ punto porcentual en 2011 y 2012) obedecen sobre todo al menor crecimiento en Estados Unidos y a escala mundial. Factores de índole mundial contribuyeron a que se observen disparidades regionales, ya que las provincias occidentales ricas en recursos naturales se beneficiaron del alto nivel de precios de las materias primas, mientras que las provinciales orientales, en las que se concentra la actividad manufacturera, se vieron perjudicadas por sus vínculos con el lento crecimiento de Estados Unidos y por un deterioro de la competitividad.

Hay riesgos significativos que se derivan de un entorno mundial incierto, así como de fragilidades potenciales del consumo interno. Entre los riesgos internacionales están las perspectivas menos favorables para Estados Unidos y el mundo, lo cual podría dar origen a un vuelco en la tendencia de los precios de las materias primas. En el plano interno, el consumo podría moderarse más de lo previsto debido a un fuerte repliegue de los hogares muy endeudados en medio de la preocupación por una caída de los precios de la vivienda. Se estima que en algunas provincias clave dichos precios están por encima de los niveles que dictan las variables fundamentales de la economía. Por el lado positivo, la mejora de las condiciones financieras internacionales podría apuntalar la confianza, lo cual incentivaría la demanda interna.

### Opciones de política económica de Canadá

Tras un estímulo fiscal combinado en 2009–10 de más de 4 por ciento del PIB, las autoridades canadienses pusieron en marcha un plan de consolidación fiscal en general adecuado (a posteriori se adoptaron ciertas medidas para mitigar el ajuste inicial) gracias al cual el presupuesto debería

---

comparación con los bancos estadounidenses. Véase el recuadro 1.3 de la edición de abril de 2011 *Perspectivas económicas: Las Américas* (FMI, 2011c).

llegar a una situación de superávit antes del ejercicio 2016. En este contexto, debe mantenerse una política monetaria laxa mientras las expectativas de inflación permanezcan bien ancladas<sup>11</sup>. Dadas las perspectivas menos favorables, los mercados ahora prevén una pequeña reducción de las tasas a corto plazo, así como la postergación del retiro del estímulo monetario hasta bien entrado 2013.

La evolución de las circunstancias en el sector inmobiliario exige una mayor vigilancia, y quizá se deba considerar la adopción de medidas prudenciales adicionales para evitar una nueva acumulación de deuda por parte de los hogares.

### 1.4. Implicaciones para América Latina y el Caribe

Nuestro escenario básico a escala mundial indica que las economías más abiertas de la región seguirán beneficiándose del doble viento favor que representan los altos precios de las materias primas y las condiciones favorables de financiamiento externo, pese a que ahora se proyecta que ambos factores ofrecerán menos estímulo y serán más volátiles que hace seis meses:

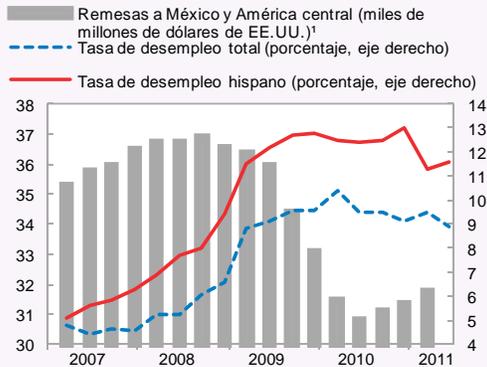
- Una recuperación más débil de lo previsto en las economías avanzadas (sumada a la necesidad de una consolidación fiscal) implica que se prolongará el período en que las tasas de interés internacionales permanecerán en un nivel inusualmente bajo. Sin embargo, las rachas de aversión al riesgo probablemente continuarán hasta que las economías avanzadas formulen y adopten planes integrales para sanear los balances frágiles. En este contexto, los flujos de capitales serán más tenues como resultado de la mayor volatilidad de los mercados y el tipo de cambio.

---

<sup>11</sup> Se prevé que la inflación permanecerá alrededor del 3 por ciento a corto plazo —por encima del 2 por ciento fijado como meta por el Banco de Canadá— en un entorno de precios de las materias primas temporalmente altos, y que retornará al nivel fijado como meta el próximo año.

**Gráfico 1.6. La recuperación de las remesas ha sido lenta, debido a los altos niveles de desempleo entre los hispanos, que tienden a trabajar en los sectores más perjudicados por la recesión.**

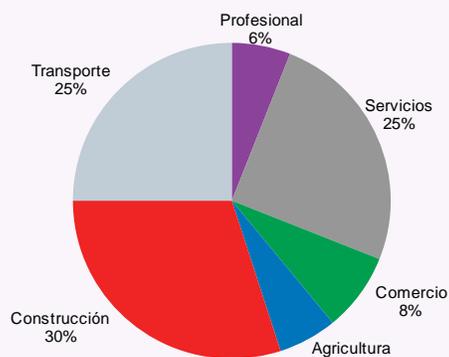
**Estados Unidos: Desempleo y flujo de remesas a América Latina**



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

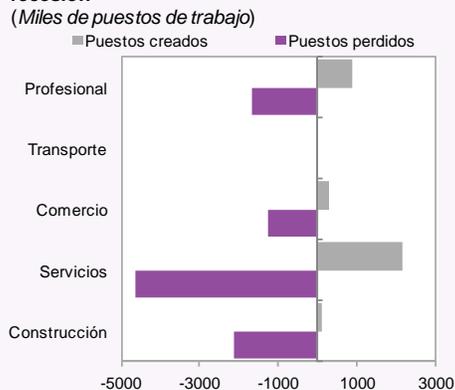
<sup>1</sup> Suma simple de cuatro trimestre correspondientes a El Salvador, Guatemala, Honduras, México y la República Dominicana.

**Estados Unidos: Empleo de inmigrantes mexicanos hombres por sector, 2009**



Fuentes: Brick, Challinor, and Rosenblum (2011); y cálculos del personal técnico del FMI.

**Estados Unidos: Variación del empleo desde la recesión<sup>1</sup>**



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

<sup>1</sup> Incluye datos de enero de 2008 a agosto de 2011.

- Se prevé que la persistencia de un crecimiento vigoroso en las economías emergentes de Asia mantendrá los precios de las materias primas relativamente firmes, aunque en niveles algo inferiores que hace 6 meses, particularmente en el caso del petróleo y los metales (excluidos el oro y la plata).

Sin embargo, el deterioro de las condiciones mundiales está teniendo implicaciones desiguales para la región. Se prevé que en los países con estrechos vínculos reales con las economías avanzadas (como México y los países de América Central y el Caribe) la reciente desaceleración tendrá un impacto más fuerte. Si bien la economía mexicana depende más de la actividad manufacturera y del comercio exterior de Estados Unidos, América Central y el Caribe dependen más de las remesas y los flujos del turismo, los cuales a su vez dependen mucho de la evolución de los mercados laboral e inmobiliario de Estados Unidos. Los datos preliminares indican solo una desaceleración leve de los ingresos por concepto de remesas y turismo hasta ahora, aunque se espera una mayor reducción, ya que estos flujos por lo general se manifiestan con cierto retraso. No obstante, las remesas y los flujos de turismo permanecen bastante por debajo de los niveles observados antes de la crisis:

- Las remesas se han visto duramente perjudicadas por interacciones negativas entre los mercados laboral e inmobiliario, que en particular han afectado a los trabajadores hispanos en Estados Unidos (gráfico 1.6)<sup>12</sup>. El desempleo entre los hispanos es aproximadamente 2½ puntos porcentuales más alto que el promedio, ya que la inmensa mayoría de hispanos trabaja en sectores de mano de obra poco calificada (construcción, extracción, transporte y servicios) a los que la crisis financiera ha asestado un golpe más fuerte. Además, la atonía de los mercados inmobiliarios

<sup>12</sup> Las remesas a América Central disminuyeron de un promedio de 12½ por ciento del PIB en 2006 a alrededor de 10 por ciento en 2010.

puede estar reduciendo las remesas a través del canal de la riqueza<sup>13</sup>.

- La recuperación de los ingresos provenientes del turismo sigue siendo tenue. Si bien las llegadas de turistas han mostrado una trayectoria ascendente desde mediados de 2009, el gasto por turista ha descendido a niveles no observados desde 2004. Los esfuerzos para diversificar la base del turismo hacia regiones de crecimiento más dinámico hasta ahora han tenido un efecto limitado.

Si bien se espera que nuestro escenario base global tenga un impacto relativamente leve en gran parte de la región, la materialización de los *riesgos a la baja* tendría graves consecuencias adversas:

- Una recesión en las economías avanzadas podría dar lugar a una desaceleración brusca en las economías emergentes de Asia y, a su vez, a un cambio de tendencia de los precios de las materias primas y de la afluencia de capitales. Este escenario afectaría particularmente a los países de América del Sur exportadores de materias primas. En cambio, un descenso mayor de los precios de las materias primas (en particular la energía) ayudaría a amortiguar el impacto de una desaceleración mundial en América Central y el Caribe que se verían

perjudicados por una reducción de los ingresos del turismo y las remesas.

- Aunque relativamente se ha contenido el impacto financiero de los problemas de la deuda soberana en Europa<sup>14</sup>, una verdadera crisis soberana y financiera en Europa tendría ramificaciones muy negativas para los mercados financieros y de crédito de la región (véase recuadros 1.2 y 2.1), parecido a los observados durante el episodio de *Lehman*. Una frenada brusca de la afluencia de capitales afectaría sobre todo a los sistemas bancarios que dependen más del financiamiento mayorista.

En el mediano plazo, una prolongada y mayor incertidumbre sobre del panorama fiscal en Estados Unidos podría resultar en un aumento de las tasas de interés de los títulos del Tesoro. Dicho aumento en las tasas de interés de Estados Unidos tendría una fuerte incidencia sobre el crecimiento de la región, particularmente en los países cuyos sectores bancarios y empresariales dependen del financiamiento externo. Si bien en el corto plazo se espera que se mantengan o aceleren los flujos de inversión hacia "refugios seguros" (y así ayudar a mantener bajas las tasas del Tesoro), esta dinámica puede cambiar si los desafíos fiscales en Estados Unidos no son debidamente atendidos.

<sup>13</sup> Según el Pew Research Center (2011), la mediana del patrimonio inmobiliario de los hispanos se redujo más de 50 por ciento desde 2005, en parte porque los hispanos tienden a vivir en los lugares que se vieron más afectados por el colapso de los precios de la vivienda (como los estados de Florida y California).

<sup>14</sup> Pese a la fuerte presencia de bancos españoles en algunos países (en particular Chile y México), las tensiones financieras directas derivadas de los problemas en Europa han sido limitadas, gracias a que los bancos españoles con presencia en la región aplican un modelo de filiales que dependen fuertemente del financiamiento minorista.

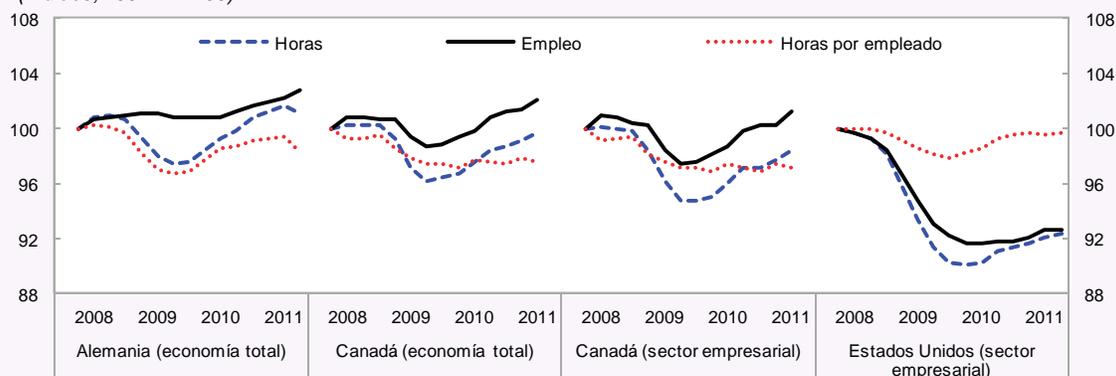
### Recuadro 1.1. Estados Unidos: Mercado de trabajo y de la vivienda—Vientos contrarios a la recuperación

El mercado inmobiliario sigue deprimido (véase el gráfico). Cinco años después del estallido de la burbuja inmobiliaria, la actividad de la construcción y la venta de viviendas están cerca de sus mínimos históricos, estimándose en tres millones el número de unidades desocupadas, un exceso de oferta que desalienta los nuevos proyectos de construcción. Los precios de los inmuebles — que han caído más del 30 por ciento respecto de sus niveles máximos— han caído nuevamente, tras vencer a mediados de 2010 la aplicación de los créditos tributarios para la compra de viviendas. El descenso de precios es en parte una consecuencia natural de los excesos del pasado, pero también es resultado de la gran cantidad de ejecuciones hipotecarias. Estas últimas obstaculizan la recuperación del mercado, porque comúnmente los inmuebles se venden a un 30 por ciento menos de su valor real, lo que también hace caer el precio de las propiedades vecinas. De hecho, en Tsounta (2011) se estima que, si se impidiera un millón de ejecuciones hipotecarias, los precios podrían subir, en total, hasta 4 por ciento en el mediano plazo.

¿Ha tocado fondo el mercado inmobiliario? La mayoría de los analistas y el personal técnico del FMI ahora prevén que habrán caídas adicionales hasta fines de 2011 y una recuperación muy moderada a mediano plazo, en medio de un inventario latente de casas en riesgo de venta forzosa que alcanza niveles récord. Dichas propiedades — cuyo número se estima en alrededor de seis millones— son viviendas actualmente en proceso de ejecución o en riesgo de estarlo, que podrían entrar al mercado.

El estado del mercado inmobiliario es un factor importante que debilita la demanda privada en Estados Unidos por su efecto sobre los balances de los hogares. Los activos inmobiliarios de los hogares — equivalentes a alrededor de una cuarta parte de los activos totales — están un 30 por ciento por debajo de su nivel máximo, mientras que la deuda de los hogares como porcentaje del ingreso disponible se mantiene bastante por encima de los niveles previos a la burbuja, pese al elevado número de incumplimientos de créditos hipotecarios. En Celasun y Li (2011) se encuentra que una disminución de 10 por ciento del precio de los inmuebles podría reducir el consumo de los hogares en un 1½ por ciento a mediano plazo, al ahorrar más los hogares para apuntalar sus finanzas. Por ende, las endeble perspectivas del mercado inmobiliario seguirían operando como un sustancial factor adverso que frenará una recuperación económica más rápida en Estados Unidos.

**Comparación de los recortes laborales en los EE.UU., Canadá y Alemania**  
(índices, 2007:T4=100)



Fuentes: Statistisches Bundesamt; Statistics Canada; Bureau of Labor Statistics; Haver Analytics; and Fund staff calculations.

Nota: Este recuadro fue preparado por Evridiki Tsounta.

<sup>1</sup> En Estevão y Tsounta (2011) se encuentra que las asimetrías del mercado laboral y la debilidad de los mercados inmobiliarios pueden haber empujado al alza el desempleo estructural, especialmente en regiones en las que están presentes ambos factores.

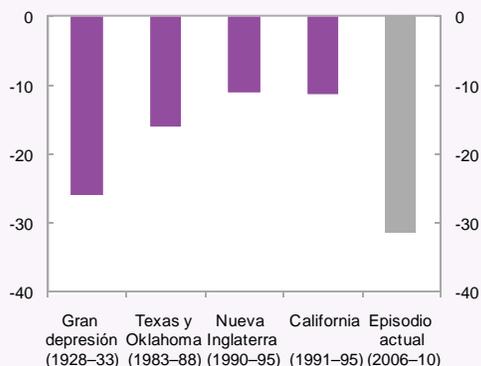
**Recuadro 1.1. Estados Unidos: Mercado de trabajo y de la vivienda—Vientos contrarios a la recuperación (continuación)**

De hecho, la débil recuperación de la demanda agregada es en parte responsable del lento crecimiento del empleo. Durante los últimos dos años, el desempleo de Estados Unidos ha oscilado en torno a tasas no registradas desde comienzos de los años ochenta, ya que ante la crisis los empleadores optaron en gran medida por despedir trabajadores en lugar de reducir la semana laboral, a diferencia de lo ocurrido en otras economías avanzadas, especialmente Alemania y Canadá. La recuperación, a su vez, se ha caracterizado por un aumento relativamente rápido de la productividad pero un lento ritmo de creación de empleo, registrándose un incremento desigual de la ocupación entre los diversos sectores, lo que podría estar reflejando cambios estructurales (para mayores detalles, véase Estevão y Keim (2011)). Ante el débil crecimiento del ingreso, la gran incertidumbre acerca de las perspectivas de trabajo y una duración media del desempleo que alcanza niveles récord, la confianza de los consumidores se mantiene decaída, lo que también se refleja en un escaso aumento del consumo. Dada la probabilidad de que el desempleo se mantenga alto por algún tiempo y cierta preocupación respecto de un creciente desempleo estructural, las perspectivas para la demanda privada interna siguen siendo desfavorables.

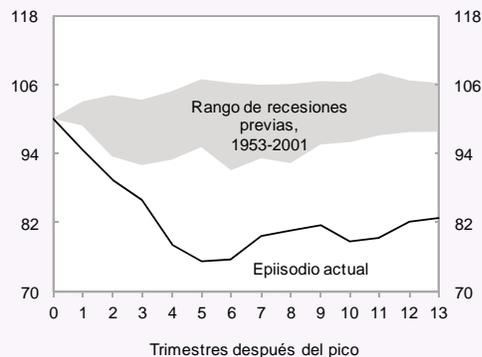
**Recuadro 1.1. Estados Unidos: Mercado de trabajo y de la vivienda—Vientos contrarios a la recuperación**

**Estados Unidos: Mercados laborales e inmobiliarios — Trabas al Crecimiento**

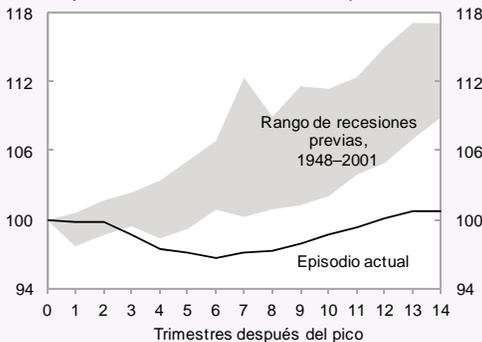
**Disminución del precio de viviendas durante episodios de contracción del mercado inmobiliario.**  
(Porcentaje)



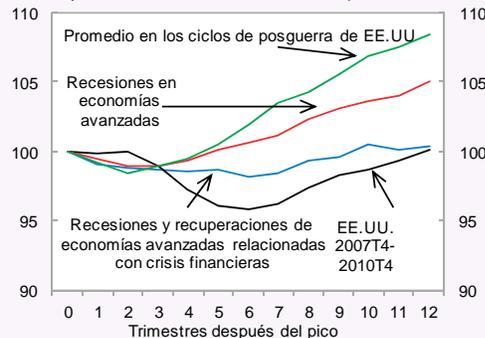
**Patrimonio neto de los hogares como porcentaje del ingreso disponible**  
(Índices, pico en el ciclo económico = 100)



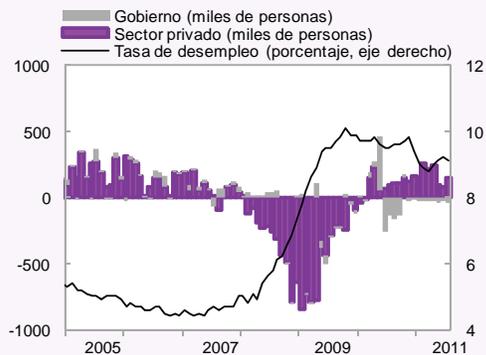
**Gasto personal en consumo**  
(Índices, pico en el ciclo económico = 100)



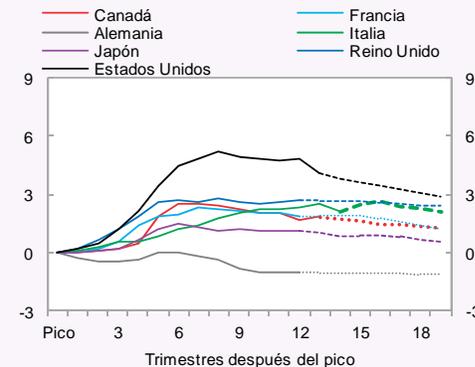
**Trayectoria del producto**  
(Índices, pico en el ciclo económico = 100)



**Variación del empleo privado no agrícola y tasa de desempleo**



**Tasa de desempleo de los EE.UU. frente a G-7**  
(Puntos porcentuales desde el pico en el desempleo<sup>1</sup>)



Fuentes: Oficina de Análisis Económico de los Estados Unidos; Oficina de Estadísticas Laborales de los Estados Unidos; Freddie Mac; Haver Analytics; *Perspectivas de la Economía Mundial*; MacroMarkets LLC; Standard & Poor's; Índice de precios de hogares Case-Schiller; y cálculos del personal técnico del FMI.

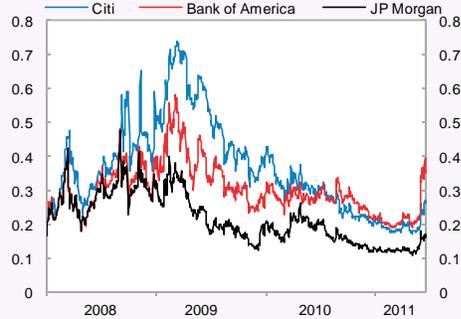
<sup>1</sup> Las fechas de los picos son 2007T3 para Italia; 2007T4 para Canadá y los Estados Unidos y 2008T1 para Francia, Alemania, Japón y el Reino Unido.

### Recuadro 1.2. Estados Unidos: Exposición financiera a Europa

#### La exposición directa neta de los bancos de Estados Unidos a los países periféricos de Europa parece ser limitada.

Las estadísticas bancarias del Banco de Pagos Internacionales y de la Reserva Federal de Estados Unidos indican un volumen limitado de acreencias directas de los bancos estadounidenses frente a los países de la periferia de Europa, aunque la exposición potencial — que incluye derivados, compromisos de crédito no utilizados y garantías — es mayor. Sin embargo, la incertidumbre que rodea las estimaciones de esta exposición potencial se ve acrecentada por la falta de datos sobre los seguros contratados por bancos de Estados Unidos para cubrir una cesación de pagos en esos países europeos periféricos, que compensarían los seguros por el mismo concepto vendidos y limitarían el alcance de la exposición neta.

Probabilidad de tensión financiera en bancos de los EE.UU. ante la volatilidad realizada en ciertos países europeos<sup>1</sup>



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

<sup>1</sup>La muestra consiste en: Grecia, Irlanda, Italia, Portugal, y España al igual que los tres bancos más grandes en términos de capital: Citi, Bank of América y JP Morgan.

#### Mientras tanto, aunque en las últimas semanas la preocupación de los inversionistas acerca de un potencial contagio de los bancos de Estados Unidos se ha acrecentado, su atención se mantiene centrada principalmente en la situación interna.

Sobre la base de información de mercado, se estiman las probabilidades condicionales de perturbaciones (CoPoD, por sus siglas en inglés) para representar la evaluación del mercado de los posibles efectos de contagio a través de la exposición directa a la deuda de los gobiernos de los países periféricos de Europa (véase el gráfico)<sup>1</sup>. Los resultados indican que mientras que las probabilidades de tensiones con respecto a la deuda soberana de Europa han seguido aumentando, los bancos de Estados Unidos siguen siendo más sensibles a la evolución interna. Específicamente, entre 2008 y 2009 se registraron aumentos bruscos de esas probabilidades en el caso de todos los grandes bancos estadounidenses, en medio de la rebaja de las calificaciones crediticias, la quiebra de Lehman y el inicio de diversos programas oficiales, como la Línea de Préstamos a Plazo de Valores Respaldados por Activos (TALF, por sus siglas en inglés) y la asistencia brindada a American International Group (AIG). En las últimas semanas, las pérdidas vinculadas a la cartera hipotecaria de Bank of America y la creciente preocupación de que esas tenencias puedan seguir afectando negativamente sus utilidades han incidido en las perspectivas para esa entidad. De todos modos, a pesar de la limitada sensibilidad a la deuda soberana de Europa, si los problemas de los países periféricos de la zona del euro se propagaran a los bancos, en particular a los de las economías del núcleo de Europa, el posible impacto en los bancos de Estados Unidos podría ser mucho mayor, en vista de su considerable exposición a dichos bancos europeos.

#### Los fondos de inversión en el mercado monetario (FMM) de Estados Unidos tienen una exposición directa mínima a los países de la periferia europea, pero mantienen una exposición considerable a instituciones financieras de las principales economías de Europa.

Según un análisis de mercado basado en una muestra de los 10 mayores FMM, que representan el 43 por ciento del universo total de fondos de primera línea, la exposición a los bancos europeos equivale a casi la mitad de los activos de los FMM estadounidenses. Los bancos franceses (que concentran casi el 12 por ciento de los activos de los

Nota: El recuadro fue preparado por Sally Chen (SPR) y Francesco Columba (MCM).

<sup>1</sup> La muestra comprende España, Grecia, Irlanda y Portugal y los tres bancos de mayor capitalización de Estados Unidos: JP Morgan, Citi y Bank of America. Perturbación financiera se define como un evento crediticio (hipotético) que opera como causa detonante en los contratos de *swap* de incumplimiento del deudor (CDS), pudiendo ser tal evento la falta de pago en término, una cesación de pagos y, en un sentido más amplio, una reestructuración que obligue a los tenedores de bonos a soportar pérdidas. Las probabilidades condicionales de perturbación financiera se estiman según lo expuesto en Segoviano (2006a, b) y Segoviano y Goodhart (2009).

### Recuadro 1.2. Estados Unidos: Exposición financiera a Europa (continuación)

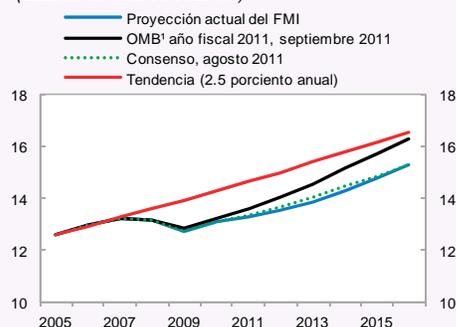
FMM) tienen la mayor exposición por país, y el 44 por ciento de los activos totales de dichos fondos está concentrado en 15 bancos. Por lo tanto, si los problemas de la deuda soberana de la periferia europea se propagaran a los bancos del núcleo de Europa, los FMM de Estados Unidos también podrían sufrir tensiones significativas (ver Recuadro 1.4, "*Why Do U.S. Money Market Funds Hold so Much European Bank Debt*", [FMI,2011b]).

**En resumen, dados los fuertes vínculos financieros con Europa, los acontecimientos en esa región podrían tener repercusiones significativas en las instituciones financieras de Estados Unidos.** En las últimas semanas, los FMM estadounidenses han recortado significativamente sus tenencias en bancos del núcleo de Europa, mientras que su exposición directa a los bancos de los países europeos periféricos ya era mínima. Esas medidas llegaron en momentos en que se intensifican las dificultades de financiamiento para los bancos europeos y podrían exacerbar dichas dificultades. Si la propagación de la crisis de crédito soberano de Europa afectara a bancos europeos más allá de la periferia y se agravara la tensión en el mercado de financiamiento del euro, los balances de las instituciones financieras de Estados Unidos podrían sufrir graves tensiones.

### Recuadro 1.3. Estados Unidos: Instituciones presupuestarias para la consolidación fiscal

**Estados Unidos enfrenta un importante ajuste fiscal multianual, que podría respaldarse con reformas de las instituciones presupuestarias.** En algunos aspectos, la calidad de las instituciones presupuestarias federales es excelente, como por ejemplo los procesos de declaración de información y elaboración de previsiones fiscales, los controles de ejecución presupuestaria y el análisis de fondo. Además, la Ley de Control Presupuestaria adoptada en agosto 2011 define una trayectoria a mediano plazo para el gasto discrecional, que permitirá ahorrar US\$900.000 millones en 10 años y contribuirá a mantener bien encarrilado el proceso de consolidación durante los diferentes ciclos presupuestarios anuales. Los costos de los nuevos programas de gastos no discrecionales e ingresos deben ser compensados con ahorros futuros de acuerdo con el denominado principio *pay-as-you-go*. Dicho esto, las reglas están sujetas a muchas excepciones y no abordan las presiones subyacentes que ejercen sobre el gasto programas como el de la Seguridad Social. Por otra parte, últimamente las proyecciones macroeconómicas del poder ejecutivo han superado significativamente los pronósticos de consenso (véase el gráfico), lo que plantea interrogantes acerca de la estimación oficial de las necesidades de consolidación fiscal.

**Comparación de pronósticos del PIB real**  
(Billones de dólares de 2005)



Fuentes: Oficina de Presupuesto del Congreso de los Estados Unidos; Consensus Economics; y cálculos del personal técnico del FMI.  
\* Oficina de Gestión y Presupuesto de los Estados Unidos (OMB).

**La capacidad de las autoridades estadounidenses de llegar a un consenso sobre un marco integral de consolidación fiscal a mediano plazo es crucial para el éxito de las iniciativas de reducción del déficit.** En este contexto, las siguientes mejoras institucionales podrían ser beneficiosas:

- *Objetivos claros a mediano plazo.* El aval de ambas cámaras del Congreso a objetivos multianuales específicos es esencial para anclar las expectativas y lograr coherencia con las propuestas actuales del poder ejecutivo. Los objetivos deberían incluir metas de deuda y/o de déficit definidas como porcentaje del PIB. Hasta ahora el debate se ha centrado en especificar un ahorro medido en dólares durante un tiempo determinado, pero los resultados fiscales pueden variar mucho según los valores de referencia con que se midan dichos ahorros al igual que los supuestos macroeconómicos utilizados.
- *Marco macroeconómico realista.* El marco macroeconómico del poder ejecutivo podría incluir expresamente pronósticos elaborados por el sector privado. Es común que participantes externos intervengan en el proceso de formulación de proyecciones, como es el caso de Canadá, que ha seguido estrechamente el pronóstico de consenso (ajustado a la baja por un factor de prudencia adicional) desde que emprendió una ambiciosa estrategia de consolidación en la década de 1990. Alemania y Australia también recurren a un amplio proceso de consulta sobre su marco macroeconómico. Más recientemente, el Reino Unido creó un organismo independiente para orientar el proceso de elaboración de pronósticos (véase el cuadro).
- *Mecanismos de respaldo.* El Congreso ha fijado asimismo otros recortes automáticos del gasto por un monto de US\$1,2 billones a partir de 2013 en el caso de que la Comisión Conjunta bipartidista no logre acordar una segunda ronda de medidas de reducción del déficit. Si bien dicho mecanismo asegura una reducción adicional del déficit, los recortes automáticos del gasto no estabilizarían la razón deuda/PIB del gobierno federal. El marco de consolidación fiscal podría entonces incluir un mecanismo “de respaldo” recientemente propuesto por el Presidente, que activaría la realización de ahorros si dicha razón no lograra estabilizarse. Es preciso tener en cuenta, sin embargo, que dichos mecanismos no son un sustituto a medidas concretas de consolidación fiscal, incluidas las relativas a prestaciones sociales e impuestos, cuya adopción plantea difíciles disyuntivas.

Nota: Este recuadro fue preparado por Martín Sommer sobre la base de lo expuesto en Sommer (2011).

### Recuadro 1.3. Estados Unidos: Instituciones presupuestarias para la consolidación fiscal (continuación)

#### ¿Quién prepara el marco macroeconómico para las proyecciones del presupuesto?

Australia	El departamento del tesoro, con aportes provenientes de un extenso proceso de participación a través de un programa de enlace con el sector productivo.
Canadá	Promedio de los pronósticos privados. En los presupuestos de 2010 y 2011, el pronóstico promedio del PIB nominal fue ajustado hacia la baja para incorporar el riesgo relacionado con el alto nivel de incertidumbre en la economía.
Alemania	Grupo de trabajo interministerial después de un proceso de consultas con centros de investigación y el Banco Central.
Francia	Ministerio de Finanzas, dirección de pronósticos.
Italia	Ministerio de Finanzas.
Países Bajos	Agencia pública independiente.
Suiza	Pronósticos realizados por un grupo de expertos liderados por la Secretaría de Estado para Asuntos Económicos, incluye a representantes de la Administración Financiera Federal, Aduanas, la Oficina de Estadística Federal, y el Banco Nacional de Suiza.
Reino Unido	Pronósticos preparados por una agencia pública independiente, basados en un proceso iterativo entre los modelos macro y los pronósticos micro-fiscales de ingresos/gastos.
Estados Unidos	Realizado conjuntamente entre el Consejo de Asesores Económicos, la Oficina de Presupuesto, y el Departamento del Tesoro.

Fuente: Sommer (2011).

## 2. Perspectivas y asuntos de política económica en América Latina y el Caribe

El crecimiento económico durante el primer semestre de 2011 fue vigoroso, impulsado por las buenas condiciones de financiamiento externo, unos términos de intercambio favorables para los países exportadores de materias primas y los efectos persistentes de políticas acomodaticias aplicadas algún tiempo atrás. Sin embargo, el cambio en el entorno económico mundial y los recientes episodios de volatilidad traen consigo importantes retos para las autoridades económicas. Aunque se proyecta que la desaceleración en las economías avanzadas va a tener un efecto moderado en la mayoría de los países, hay grandes riesgos de que se produzca un deterioro de las perspectivas económicas. En este contexto, las autoridades de política económica deben mantenerse atentas al sobrecalentamiento y reconstruir los márgenes de maniobra utilizados durante la crisis mundial, en particular porque un cambio repentino en la confianza a nivel mundial podría requerir el uso de políticas de estímulo. En caso de que se materialice un escenario adverso, la política monetaria debe ser la primera línea de defensa para aquellos países con marcos de política creíbles, mientras que solo debería recurrirse al estímulo fiscal en caso que se materialicen unas condiciones aún más adversas. Las perspectivas son menos favorables en aquellos países que mantienen vínculos más estrechos con las economías avanzadas y que disponen de márgenes limitados para implementar políticas contracíclicas.

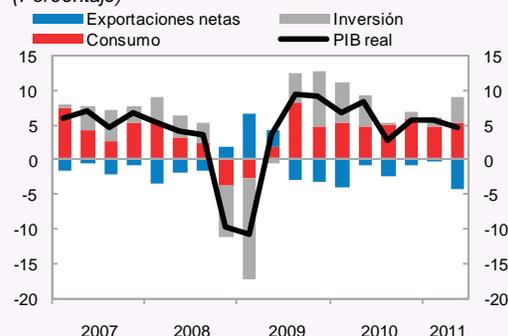
### 2.1. Panorama general

América Latina creció a un ritmo de alrededor de 5 por ciento durante el primer semestre de 2011 (gráfico 2.1). El crecimiento continuó liderado por los países exportadores de materias primas de América del Sur e impulsado por unas condiciones de financiamiento externo y términos de intercambio favorables. La expansión de la actividad se moderó con respecto a los altos niveles

Nota: Este capítulo fue preparado por Luis Cubeddu y Camilo E. Tovar, con la excelente asistencia de Andresa Lagerborg.

**Gráfico 2.1. El crecimiento ha sido vigoroso. Bajo el escenario bas, se proyecta un efecto moderado por la desaceleración mundial, aunque los riesgos a la baja siguen dominando.**

**Países seleccionados de América Latina:  
Contribución a la tasa de crecimiento del PIB<sup>1</sup>  
(Porcentaje)**



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

<sup>1</sup> Tasa anual ajustada por estacionalidad. Promedio ponderado del PPC-PIB de Argentina, Brasil, Chile, Colombia, Costa Rica, México, Paraguay, y Perú. Las estimaciones para el segundo semestre de 2011 incluyen proyecciones elaboradas por el FMI para Argentina y México, pero excluyen a Costa Rica y Paraguay.

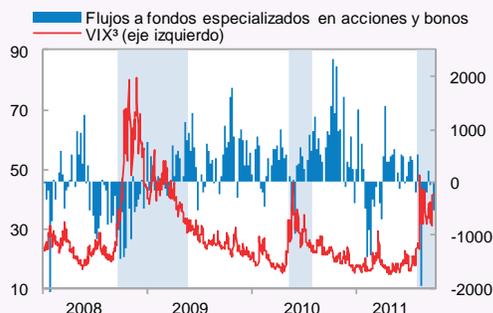
### Contexto del Crecimiento Global



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

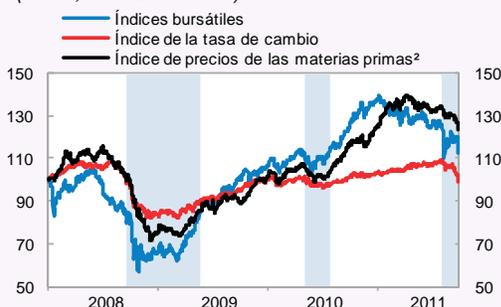
**Gráfico 2.2. Las acciones en las bolsas latinoamericanas, la tasa de cambio y el precio de las materias primas se han visto afectados por las recientes tensiones de los mercados financieros. Hasta el momento, las presiones sobre el fondeo han sido limitadas.**

**Aversión al riesgo global (VIX) y flujos de fondos mutuos a América Latina<sup>1</sup>**



Fuentes: Bloomberg y Haver Analytics.  
<sup>1</sup> Franjas sombreadas denotan períodos de tensión del VIX.  
<sup>2</sup> Flujos semanales en millones de dólares de EE.UU.  
<sup>3</sup> VIX índice de volatilidad elaborado por el mercado de opciones de Chicago.

**Países seleccionados de América Latina: Mercados bursátiles, tasas de cambio, y materias primas<sup>1</sup>**  
*(Índice, enero 2008 = 100)*



Fuentes: Haver Analytics.  
<sup>1</sup> Los índices de mercados bursátiles están en moneda local. La tasa de cambio corresponde a unidades de moneda local por cada dólar de los EE.UU. Las franjas sombreadas denotan períodos de tensión del VIX. Promedio simple para Brasil, Chile, Colombia, México y Perú.  
<sup>2</sup> Índice de materias primas Thompson Reuters/Jefferies.

**Países seleccionados de América Latina: Rendimiento de bonos, primas por riesgo (CDS) y volatilidad de la tasa de cambio<sup>1</sup>**  
*(Porcentaje)*



Fuentes: Bloomberg LP.  
<sup>1</sup> CDS=Swaps de riesgo de incumplimiento. Las primas CDS y el rendimiento de bonos esta denominados en moneda local. Las franjas sombreadas denotan períodos de tensión del VIX. Promedio simple para Brasil, Chile, Colombia, México y Perú  
<sup>2</sup> Volatilidad de la tasa de cambio de 1 mes "in the money".

alcanzados en 2010, pero se mantuvo por encima de su potencial en gran parte de la región. La demanda interna continuó creciendo a un ritmo vigoroso, superando ampliamente el crecimiento del PIB real (observado y potencial), aunque hay signos de que la aplicación de políticas más restrictivas ayudó a moderar la demanda. En América Central, la recuperación cobró fuerza, impulsada por la demanda interna y el aumento de las exportaciones agrícolas, mientras que en los países altamente endeudados de la región del Caribe y que dependen fuertemente del turismo el crecimiento se ha mantenido persistentemente bajo.

Aunque es pronto para realizar una evaluación completa, es evidente que los recientes episodios de volatilidad de los mercados financieros y el ajuste a la baja en el precio de las materias primas han comenzado a afectar a los mercados financieros de la región. Las repercusiones de los problemas en los países de la periferia de la zona del euro estuvieron relativamente aislados durante el primer semestre del año, pero de forma reciente se ha agudizado la aversión mundial al riesgo ante el temor creciente de que se produzca una crisis a gran escala en Europa y otra recesión en Estados Unidos. Todo ello, ha terminado incidiendo negativamente sobre los mercados accionarios y las monedas de la región. No obstante, las presiones sobre la balanza de pagos y sobre el fondeo en los mercados parecen haber sido hasta ahora moderadas, sin embargo, los flujos de capital se han mantenido altamente volátiles (gráfico 2.2). Los pronósticos de crecimiento del mercado para 2011 y 2012 se han revisado a la baja en meses recientes, y la confianza de las empresas y otros indicadores líderes sugieren que hacia adelante cabe esperar cierta moderación de la actividad económica.

En el marco de nuestro nuevo *escenario base*, se proyecta un crecimiento de 4½ por ciento en 2011, que se moderará aproximadamente al 4 por ciento en 2012, con lo cual el producto se situará ligeramente por encima de su potencial el próximo año. A pesar de las revisiones a la baja del crecimiento en Estados Unidos y otras economías avanzadas, las perspectivas son menos favorables que las proyectadas en abril de 2011. Esto refleja en

parte la relativa fortaleza y resistencia de las economías emergentes de Asia, lo que, a su vez, ayudaría a mantener los precios de las materias primas en niveles relativamente elevados. Así mismo, en algunos casos las proyecciones suponen que se van a aplicar políticas menos restrictivas de lo previsto inicialmente debido al debilitamiento de la demanda externa<sup>1</sup>.

Este *escenario base* tiene como premisa que el crecimiento de las economías avanzadas seguirá siendo débil, y que se hará una pausa en el proceso de contracción monetaria en los países avanzados, dando así lugar a un período bastante prolongado de condiciones monetarias laxas. También supone que las autoridades económicas europeas contendrán la crisis en la periferia de la zona del euro, que las autoridades económicas estadounidenses lograrán un equilibrio adecuado entre apoyar a la economía y avanzar en la consolidación fiscal a mediano plazo, y que no se intensificará la volatilidad en los mercados financieros mundiales. Por último, el escenario de referencia implica que las economías emergentes de Asia solo sufrirán una pequeña pérdida de dinamismo. En este escenario, *el doble viento a favor resultante de las condiciones favorables de financiamiento externo y la firmeza de los precios de las materias primas* seguirá respaldando el crecimiento económico, aunque con un impulso más moderado por parte de las materias primas y, en menor medida, por los flujos de capital, dada la incertidumbre que impera en los mercados sobre la posible solución de los problemas que aquejan a los balances públicos y privados en economías avanzadas.

No obstante, las perspectivas económicas están dominadas por los *riesgos a la baja* para la economía mundial, lo cual podría convertir los vientos a favor por vientos en contra.

- Una crisis sostenida de confianza en Europa por la situación de la deuda soberana y los mercados

<sup>1</sup> En 2011, las fuertes revisiones al alza para algunos países (por ejemplo, Argentina, Ecuador, Venezuela), que reflejan un crecimiento más vigoroso de lo previsto durante el primer semestre del año, compensan parcialmente las revisiones a la baja en otros países.

financieros podría generar un corto circuito en el funcionamiento de los mercados mundiales de crédito y dar lugar a una frenada brusca del comercio exterior y del financiamiento bancario similar a la observada tras la quiebra de Lehman Brothers en septiembre de 2008 (recuadro 2.1).

- Otra recesión en Estados Unidos, provocada por los problemas en Europa o por el progresivo debilitamiento de la demanda interna privada, combinado con un excesivo ajuste fiscal inicial, podría dar lugar a una desaceleración considerable en las economías emergentes de Asia y a precios mucho más bajos para el petróleo y los metales<sup>2</sup>. El posterior contagio podría cambiar la dirección de los vientos e incidir negativamente en los países exportadores de materias primas de la región. El capítulo 3 analiza el impacto de una caída en los precios de las materias primas.

En todo caso, *se mantienen los riesgos al alza*, en particular si las incertidumbres en relación a la fragilidad de los balances públicos y privados en Europa se despejan y las condiciones financieras se normalizan rápidamente. Bajo este escenario, se reavivaría el apetito por riesgo y, en el contexto de un período prolongado de condiciones monetarias expansivas en las economías avanzadas, esto podría traducirse en una mayor afluencia de capitales hacia las economías emergentes (en particular, aquellas con marcos de política más sólidos) intensificando así las presiones de sobrecalentamiento.

Dada la complejidad e incertidumbre sobre el entorno de la economía mundial, es necesario que las autoridades económicas estén preparadas para ajustar las políticas en caso que los riesgos a la baja se materialicen. En los países con margen para la aplicación de políticas y con marcos creíbles se podría, en caso que se materialice el escenario adverso, utilizar ese espacio con el fin de mitigar el impacto de una recesión mundial y la volatilidad de

<sup>2</sup> Roache (por publicar) encuentra que una disminución del 3 por ciento del crecimiento de la producción industrial de China (una desviación estándar) causa una caída de los precios del petróleo y del cobre de 6 por ciento.

los mercados financieros. Por tanto, en nuestro escenario base, es fundamental reconstruir los márgenes de maniobra a fin de prepararse para un escenario adverso, especialmente en materia fiscal, dado que las posiciones fiscales son más débiles que aquellas predominantes antes de la crisis. Por supuesto la respuesta de política de cada país también dependerá de su posición cíclica, de la solidez de los balances de su sector público y de sus vínculos externos (tanto reales como financieros).

- En los países exportadores de materias primas de América del Sur, donde las brechas del producto se han cerrado, es necesario mantenerse atentos al sobrecalentamiento, pero también prepararse para un escenario adverso o a la baja. En aquellos países con marcos de política monetaria creíble, donde ya se hayan moderado las presiones inflacionarias, la política monetaria puede ser más flexible, pasando a ser la primera línea de defensa. Es más, se debe considerar detener, e incluso en algunos casos, revertir el ajuste de política monetaria, al menos hasta que se tenga un panorama más claro de las perspectivas mundiales. Igualmente, la consolidación fiscal debe proceder tal y como se había planeado, recuperando el margen de maniobra fiscal y evitando perder la credibilidad fiscal. Finalmente, las autoridades deben mantenerse atentas ante la posibilidad de que surjan problemas de liquidez que puedan afectar la estabilidad financiera.
- En la mayoría de los países de América Central, donde la deuda se mantiene muy por encima de los niveles previos a la crisis, es necesario redoblar los esfuerzos para recomponer el margen de acción para la política fiscal. Por otra parte, la región del Caribe debe continuar con la consolidación fiscal a pesar de que pueda haber signos de fatiga, evitando al mismo tiempo los efectos nocivos asociados a instituciones financieras debilitadas.

Este capítulo está organizado de la siguiente manera: En la sección 2.2 se resumen los desafíos de política económica de las diferentes subregiones de América Latina y el Caribe. Dados los riesgos de

sobrecalentamiento, en la sección 2.3 se examina la posibilidad de sobrecalentamiento en los mercados de trabajo, y en la sección 2.4 se analiza la eficacia de las políticas macroprudenciales para reducir la expansión del crédito. Por último, en la sección 2.5 se examinan las experiencias recientes de consolidación fiscal en la región del Caribe, la cual podría arrojar luz sobre los desafíos que enfrentan otras regiones.

## 2.2. Los retos de política económica

### América del Sur: Países exportadores de materias primas integrados a los mercados financieros—Atentos al sobrecalentamiento

*Dado que las brechas del producto ya se han cerrado en la mayoría de los países exportadores de materias primas de América del Sur, una prioridad de política económica es mantenerse atentos a un posible sobrecalentamiento. Sin embargo, dado el deterioro de las perspectivas mundiales, se debería hacer una pausa en el proceso de contracción monetaria en aquellos países donde las autoridades cuenten con marcos de política creíbles y donde las expectativas de inflación están bien ancladas. Por su parte, la consolidación fiscal debe continuar recuperando el margen de maniobra siguiendo los planes trazados para el mediano plazo, de modo que la política fiscal pueda jugar un rol activo en caso de que se materialice un escenario adverso extremo.*

*El crecimiento del producto en los países exportadores de materias primas más integrados a los mercados financieros (Brasil, Chile, Colombia, Perú y Uruguay) se mantuvo vigoroso durante el primer semestre de 2011, alcanzando un promedio anual de cerca de 5 por ciento. La expansión estuvo liderada por la fuerte demanda interna privada y respaldada por precios favorables de las materias primas, condiciones de financiamiento externo muy favorables y los efectos de las políticas macroeconómicas acomodaticias que aplicaron en el pasado. Se proyecta que la actividad económica se moderará a un promedio de 4½ hacia el final del año, lo que refleja unas condiciones externas menos*

benignas y unas políticas macroeconómicas ligeramente más restrictivas.

La *inflación* alcanzó su nivel máximo a mediados del año, tras un período de presiones sostenidas al alza, aunque se mantiene por encima del límite superior del rango fijado como meta en Brasil y Uruguay (gráfico 2.3). La aplicación de una política monetaria más restrictiva, unida al descenso de los precios mundiales de las materias primas y (hasta hace poco) a una mayor tendencia a la apreciación de las monedas, ha ayudado a disipar algunas de estas presiones. No obstante, las expectativas de inflación se mantienen rígidas, especialmente en Brasil y Uruguay.

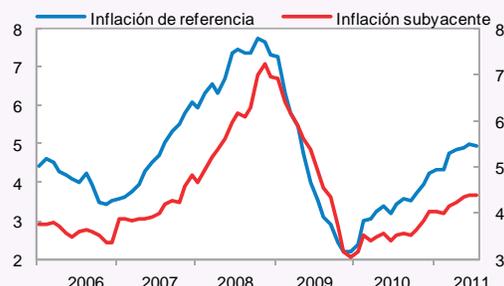
La *balanza en cuenta corriente* se deterioró ligeramente durante el primer semestre del año, a pesar de los altos precios de las materias primas. Las importaciones aumentaron más del 35 por ciento interanual hasta el final de junio, muy por encima del crecimiento de las exportaciones.<sup>3</sup> Se proyecta que el déficit en cuenta corriente de las economías de América del Sur más integradas a los mercados financieros alcanzará un 1¾ por ciento del PIB al final de 2011, un ¾ por ciento más que en 2010, aunque una nueva disminución de los precios de las materias primas (principalmente del petróleo y los metales) dará lugar a mayores déficits.

Por otra parte, la *cuenta de capital* ha mantenido su dinamismo, financiando cómodamente los déficits en cuenta corriente, y dando lugar a una mayor acumulación de reservas internacionales, a pesar de la apreciación de las monedas que se dio hasta hace poco (gráfico 2.4). En la composición de las entradas de capital predomina ahora la inversión extranjera directa (IED), aunque sigue sin estar claro si la adopción de medidas de gestión de los flujos de

<sup>3</sup> Con el fin de reducir el crecimiento de las importaciones, Brasil introdujo en septiembre de 2011 un impuesto transitorio a los vehículos importados, que estará vigente hasta el fin de 2012. Las importaciones de Mercosur y México están exentas.

**Gráfico 2.3. La inflación subyacente y las expectativas de inflación se están moderando, coincidiendo con una ligera desaceleración de la demanda interna.**

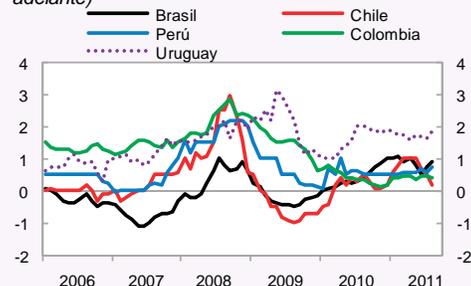
**Países seleccionados de América del Sur: Inflación de referencia y subyacente<sup>1</sup>**  
(Variación porcentual de 12 meses)



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

<sup>1</sup> Promedio simple para Brasil, Chile, Colombia, Perú y Uruguay. Datos a agosto de 2011.

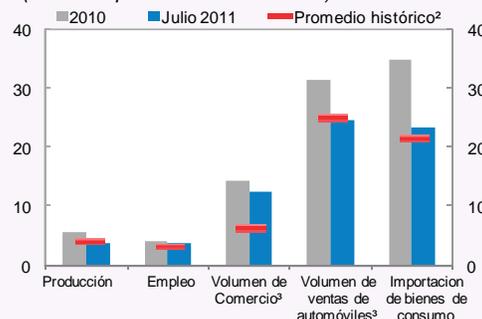
**Países seleccionados de América del Sur: Expectativas de inflación menos la meta de inflación<sup>1</sup>**  
(Variación porcentual de 12 meses, 12 meses hacia adelante)



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

<sup>1</sup> La inflación fijada como meta es el punto medio de la banda de inflación. El rango de la meta de inflación es (± 1), excepto en Brasil y Uruguay, en donde el rango es (± 2). Datos a agosto de 2011.

**Países seleccionados de América del Sur: Actividad económica e indicadores de la demanda<sup>1</sup>**  
(Variación porcentual de 12 meses)



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

<sup>1</sup> Promedio para Brasil, Chile, Colombia, Perú y Uruguay. Índices de la producción industrial, el empleo, las ventas minoristas y las ventas de automóviles. Los bienes de consumo importados se presentan en dólares nominales de EE.UU. Todos los indicadores subyacentes están desestacionalizados.

<sup>2</sup> Promedio entre enero de 2003 y junio de 2011.

<sup>3</sup> Datos hasta junio de 2011.

**Gráfico 2.4. Hasta hace poco en algunos países, las fuertes entradas de capital estimularon el crecimiento del crédito y la apreciación del tipo de cambio.**

**Países seleccionados de América del Sur: Cuenta financiera<sup>1</sup>**

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

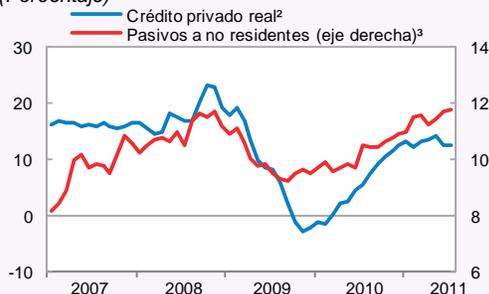


Fuentes: Haver Analytics; autoridades nacionales y cálculos del personal técnico del FMI.

<sup>1</sup> Incluye Brasil, Chile, Colombia, Perú y Uruguay, salvo para el segundo trimestre de 2011, ya que no se dispone de datos para Uruguay.

**Países seleccionados de América del Sur: Crédito bancario y apalancamiento<sup>1</sup>**

(Porcentaje)



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

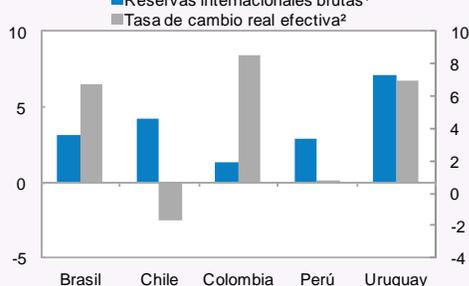
<sup>1</sup> Promedio para Brasil, Chile, Colombia, Perú y Uruguay.

<sup>2</sup> Crédito bancario real al sector privado; variación porcentual de 12 meses.

<sup>3</sup> Definidos como los pasivos frente a no residentes como porcentaje de los pasivos totales. Excluido Chile.

**Países seleccionados de América del Sur: Variación de las reservas internacionales y tasa de cambio real efectiva, enero-agosto de 2011**

(Porcentaje)



Fuentes: Haver Analytics; FMI, *Information Notice System*, y cálculos del personal técnico del FMI.

<sup>1</sup> Variación de las reservas internacionales brutas como porcentaje del PIB de 2010. Incluye datos a julio de 2011, excepto Colombia (junio de 2011).

<sup>2</sup> Variación de la tasa de cambio real efectiva entre diciembre de 2010 y junio de 2011. Los valores positivos indican una apreciación.

capitales desaceleró las inversiones de cartera o modificó la composición de los flujos.

En un contexto de condiciones de financiamiento favorables, el *crédito* ha seguido creciendo a un ritmo acelerado, y ha dado pocas muestras de desaceleración:

- El crédito bancario real al sector privado sigue creciendo a un ritmo vigoroso (a un promedio interanual de alrededor del 12 por ciento hasta junio), aunque hay indicios de que los estándares de crédito son ahora más estrictos para los préstamos inmobiliarios y de consumo, en respuesta a un aumento de los préstamos en mora en estos sectores, y a medidas prudenciales focalizadas. En la mayoría de los países, los bancos se están basando cada vez más en el financiamiento mayorista para cubrir sus operaciones de préstamo, aunque partiendo de una base relativamente baja<sup>4</sup>. Si bien estas tendencias no representan una amenaza inmediata para la estabilidad, es necesario monitorearlas de cerca para evitar problemas en el futuro.
- Del mismo modo, el endeudamiento no bancario de las empresas ha aumentado considerablemente, aunque la vulnerabilidad es baja. Si bien se ha incrementado el endeudamiento en moneda extranjera, los vencimientos se han extendido y los coeficientes de apalancamiento se mantienen bajos en la mayoría de los países.
- Por el contrario, los precios de las acciones han mostrado una tendencia a la baja desde principios de este año en la mayoría de los países, reflejando probablemente inquietudes en relación a sus valoraciones (las relaciones precio/utilidades han vuelto a sus promedios históricos), y más recientemente, a una mayor aversión mundial al riesgo y las mayores salidas de capital en este segmento.

<sup>4</sup> Los bancos más pequeños tienden a tener mayores niveles de exposición al crédito al consumo y al financiamiento mayorista.

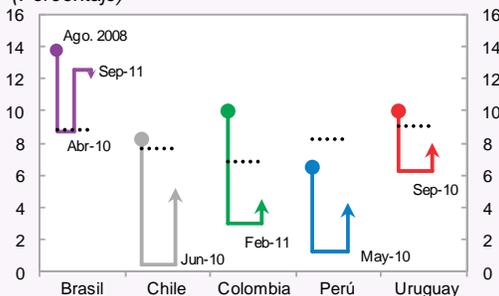
En el contexto de una fuerte demanda interna y mercados de trabajo sobrecalentados, *la política monetaria se tornó más austera* (gráfico 2.5 y Sección 2.3). La tasa de política monetaria subió, en promedio, 280 puntos básicos desde el comienzo del ciclo de contracción en 2010, registrándose las mayores variaciones en Brasil y Chile. En la mayoría de los países con regímenes de metas de inflación las tasas de política monetaria se encuentran ahora en niveles casi neutrales. Más recientemente, y en respuesta a la desaceleración mundial y a las incertidumbres que conlleva, los bancos centrales han comenzado a postergar el aumento de las tasas, y Brasil las ha reducido (en 50 puntos básicos). En términos generales, la decisión de *hacer una pausa* en la aplicación de políticas más restrictivas en algunos países es apropiada, especialmente en aquellos países en que las expectativas de inflación se mantienen bien ancladas. Se puede justificar nuevos aumentos cuando se hayan resuelto las incertidumbres y se hayan disipado los riesgos extremos a la baja. Si la situación se deteriora, los países con más credibilidad posiblemente puedan implementar una política más laxa, siempre y cuando las expectativas de inflación estén bien ancladas.

*La política fiscal* debe seguir enfocada en reducir gradualmente la deuda pública y en lograr que los saldos estructurales vuelvan a los niveles registrados antes de la crisis<sup>5</sup>. Esta estrategia daría mayor credibilidad a la política fiscal, al tiempo que se gana espacio para utilizar este instrumento en caso que se materialice un escenario adverso. En todo caso, y dados los altos niveles de incertidumbre, sería prematuro apoyarse en la política fiscal. De otra parte, los esfuerzos de consolidación fiscal deben evitar imponer una carga excesiva sobre los gastos en infraestructura (que son necesarios para respaldar el crecimiento a mediano plazo), y se debe resistir las presiones para aumentar los gastos corrientes

<sup>5</sup> La reciente decisión de Brasil de aumentar el superávit primario del gobierno en ¼ por ciento del PIB en 2011 ahorrando la mayor parte de los ingresos extraordinarios es un paso en la dirección correcta, aunque podrían ser necesarias nuevas medidas en el frente fiscal para reforzar la combinación de políticas.

**Gráfico 2.5. Las políticas se han vuelto más restrictivas. No obstante, las posiciones fiscales están algo más débiles que antes de la crisis.**

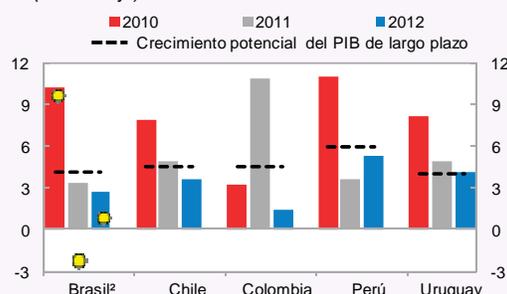
**Países seleccionados de América del Sur: Tasa de política monetaria<sup>1</sup>**  
(Porcentaje)



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

<sup>1</sup> El punto al comienzo de la línea para cada país indica la tasa máxima antes de iniciar el ciclo de relajación monetaria en el segundo semestre de 2008. La línea punteada muestra el crecimiento potencial más la meta de inflación. Últimos datos disponibles a agosto de 2011, excepto Brasil (septiembre de 2011).

**Países seleccionados de América del Sur: Gasto real primario<sup>1</sup>**  
(Porcentaje)

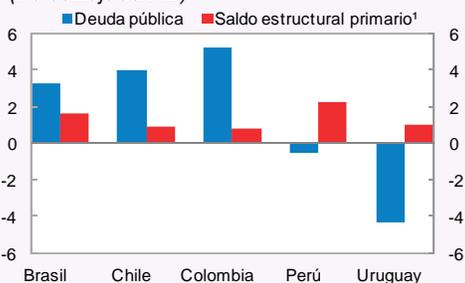


Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

<sup>1</sup> Variación porcentual de los gastos primarios deflactados por el índice de precios al consumidor.

<sup>2</sup> En el caso de Brasil incluye los préstamos con fines de política, pero excluye la capitalización de Petrobras en 2010.

**Países seleccionados de América del Sur: Variación de la deuda pública y saldo estructural primario, 2008–10**  
(Porcentaje del PIB)



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

<sup>1</sup> Para Uruguay, mide el cambio en el balance primario fiscal ajustado por el ciclo.

**Gráfico 2.6. El endeudamiento de las empresas está aumentando, pero los indicadores de apalancamiento se mantienen bajos.**

**América Latina: Emisiones de bonos corporativos y préstamos por tipo de prestatario<sup>1</sup>**

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



Fuentes: Dealogic y cálculos del personal técnico del FMI.  
<sup>1</sup>Incluye Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela.

**América Latina: Emisiones de bonos por denominación de moneda y vencimiento<sup>1</sup>**

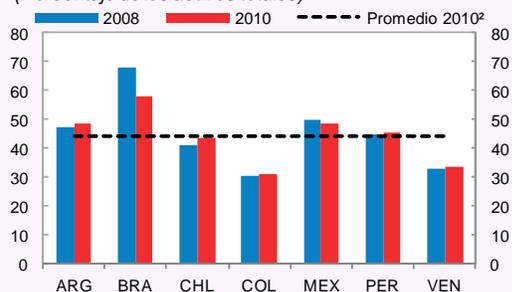
(Promedio móvil de tres trimestres)



Fuentes: Dealogic y cálculos del personal técnico del FMI.  
<sup>1</sup>Incluye Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela.

**América Latina: Apalancamiento del sector empresarial no financiero<sup>1</sup>**

(Porcentaje de los activos totales)



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

<sup>1</sup> El apalancamiento se define como el promedio simple de las relaciones activos totales/pasivos totales de todas las empresas no financieras. Los pasivos incluyen los pasivos corrientes, la deuda a largo plazo, las prestaciones jubilatorias y las pérdidas no realizadas por títulos negociables.

<sup>2</sup> Promedio simple para Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela en 2010.

(especialmente los salarios) (recuadro 2.2)<sup>6</sup>. Para atender las crecientes necesidades sociales y de infraestructura de manera compatible con la consolidación fiscal, sería conveniente considerar la aplicación de medidas para movilizar ingresos públicos, especialmente en aquellos países en que la presión tributaria se mantiene relativamente baja (Chile, Colombia y Perú).

Por otra parte, deben reforzarse los marcos fiscales —los países deben considerar la introducción de metas fiscales estructurales (que tengan en cuenta las variaciones cíclicas) así como planes a mediano plazo de cumplimiento obligatorio (recuadro 2.3)— y redoblar los esfuerzos para mejorar la estructura de la deuda pública. En este sentido, cabe señalar que el vencimiento promedio de la deuda interna soberana se ha duplicado, pasando de casi 4 años en 2003 a más de 8 años en 2010, y las nuevas emisiones tienen, en promedio, un vencimiento de casi 14 años.

Las políticas macroprudenciales deberán seguir formando parte del conjunto de herramientas que está a disposición de las autoridades para proteger la estabilidad del sistema bancario (véase también la Sección 2.4). Dado que han aumentado los riesgos de una interrupción brusca del financiamiento, es necesario asegurar que los sectores financieros y empresariales no continúen acumulando vulnerabilidades. El mayor uso de financiamiento mayorista por parte de los bancos y empresas es una tendencia preocupante, y deberían adoptarse firmes medidas prudenciales para desalentar una expansión del crédito con recursos externos así como la toma excesiva de riesgos (gráfico 2.6)<sup>7</sup>. Aún más, las autoridades deben mantenerse atentas ante la posibilidad que surjan presiones de liquidez, que (en

<sup>6</sup> En Brasil, el aumento del 13,6 por ciento del salario mínimo legal en 2011 aumentará los salarios y las pensiones del sector público en un 0,5 por ciento del PIB en 2012.

<sup>7</sup> A partir de enero de 2011, el Banco Central de Brasil exigió a los bancos depositar, en efectivo, el equivalente al 60 por ciento de sus posiciones cortas en dólares al contado en el banco central. Este requisito se aplicaba a las posiciones de más de US\$3.000 millones o al capital de nivel 1. En julio, el banco central redujo este umbral a US\$1.000 millones.

caso de que se materializaran) deberían tratarse parcialmente con instrumentos macroprudenciales (reducción de los requerimientos de encaje bancario), así como a través de la intervención en el mercado cambiario o a través de intervención directa en los mercados financieros locales, con el fin de preservar la estabilidad financiera. Por último, es necesario redoblar los esfuerzos para cubrir los vacíos en la regulación y adaptar la supervisión financiera a las mejores prácticas internacionales (recuadro 2.4).

*La flexibilidad cambiaria* debe mantenerse. Los tipos de cambio flexibles no solo ayudan a manejar riesgos extremos a la baja, sino que también reducen las vulnerabilidades al limitar la exposición al riesgo cambiario y el impacto adverso de frenadas bruscas de los flujos de capitales. En Septiembre, algunos países (Brasil, Perú) intervinieron con el fin de contener la volatilidad en los mercados cambiario que se produjo a raíz del fuerte aumento de la aversión al riesgo y la caída del precio de las materias primas. Hacia adelante, los flujos de capital muestran tendencias tanto al baja como al alza, y si bien es cierto que se podría considerar el uso de intervenciones esterilizadas u otras medidas de gestión de los flujos de capitales, estas no deberían utilizarse como sustitutos de las políticas macroeconómicas tradicionales (véase Adler y Tovar, 2001; Eyzaguirre *et al.*, 2011, y Ostry *et al.*, 2001).<sup>8</sup>

### **América del Sur: Países exportadores de materias primas menos integrados a los mercados financieros—Evitar la prociclicidad**

*Las políticas macroeconómicas deben adoptar rápidamente una orientación contracíclica ya que el producto está por encima de su nivel potencial y la inflación en la mayoría de los países se encuentra en niveles de dos dígitos. La posibilidad de que se produzcan descensos más pronunciados en los precios de las materias primas amenaza con acentuar los riesgos a la baja en los países que, dado el acceso limitado al*

*financiamiento de mercado, no crearon márgenes de maniobra durante los años de auge.*

El crecimiento económico fue muy vigoroso durante el primer semestre de 2011 en la mayoría de las economías exportadoras de materias primas menos integradas a los mercados financieros (Argentina, Bolivia, Ecuador, Paraguay, Venezuela), gracias en gran medida a los altos precios de las materias primas y las políticas expansivas. En algunos casos (Argentina, Bolivia, Paraguay) el fuerte dinamismo de la demanda de Brasil también desempeñó un papel clave. Los elevados precios mundiales de los alimentos, la fuerte demanda interna y las restricciones por el lado de la oferta contribuyeron al aumento de la inflación (que alcanzó niveles de dos dígitos en la mayoría de los países, con la excepción de Ecuador), aunque la inflación parece haber tocado techo ya en algunos países (Bolivia, Paraguay).

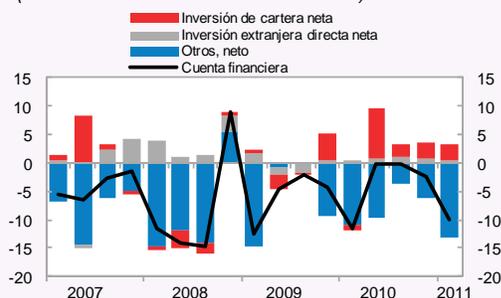
Las políticas macroeconómicas actuales son fundamentalmente de corte procíclico. Los agregados monetarios y el crédito privado crecen a una tasa interanual real cercana al 20 por ciento (gráfico 2.7). Si bien las tasas de interés han aumentado en algunos países (especialmente en Paraguay), estas aún siguen siendo negativas en términos reales. La política fiscal también está contribuyendo a las presiones de demanda, y el gasto público primario real está aumentando más rápidamente que el crecimiento potencial en la mayoría de los países<sup>9</sup>. Así mismo, gran parte del aumento del gasto primario corresponde a gastos corrientes, lo que agudiza las rigideces presupuestarias y suscita inquietudes respecto de la composición del gasto público (recuadro 2.2).

<sup>8</sup> En general, las restricciones al comercio internacional deben evitarse.

<sup>9</sup> En Bolivia, la expansión fiscal planeada en 2011 estuvo precedida por un período sostenido de superávits fiscales y de acumulación de reservas internacionales (que ahora superan el 40 por ciento del PIB).

**Gráfico 2.7: En los países exportadores de materias primas menos integrados la política económica sigue siendo muy procíclica, mientras tanto se mantienen las salidas de capital.**

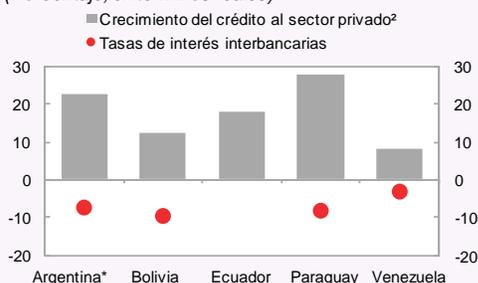
**Otros países de América del Sur: Cuenta financiera<sup>1</sup>**  
(Miles de millones de dólares de EE.UU.)



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

<sup>1</sup> Promedio de Argentina, Bolivia, Ecuador, Paraguay, y Venezuela. Excluye a Bolivia y Paraguay en el primer trimestre de 2011.

**Otros países de América del Sur: Tasas de interés y crecimiento del crédito bancario, 2011<sup>1</sup>**  
(Porcentaje, en términos reales)

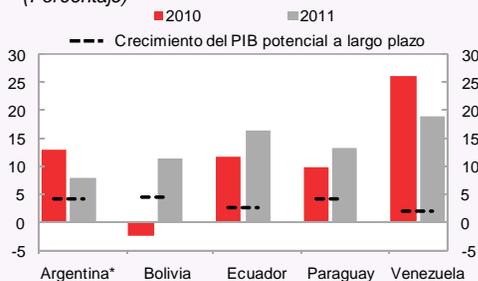


Fuentes: Haver Analytics; autoridades nacionales, y cálculos del personal técnico del FMI.

<sup>1</sup> Datos a agosto 2011 deflactados por los precios al consumidor.

<sup>2</sup> Datos disponibles hasta julio de 2011 para Ecuador y Venezuela, y hasta junio para Argentina y Paraguay.

**Otros países de América del Sur: Gasto primario real<sup>1</sup>**  
(Porcentaje)



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

<sup>1</sup> Variación porcentual de los gastos primarios deflactados por los precios al consumidor.

\* Las variables nominales para Argentina se deflactan utilizando la estimación elaborada por el personal técnico del FMI de la tasa de inflación provincial promedio (excluido Buenos Aires). Se utiliza un índice de Laspeyres para agregar las variaciones de precios en las distintas provincias, utilizando ponderaciones derivadas de la Encuesta Nacional de Gastos de los Hogares de 2004/5 (ENGH). Basado en datos de 11 provincias sobre las que se dispone de datos del índice de precios al consumidor para 2011.

Las perspectivas económicas siguen dominadas por los riesgos a la baja, particularmente en un escenario en que los precios de las materias primas se reducen sustancialmente. Las políticas procíclicas aplicadas durante los años de auge y el acceso limitado al financiamiento externo pueden dejar a estas economías con muy pocas herramientas para evitar una fuerte contracción económica en caso de que se produzca un descenso de los precios de las materias primas. De cara al futuro, se debe dar prioridad al fortalecimiento de los marcos fiscales, con el objetivo de reducir la prociclicidad y mejorar la transparencia y previsibilidad de las operaciones del sector público. Las políticas monetarias deben ser más restrictivas, y en algunos casos, fuertemente restrictivas.

**México y Centro América: Aumentan los vientos en contra para el crecimiento económico**

*El crecimiento en México y Centroamérica se mantuvo relativamente vigoroso durante el primer semestre del año, a pesar de la debilidad del crecimiento en Estados Unidos. No obstante, hay cada vez más indicios de desaceleración y predominan los riesgos a la baja asociados al deterioro de las condiciones externas. En esta coyuntura, es necesario recuperar el espacio de política fiscal para reducir gradualmente la deuda pública a los niveles previos a la crisis, mientras que la política monetaria puede mantenerse en un compás de espera (especialmente en México) para ser ajustada según corresponda de acuerdo a la evolución de las condiciones económicas.*

México creció a un ritmo de alrededor de 3½ por ciento durante el primer semestre de 2011, impulsado por el dinamismo de las exportaciones de manufacturas y la demanda interna. Esta relativa fortaleza refleja en parte el estrecho vínculo con el sector manufacturero de Estados Unidos, el cual ha tenido un mejor desempeño que el de la economía estadounidense en general. Un crecimiento más débil de lo previsto en Estados Unidos y un aumento de la incertidumbre a nivel mundial deterioraría el desempeño económico de México, donde los indicadores de confianza ya muestran una tendencia a la baja. Según las estimaciones, el

crecimiento alcanzará alrededor de 3¾ por ciento en 2011–12, aproximadamente un ½ por ciento menos de lo proyectado en la edición de abril de 2011 de *Perspectivas económicas: Las Américas*, debido en gran parte a la revisión de las perspectivas para Estados Unidos. Los riesgos se inclinan claramente a la baja, y están vinculados a los riesgos en Estados Unidos (gráfico 2.8).

La orientación de las políticas económicas de México ha mantenido un equilibrio adecuado, con una política monetaria que está apoyando la recuperación, mientras avanza la consolidación fiscal (que comenzó en 2010). Ante la desaceleración de la economía de Estados Unidos y la mayor incertidumbre mundial, y en un contexto en que las expectativas de inflación están firmemente ancladas, la política monetaria puede ponerse en un compás de espera para evaluar las condiciones económicas, lo cual deja un margen de maniobra para aplicar una política más expansiva si los riesgos a la baja sobre las perspectivas mundiales se materializan. Así mismo, la consolidación fiscal debe continuar para recomponer los márgenes de maniobra. Las autoridades también deben abordar las presiones fiscales a más largo plazo, en particular aquellas que tienen su origen en la disminución de los ingresos derivados del petróleo (como porcentaje del PIB) o el aumento de los gastos relacionados con el envejecimiento de la población.

En América Central, Panamá y la República Dominicana, la región de CAPDR por sus siglas en inglés, la recuperación cobró fuerza durante el primer semestre del año. El producto creció aproximadamente un 4½ por ciento, impulsado por la demanda interna. El crecimiento también estuvo respaldado por el dinamismo de las exportaciones agrícolas y por un cierto repunte de las remesas, aunque estas se mantienen aún por debajo de los niveles previos a la crisis (gráfico 2.9). El crecimiento ha sido particularmente vigoroso en Panamá, impulsado por las obras de construcción relacionadas con la expansión del canal, mientras que el crecimiento en la República Dominicana se ha reducido, lo que ha disipado la preocupación ante un posible sobrecalentamiento. Entre tanto, la inflación

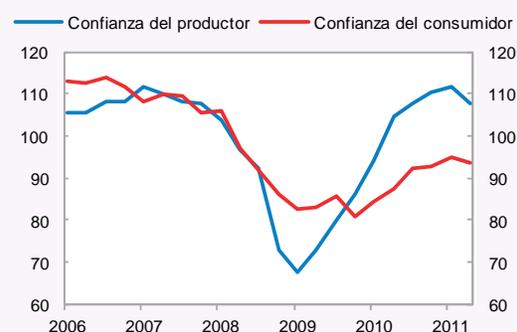
**Gráfico 2.8. En México, la producción industrial se ha mantenido firme, aunque persisten los vientos en contra provenientes del débil crecimiento en Estados Unidos y las incertidumbres mundiales.**

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



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

**México: Indicadores de confianza**  
(Índice, enero 2004 = 100)



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

en la mayoría de los países sigue aumentando (hasta un promedio de 7¼ por ciento en julio), a pesar de que ha habido cierta moderación en los precios de la energía y los alimentos.

En la región de CAPDR, se proyecta que el crecimiento se mantendrá a un nivel de cerca de 4 por ciento en 2011–12, aproximadamente un ¼ por ciento menos que el proyectado en abril de 2011. Sin embargo, predominan los riesgos a la baja. Otra recesión en Estados Unidos reduciría considerablemente las exportaciones y las remesas, frenando la recuperación, especialmente en aquellas economías que han agotado el espacio para implementar políticas contracíclicas.

**Gráfico 2.9. En América Central la recuperación ha cobrado fuerza. Pero es preciso orientar las políticas para ganar márgenes de maniobra, en un contexto de crecientes riesgos mundiales a la baja.**

**América Central: Índice mensual de actividad Económica**

(Variación porcentual anual)



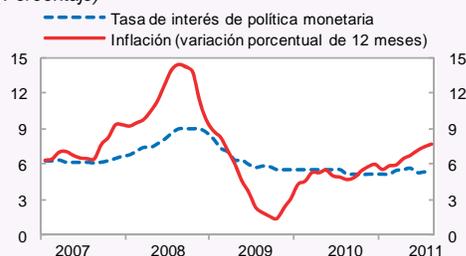
Fuentes: Autoridades nacionales y cálculos del personal técnico del FMI.

<sup>1</sup> Incluye a Costa Rica, El Salvador, Guatemala, Honduras y Nicaragua.

<sup>2</sup> Promedio móvil de tres meses. Incluye a El Salvador, Guatemala, Honduras y Nicaragua.

**América Central: Inflación y tasas de política monetaria <sup>1</sup>**

(Porcentaje)

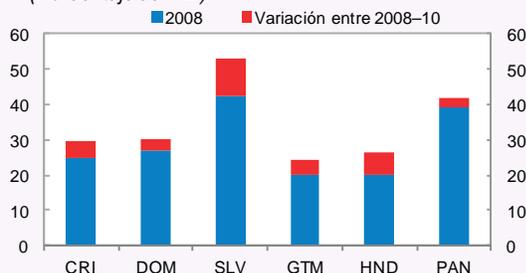


Fuentes: Autoridades nacionales y cálculos del personal técnico del FMI.

<sup>1</sup> Promedio simple para Costa Rica, República Dominicana, Guatemala y Honduras. Datos hasta agosto de 2011.

**América Central: Deuda pública en 2010 en comparación con el 2008<sup>1</sup>**

(Porcentaje del PIB)



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

<sup>1</sup> Los países comprenden Costa Rica, República Dominicana, El Salvador, Guatemala, Honduras y Panamá.

En un contexto en que las brechas del producto en la mayoría de los países son pequeñas o se han cerrado, y dados los considerables riesgos a la baja, es preciso ajustar rápidamente las políticas para recomponer los márgenes de maniobra. En el ámbito fiscal, los esfuerzos tienen que concentrarse en reducir la deuda pública, que ha aumentado más del 5 por ciento del PIB en promedio desde la crisis mundial de 2008. Dado que la presión fiscal es relativamente baja en la región, es necesario movilizar ingresos públicos para cubrir las necesidades de consolidación fiscal, así como las grandes carencias sociales y de infraestructura (véase también el recuadro 2.2). Así mismo, también se debe redoblar esfuerzos para contener los costos salariales del sector público, que ya son relativamente cuantiosos en comparación a los de otras regiones con niveles de ingreso per cápita similares.

En los países con una política monetaria independiente (Costa Rica, la República Dominicana y Guatemala), se puede justificar nuevos aumentos de las tasas de política monetaria, en particular, dado que estas tasas se mantienen muy por debajo de los niveles neutrales y la inflación ha mostrado una tendencia por encima o cercana al límite superior del rango fijado como meta. De otra parte, sería conveniente considerar la posibilidad de introducir mayor flexibilidad al tipo de cambio en el marco de la estrategia para reducir la inflación, y mitigar el impacto de una desaceleración más pronunciada de la demanda mundial<sup>10</sup>. En las economías dolarizadas o con tipos de cambio fijo, es necesario seguir resistiendo las presiones salariales, y en algunos casos (por ejemplo Panamá) posiblemente será preciso aplicar políticas fiscales más restrictivas para abordar los riesgos por sobrecalentamiento.

**La región del Caribe: Reparar los balances soberanos y financieros**

*La recuperación en gran parte de la región del Caribe sigue siendo débil, al tiempo que hay riesgos a la baja para el*

<sup>10</sup>El alto grado de dolarización de los pasivos en algunos países puede restringir la capacidad para flexibilizar el tipo de cambio.

*crecimiento. Se necesita una mayor determinación para reducir los altos niveles de deuda pública y abordar de manera definitiva las persistentes debilidades del sector financiero.*

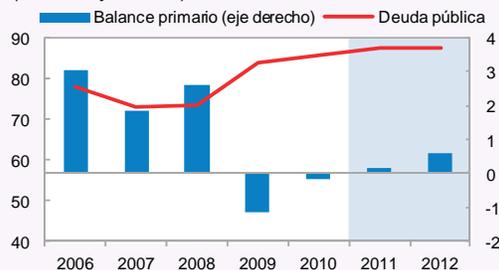
La región del Caribe sigue luchando para recuperarse de una recesión prolongada y persistente. La consolidación fiscal y los altos precios de la energía siguen frenando la demanda privada, mientras que la recuperación de los flujos de turismo continúa siendo débil en un contexto de elevado desempleo en las economías avanzadas (gráfico 2.10). Se proyecta que las economías que dependen en gran medida del turismo crecerán, en promedio, al 1¼ por ciento en 2011–12, casi 1 por ciento menos de lo previsto hace seis meses. Las perspectivas son mejores en los países ricos en recursos minerales. Por ejemplo, Guyana y Suriname se benefician de los precios récord del oro. En Haití, se estima que el crecimiento alcanzará alrededor del 6 por ciento este año, nivel muy inferior al 8½ por ciento proyectado en abril de este año, dado que las tareas de reconstrucción después del terremoto se encuentran retrasadas.

Los riesgos para las perspectivas se inclinan a la baja. Una desaceleración aún mayor en las economías avanzadas frenaría la recuperación y aumentaría las presiones, ya elevadas, generadas por la carga de la deuda pública. Por otra parte, si se retrasa nuevamente la reparación de los balances soberanos y del sector financiero, podría producirse una pérdida generalizada de confianza. La reciente moderación de los precios mundiales de las materias primas proporciona cierto alivio en un entorno de por sí difícil a nivel interno y mundial.

En este contexto, es necesario actuar con mayor determinación para reducir la deuda pública (que supera el 9 por ciento del PIB desde la crisis) y resistir la fatiga del ajuste en algunos países, donde se han intensificado las presiones para aumentar los salarios y subsidios. La consolidación fiscal debería, en la medida de lo posible, preservar el crecimiento y la competitividad evitando fuertes recortes del gasto en infraestructura. En la sección 2.5 se analizan con detalle los desafíos de la consolidación

**Gráfico 2.10. La consolidación fiscal debe seguir avanzando en un contexto de débil recuperación del turismo y crecientes tensiones en el sector financiero.**

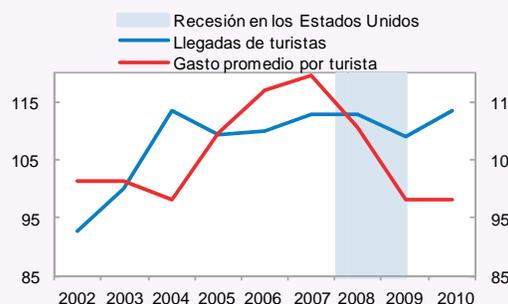
**El Caribe: Saldo primario y deuda pública<sup>1</sup>**  
(Porcentaje del PIB)



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

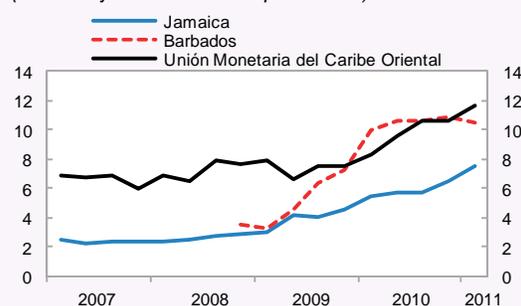
<sup>1</sup> Promedio simple para Antigua y Barbuda, Dominica, Granada, St. Kitts y Nevis, St. Lucia, St Vincent y las Granadinas, y Trinidad y Tobago.

**El Caribe: Llegadas de turistas y gasto promedio de turismo, 2000–10**  
(Índice, 2000 = 100)



Fuente: Organización del Turismo del Caribe.

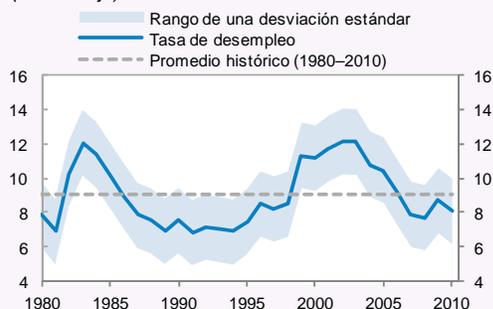
**El Caribe: Préstamos en mora**  
(Porcentaje de la cartera de préstamos)



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

**Gráfico 2.11. Las tasas de desempleo de los principales países de América Latina están en niveles históricamente bajos y cerca de sus tasas naturales, lo que indica que los mercados de trabajo están sobrecalentados.**

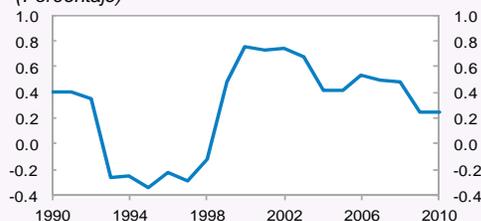
**Países seleccionados de América Latina: Tasas de desempleo, 1980-2010<sup>1</sup>**  
(Porcentaje)



Fuentes: Ball, De Roux, y Hofstetter (2011) y cálculos del personal técnico del FMI.

<sup>1</sup> Promedio simple de Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Uruguay.

**Países seleccionados de América Latina: Correlación del desempleo con respecto al producto<sup>1</sup>**  
(Porcentaje)



Fuentes: Ball, De Roux y Hofstetter (2011) y cálculos del personal técnico del FMI.

<sup>1</sup> Correlación móvil de 10 años de la brecha de desempleo y la brecha del producto, calculada como la serie a lo largo de su tendencia ajustada con el filtro de Hodrick-Prescott. Promedio simple de Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Uruguay.

**Países seleccionados de América Latina: Tasa de desempleo actual frente a la NAIRU<sup>1</sup>**  
(Porcentaje)



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

<sup>1</sup> Datos trimestrales desestacionalizados; Promedio histórico calculado para toda la serie disponible. NAIRU constante y variable estimadas a partir de la curva de Phillips. En el caso de Chile, las estimaciones pueden estar afectadas por cambios metodológicos en la medición del desempleo introducidos en 2010. Cambios estructurales y shocks que distorsionan las estimaciones de la NAIRU en Uruguay, y por lo tanto, no se reportan.

<sup>2</sup> El desempleo cuando la brecha del producto está cerca a cero representa la tasa de desempleo observada en el cuarto trimestre del año en que la brecha del producto estuvo más cerca de cero. Esta información no está disponible para Colombia y Uruguay.

fiscal en las economías muy endeudadas y con un fuerte componente de turismo.

Las fragilidades del sector financiero en la región son ahora más problemáticas. En la Unión Monetaria del Caribe Oriental (ECCU), los indicadores de solidez bancaria han seguido deteriorándose, resaltando la importancia de dar paso a un mayor fortalecimiento del sector<sup>11</sup>. En este contexto, las autoridades deberán diagnosticar rápidamente los problemas del sistema financiero y plantear opciones para reforzar los balances, sin comprometer aún más las finanzas públicas. Además, los marcos de regulación y supervisión financiera deberán reforzarse considerablemente, entre otras formas garantizando que la resolución de las instituciones insolventes se lleve a cabo de manera transparente.

### 2.3. ¿Qué tan sobrecalentados están los mercados de trabajo de los países con regímenes de metas de inflación?

*Como una posible medida de sobrecalentamiento, estimamos para algunos países la tasa de desempleo que no acelera la inflación (NAIRU). Nuestros resultados sugieren que los mercados de trabajo muestran signos de sobrecalentamiento en algunas economías.*

Las tasas de desempleo en los países exportadores de materias primas de América Latina de crecimiento rápido están en niveles históricamente bajos. A diferencia de crisis anteriores, la crisis de 2008-09 tuvo un impacto negativo relativamente pequeño y pasajero en el desempleo de la región (gráfico 2.11). De hecho, la vigorosa expansión económica que experimentó América Latina en la última década ha sido más intensiva en mano de obra que aquella de los años noventa. No obstante, han surgido inquietudes con respecto a la

<sup>11</sup>En julio de 2011, el principal banco local de Antigua y Barbuda fue intervenido. Al mismo tiempo, los avances en el proceso de resolución de dos instituciones fallidas — British American Insurance (BAICO) y Colonial Life Insurance Company (CLIC)— del conglomerado de seguros CL Financial Group con sede en Trinidad y Tobago, sigue pendiente.

sostenibilidad y la naturaleza de las recientes tendencias del desempleo. Por una parte, la generación de empleo se ha dado en algunos sectores (construcción y servicios) considerados tradicionalmente más vulnerables a los cambios del ciclo económico. Por otra, no está claro si una nueva reducción del desempleo aumentará las presiones salariales y reavivará la inflación.

### Cómo estimar la tasa de desempleo que no acelera la inflación (NAIRU)

¿Cuál es el grado de sobrecalentamiento en los mercados de trabajo? La política monetaria suele guiarse por algún indicador de la capacidad ociosa de la economía—por ejemplo, el producto frente a su nivel potencial, o el desempleo frente a su tasa natural o la tasa que “no acelera” la inflación<sup>12</sup>. A pesar de su importancia, muy pocos estudios han examinado la relación entre la inflación y el desempleo en la región (Texeira da Silva Filho, 2010; Restrepo, 2008). Esto no es sorprendente dadas las limitaciones de los datos de la región, así como los profundos cambios estructurales experimentados en los últimos años (Ball, De Roux, y Hoffstetter, 2011). Así mismo, algunas características idiosincráticas del mercado de trabajo de la región (por ejemplo, la informalidad y el subempleo) pueden afectar a la relación inflación-desempleo<sup>13</sup>.

Para analizar esta relación estimamos una curva de Phillips la cual nos permite obtener una tasa de desempleo variable en el tiempo compatible con una inflación estable<sup>14</sup>. Las estimaciones de esta NAIRU

<sup>12</sup> Una idea implícita en este concepto es que las variaciones de la demanda agregada derivadas de la política monetaria o de otras fuentes tienen un impacto a corto plazo en el desempleo. Sin embargo, a largo plazo, el desempleo tiende a volver a la NAIRU. Aunque es tentador concluir de que la NAIRU viene determinada por factores relacionados con la oferta, como las fricciones del mercado laboral, este no es necesariamente el caso, en particular si los shocks de demanda tienen efectos de histeresis (véase Ball y Mankiw, 2002; Ball, 2009).

<sup>13</sup> En algunos casos, no pueden utilizarse las series a largo plazo porque los episodios de hiperinflación rompen la relación entre la inflación y el desempleo.

<sup>14</sup> Con este fin, utilizamos datos trimestrales correspondientes a seis países de la región que aplican regímenes de metas de

(continued)

también la comparamos con otras medidas más simples como 1) la tasa histórica promedio de desempleo, 2) la tasa de desempleo ajustada con el filtro Hodrick-Prescott, y 3) la tasa de desempleo consistente con episodios anteriores en que las brechas del producto estimadas cerca de estar cerradas.

Nuestros resultados sugieren que en algunos países con regímenes de metas de inflación el desempleo está actualmente por debajo de su tendencia o cerca de los niveles de la NAIRU (gráficos 2.11 y panel 2.12)<sup>15</sup>. La evidencia es bastante robusta para Chile, Colombia y Perú, aunque no es concluyente en el caso de México. En el caso de Brasil y Uruguay, fue más difícil identificar la NAIRU, en gran medida dada la prominencia de factores de oferta y factores estructurales (la fuerte reducción de la inflación a principios de la década de 2000 en ambos países estuvo acompañada por importantes descensos del desempleo).

### Implicaciones de política económica

Desde la perspectiva de la política económica, nuestras estimaciones de la NAIRU sugieren que los mercados de trabajo muestran señales de sobrecalentamiento y, por tanto, en algunos países

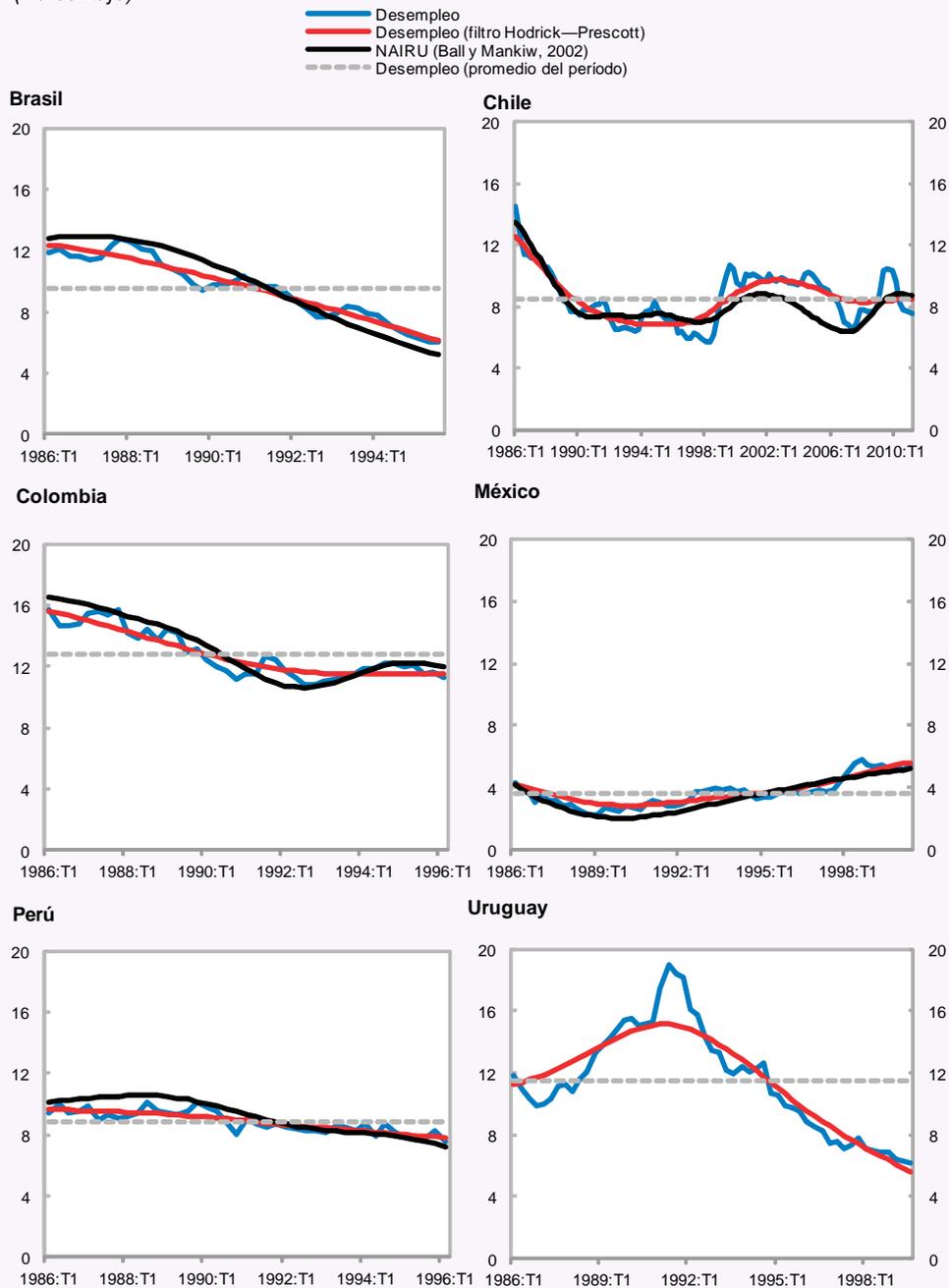
---

inflación (por lo menos a partir de 2001) y seguimos la metodología desarrollada por Ball y Mankiw (2002). La ecuación es la siguiente:  $\Delta\pi_t = \beta(U_t - U_t^*) + X_t + \varepsilon_t$ , donde se efectúa una regresión de las variaciones de la inflación ( $\Delta\pi_t = \pi_t - \pi_t^e$ ) sobre la brecha de desempleo (es decir, cuánto se aparta el desempleo,  $U_t$ , de la tasa de desempleo no aceleradora de la inflación,  $U_t^*$ ), y los shocks de oferta ( $X_t$ ). Para identificar la NAIRU variable en el tiempo se aplica un filtro Hodrick-Prescott a  $U_t + \frac{\pi_t - \pi_t^e}{\beta}$ , basado en el supuesto de que  $U_t^*$  es un proceso baja frecuencia y  $\frac{\varepsilon_t}{\beta}$  corresponde a las fluctuaciones de alta frecuencia asociadas a diferentes shocks. También se estima una NAIRU constante efectuando una regresión de la inflación sobre una inflación rezagada constante y el desempleo, donde la NAIRU es equivalente a la relación entre el término constante estimado y la suma de los coeficientes del desempleo rezagado. (Véase Staiger, Stock y Watson, 1997).

<sup>15</sup> Al examinar la dinámica del desempleo se observa que los distintos institutos de estadística de la región utilizan definiciones diferentes (véase Ball *et al.* 2011). Esto puede ser una limitación para los de corte transversal, pero no afecta a las estimaciones presentadas en esta sección ya que no se utiliza la dimensión transversal.

Gráfico 2.12. El desempleo en América Latina se acerca a su tasa natural según se muestra, por ejemplo, por la tasa de desempleo ajustada con el filtro de Hodrick-Prescott, la tasa histórica promedio de desempleo para el período, o la NAIRU variable en el tiempo.

**Países seleccionados de América Latina: Desempleo frente a tasa natural estimada<sup>1</sup>**  
(Porcentaje)



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

<sup>1</sup> La NAIRU (Véase Ball y Mankiw, 2002) se obtiene a partir de una regresión de la curva de Phillips que incluye la inflación subyacente, el desempleo y los shocks de oferta. En el caso de Perú y México, la inflación subyacente del Índice de precios del consumidor (IPC) se muestra en niveles. Los shocks de oferta de la tasa de cambio se definen en variaciones porcentuales anuales: en el caso de Brasil, Colombia, Chile y México, se utiliza la tasa de cambio real efectiva despojada de la media; en el caso de Perú y Uruguay se utiliza la tasa de cambio nominal. Las estimaciones de Chile y Perú también incluyen un shock de oferta de la inflación definido como la diferencia despojada de la media entre la tasa de inflación general y la tasa de inflación anual subyacente del IPC. La estimación de Brasil incluye un rezago de la inflación despojada de su tendencia. En el caso de Chile, las estimaciones pueden verse afectadas por variaciones de la metodología utilizada para calcular el desempleo que se adoptaron en 2010.

podría justificarse la aplicación de una política monetaria más restrictiva. No obstante, esto debe complementarse con otros análisis prospectivos de los indicadores de inflación, teniendo en cuenta así mismo el impacto de la reciente desaceleración mundial y las incertidumbres conexas.

Aunque existe una relación negativa y estadísticamente significativa entre la inflación y el desempleo cíclico (y, por tanto, el desempleo puede ser un elemento útil para proyectar la inflación), las características estructurales de los mercados de trabajo sugieren que es preciso seguir analizando estos temas. Por ejemplo, la informalidad, el subempleo o la indexación de los salarios pueden ocultar en qué medida la dinámica del desempleo está relacionada con la inflación. En México las recesiones se caracterizan por descensos de la contratación de personal en el sector formal, y el aumento de la informalidad, o el subempleo desempeña un papel de absorción (Lederman, Maloney y Messina, 2011). En estas situaciones, y con el fin de obtener un indicador más preciso de la capacidad ociosa posiblemente sea necesario ajustar el desempleo a fin de incluir la informalidad.

## 2.4. Efectividad de las políticas macroprudenciales

*El crédito sigue creciendo rápidamente en toda la región, lo que plantea inquietudes sobre la acumulación de riesgos y vulnerabilidades. Un número creciente de países de la región han abordado estas inquietudes adoptando políticas macroprudenciales; sin embargo, se sabe poco sobre la efectividad de estas políticas y cómo interactúan con la política monetaria. La evidencia comparativa entre varios países de la región sugiere que las políticas macroprudenciales han tenido un impacto moderado y temporal en la desaceleración del ritmo de crecimiento del crédito, posiblemente porque algunas de estas medidas pueden evadirse. También observamos que las políticas monetarias y macroprudenciales tienden a complementarse entre sí.*

En un contexto de condiciones favorables de financiamiento externo, muchos países de la región han adoptado activamente medidas prudenciales para reducir el crecimiento del crédito y anclar la

estabilidad de sus sistemas financieros (véase la sección 2.2). Estas políticas, ahora denominadas comúnmente “macroprudenciales” incluyen medidas a nivel de todo el mercado, como las provisiones dinámicas para préstamos incobrables (por ejemplo, Bolivia, Colombia, Chile, Perú y Uruguay), y el aumento del encaje legal sobre los depósitos bancarios u otros pasivos (Brasil, Perú y Uruguay)<sup>16</sup>. En algunos casos, se han utilizado medidas sectoriales focalizadas, como el aumento de los requisitos de capital para algunos segmentos específicos del mercado (por ejemplo, el mercado de préstamos de consumo a largo plazo en Brasil) o, más recientemente, el requerimiento de encaje legal sobre las posiciones cortas de contado en dólares de EE.UU. (Brasil)<sup>17</sup>. Estas medidas se resumen en el cuadro 2.1.

A pesar de que su uso es cada vez más frecuente, la eficacia de las políticas macroprudenciales para reducir el crecimiento del crédito y proteger la estabilidad financiera sigue siendo un tema de debate abierto, en gran medida debido a que hasta ahora el análisis empírico ha sido limitado<sup>18</sup>. Esto no es sorprendente dada la complejidad del tema en cuestión, incluidas las múltiples dimensiones en las que operan estas políticas, su naturaleza sectorial y focalizada en mercados específicos, así como su historial relativamente corto. Además, dado que el riesgo sistémico no es directamente observable, si se evalúa la efectividad de estas medidas en relación con el crecimiento del crédito posiblemente solo se obtenga una respuesta parcial al problema. Por ejemplo, aún cuando las medidas macroprudenciales tuvieran un efecto moderado sobre el crecimiento del crédito, los riesgos sistémicos podrían caer, entre otras razones, por sus efectos sobre la composición del crédito y/o mejoras en la calidad del

<sup>16</sup> Véase un panorama detallado de las políticas prudenciales adoptadas por los distintos países en la edición de abril de 2011 de *Perspectivas económicas: Las Américas*, FMI (2010, 2011b) y Terrier *et al.* (2011).

<sup>17</sup> En comparación con Asia, las medidas focalizadas en los préstamos inmobiliarios han sido menos comunes en América Latina (véase FMI y Banco de Corea, 2011).

<sup>18</sup> Véase un amplio análisis comparativo entre países sobre la eficacia de las políticas macroprudenciales en FMI (2011c).

**Cuadro 2.1 Resumen de medidas macroprudenciales recientes**

Instrumento de política	Política y medida	Motivación / objetivo
Requisitos de capital y relación préstamo/valor	Brasil (mercado de crédito de largo plazo al consumo-2010)	Desacelerar el crecimiento del crédito al consumo y reducir el plazo del crédito.
Provisiones dinámicas	Bolivia (2008), Colombia (2007), Perú (2008), Uruguay (2001)	Instrumento anticíclico de acumulación, en épocas de bonanza, de un colchón de reservas frente a pérdidas previstas, para liberarlas en tiempos difíciles.
Requisitos de liquidez	Colombia (2008)	Instrumentos para identificar, medir, monitorear y/o controlar el riesgo de liquidez en situaciones difíciles.
Requisitos de encaje sobre los depósitos bancarios	Perú (2011), Brasil (2010), Uruguay (2009, 2010, 2011)	Limitar el crecimiento del crédito, gestionar la liquidez y complementar la política monetaria para lograr metas macroprudenciales.
Requisitos de encaje sobre las líneas de crédito de corto plazo de las instituciones bancarias	Perú (2011)	Instrumento prudencial no cuantitativo para aumentar el costo de financiación de los bancos y disminuir el interés en oportunidades de inversión nacionales.
Instrumentos para gestionar el riesgo del crédito en divisas	Perú (2010), Uruguay (2010)	Asimilar los riesgos de los créditos en divisas vinculados a los préstamos a deudores sin cobertura.
Límites a las posiciones en monedas extranjeras	Brasil (reservas obligatorias respecto de posiciones cortas de contado en dólares estadounidenses, 2011), Perú (2010)	Medidas cuantitativas para gestionar el riesgo cambiario de los activos y pasivos en monedas extranjeras incluidos o no en el balance.
Otros	Perú (límites a la inversión extranjera de los fondos de pensiones, 2010)	Medidas para facilitar las salidas de capital y disminuir las presiones sobre la moneda, la demanda interna y los precios al consumo.

Fuente: FMI basado en fuentes nacionales.

financiamiento bancario. No obstante, estos efectos secundarios no se examinan en nuestra sección

### Análisis de corte transversal

Para evaluar el impacto de las políticas macroprudenciales sobre el crédito bancario al sector privado, utilizamos dos metodologías complementarias: *el análisis de evento, por medio del cual examinamos el efecto de las medidas a lo largo del tiempo, y vectores autoregresivos de panel, por medio de los cuales consideramos los efectos interactivos entre el crédito y las diferentes políticas*<sup>19</sup>. El análisis captura los efectos de las medidas macroprudenciales utilizando una

<sup>19</sup> La muestra, que abarca el período comprendido entre enero de 2003 y abril de 2011, incluye aquellas economías que han utilizado ampliamente las medidas macroprudenciales (Brasil, Colombia y Perú), así como otras que han sido menos activas en el uso de estas medidas (Chile y México).

variable dicotómica (*dummy*) acumulativa. También prestamos especial atención al impacto asociado a los requerimientos de encaje legal *promedio y marginales* sobre los depósitos bancarios, debido al uso generalizado de estos instrumentos en la región y el creciente interés por su evaluar su efectividad.

**Análisis de evento:** Los shocks de política macroprudencial dieron lugar a una desaceleración *moderada y temporal* del crecimiento del crédito bancario al sector privado (gráfico 2.12). En particular, observamos que aquellos países que adoptan políticas macroprudenciales experimentan, en promedio, una reducción inmediata de la expansión del crédito bancario de alrededor de un punto porcentual en el mes siguiente al shock. Sin embargo, este efecto es *moderado* dadas las altas tasas de expansión del crédito observadas antes de adoptar la política así como el hecho de que dicha expansión recupera el nivel que registraba antes del evento cuatro meses después.

También encontramos evidencia de que 1) las políticas macroprudenciales tienen un considerable efecto de debilitamiento sobre el tipo de cambio nominal, lo que sugiere que estas políticas forman parte de una estrategia más amplia para gestionar las presiones cambiarias y 2) los efectos del encaje legal marginal no pueden desligarse de los shocks de política monetaria, lo que sugiere que estas políticas suelen ser complementarias entre sí, un tema que examinamos más adelante en esta sección.

**Vector autoregresivos con datos de panel dinámico.** Esta metodología nos ayuda a aislar los efectos de las políticas macroprudenciales de otros shocks y aprovechar las variaciones entre los países<sup>20</sup>. Coincidiendo con el análisis de eventos,

<sup>20</sup> Los vectores autoregresivos con datos de panel se estiman utilizando las estimaciones del método general de momentos (véase Holtz-Eakin, Newen y Rosen, 1988; Love, 2003). La identificación de los shocks se logra a través de la descomposición de Choleski en la cual se supone que los shocks de política macroprudencial son las variables más exógenas, seguidas de la actividad económica y, por último, el crédito bancario al sector privado. Cuando las medidas macroprudenciales se dividen, ordenamos primero otras

(continued)

nuestros resultados confirman que las medidas macroprudenciales dan lugar a una reducción *moderada y temporal* de la expansión del crédito bancario privado (gráfico 2.13). Los resultados son más concluyentes en el caso del encaje legal promedio y de *otras* políticas macroprudenciales (por ejemplo, el provisionamiento dinámico, los requerimientos de capital anticíclicos). En cambio, observamos que el encaje legal marginal tiene efectos a corto plazo poco significativos, lo que confirma que los resultados sobre el encaje legal marginal en el análisis de eventos están asociados a los aumentos de las tasas de política monetaria<sup>21</sup>.

Por último, nuestros resultados sugieren que los aumentos de la tasa de política monetaria y los shocks de política macroprudencial se complementan mutuamente. Es decir, las tasas de política monetaria tienden a aumentar después de un endurecimiento de las políticas macroprudenciales, y viceversa (gráfico 2.14).

### Evidencia sectorial

Las políticas macroprudenciales suelen estar focalizadas en mercados o sectores específicos de la economía, de modo que su efectividad no tiene por qué tener efectos significativos sobre los indicadores del crédito agregado, como los utilizados hasta el momento. Esto ayudaría a explicar por qué estas políticas tan solo tienen efectos moderados y temporales. Para ilustrar este punto examinamos el impacto de un aumento de los requisitos de capital sobre los préstamos de consumo a largo plazo en Brasil<sup>22</sup>. Desde su adopción en diciembre de 2010, el

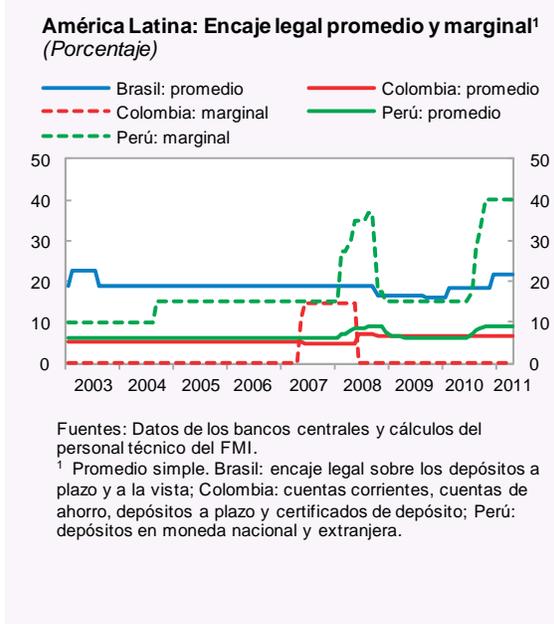
medidas macroprudenciales (las más exógenas), seguidas del encaje legal promedio y marginal.

<sup>21</sup> Un estudio más detallado del encaje legal marginal se deja para investigación futura. En particular, la necesidad de controlar por el tamaño de la política económica a través de una medida equivalente a un impuesto.

<sup>22</sup> Concretamente, para cada vencimiento, la nueva regla sobre estos requisitos estipula una ponderación de riesgo mayor sobre los préstamos con una relación préstamo/valor elevada. Por ejemplo, se impone ahora una ponderación por riesgo de 150 por ciento (frente a 100 por ciento antes del cambio) sobre los préstamos para automóviles con una relación préstamo/valor superior al 80 por ciento con un vencimiento de dos a tres años,

(continued)

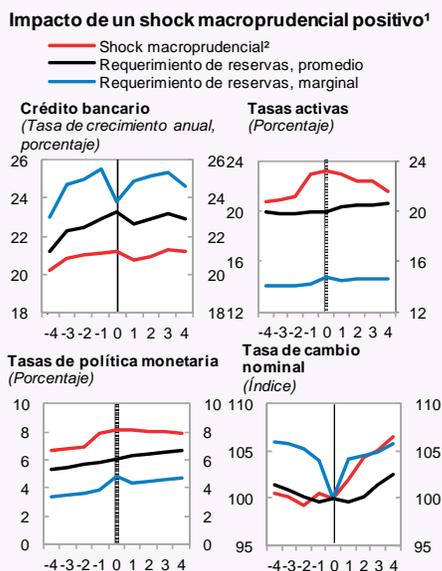
**Gráfico 2.13. Brasil, Colombia y Perú han intensificado el uso de medidas macroprudenciales para proteger la estabilidad del sector financiero.**



costo de los préstamos para automóviles aumentó considerablemente (cerca de 4½ puntos porcentuales entre noviembre de 2010 y enero de 2011) y el crédito se redujo de manera inmediata (gráfico 2.14). Esto sugiere que las medidas focalizadas podrían tener los efectos esperados. Sin embargo, al utilizar medidas focalizadas las autoridades deben tener en cuenta las dificultades para calibrar las políticas asociadas con esas medidas, así como la posibilidad de que los agentes puedan eludir la regulación (por ejemplo, porque existen mercados alternativos).

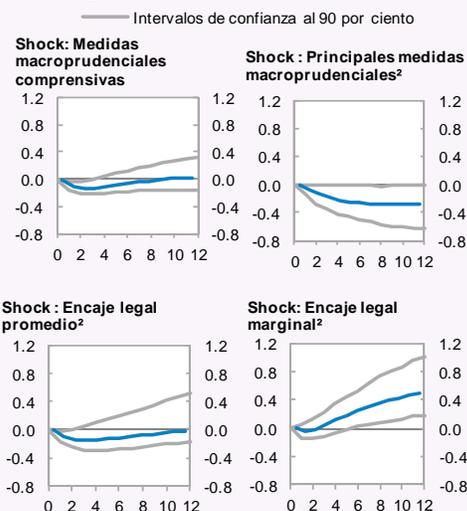
o sobre los préstamos con una relación préstamo/valor superior al 70% con un vencimiento de tres a cuatro años, o los préstamos con una relación préstamo/valor superior al 60% con un vencimiento de cuatro a cinco años (véase Terrier *et al.*, 2011).

**Gráfico 2.14. La evidencia sugiere que los shocks macroprudenciales pueden tener un impacto en el crédito bancario y las tasas de cambio nominales a corto plazo.**



Fuentes: Bancos centrales y cálculos del personal técnico del FMI.  
<sup>1</sup> Períodos en el eje horizontal corresponden a meses. El punto 0 corresponde al momento del choque. La muestra incluye a Brasil, Colombia y Perú durante el período comprendido entre 2003:M1 y 2011:M4.  
<sup>2</sup> Incluye requerimiento de reservas.

**Impulso respuesta del crédito bancario al sector privado después de un shock de política macroprudencial<sup>1</sup>**  
(Porcentaje)



Fuentes: Datos de bancos centrales y cálculos del personal técnico del FMI.  
<sup>1</sup> Un shock macroprudencial incluye una medida general que comprende el encaje legal y otras medidas macroprudenciales (por ejemplo, provisionamiento dinámico, requisitos de capital contracíclicos, etc). Las estimaciones se basan en un vector autoregresivo de panel con dos rezagos utilizando en el método generalizado de momentos y los datos mensuales del período 2004m6-2011m4. El sistema incluye las medidas macroprudenciales, la tasa de política monetaria, el nivel de actividad económica y el crédito bancario al sector privado. La identificación se obtiene utilizando la descomposición de Choleski con el orden arriba mencionado. Los impulso-respuestas se han normalizado a 1. La muestra incluye a Brasil, Chile, Colombia, México y Perú.  
<sup>2</sup> La variable macroprudencial generalizada se ha dividido en encaje legal promedio y marginal, y otras medidas macroprudenciales.

**Implicaciones de política económica**

Las políticas macroeconómicas tradicionales suelen tener limitaciones para contener la acumulación de vulnerabilidades del sector financiero. Los resultados presentados en esta sección muestran que las políticas macroprudenciales pueden contribuir a contener la expansión del crédito. Aunque el impacto directo sobre el crédito es moderado y temporal, no deben subestimarse los efectos secundarios de estas medidas sobre el riesgo sistémico (por ejemplo, sobre la calidad del crédito o del fondeo). Estos aspectos constituyen áreas de investigación futura.

Por último cabe mencionar que si bien las medidas macroprudenciales tienden a ser más eficaces si se complementan con políticas macroeconómicas tradicionales, no siempre tienen que ser así. Por ejemplo, en algunas circunstancias es posible que deban adoptarse políticas macroprudenciales más estrictas (por ejemplo, para abordar inquietudes relacionadas con el riesgo sistémico) y que a su vez sea necesario adoptar una política monetaria menos restrictiva o hacer una pausa en el proceso de contracción monetaria (por ejemplo, debido a una desaceleración mundial).

**2.5. Los retos de la consolidación fiscal en economías altamente dependientes del turismo**

*A partir de la crisis, la dinámica de la deuda pública en las economías del Caribe altamente dependientes del turismo se ha deteriorado, lo que obedece principalmente a la drástica caída de los ingresos públicos. La presente sección analiza las recientes tendencias fiscales, incluyendo los acuerdos de reestructuración de la deuda<sup>23</sup>. A pesar de los avances realizados, se requiere un aumento del ahorro para estabilizar y reducir la deuda en el mediano plazo. Por tanto, es necesario hacer frente a las rigideces presupuestarias, contener los salarios públicos y el gasto en jubilaciones, cerrar las brechas que permiten evadir impuestos y reducir los incentivos tributarios.*

<sup>23</sup> Esta sección fue elaborada por Charles Amo-Yartey y Therese Turner-Jones.

A partir de la crisis, la deuda pública de la mayoría de los países del Caribe ha aumentado notoriamente<sup>24</sup>. El aumento obedece en gran medida a la profunda y prolongada recesión, la cual ha terminado afectado la dinámica de la deuda (gráfico 2.15). De hecho, a pesar de las reducciones del gasto público real en la mayoría de los países, los saldos primarios se deterioraron casi sin excepciones, ya que las pérdidas de ingresos excedieron con creces las medidas para reducir el gasto. En la mayoría de los casos, el menor crecimiento real agravó la carga de la deuda<sup>25</sup>.

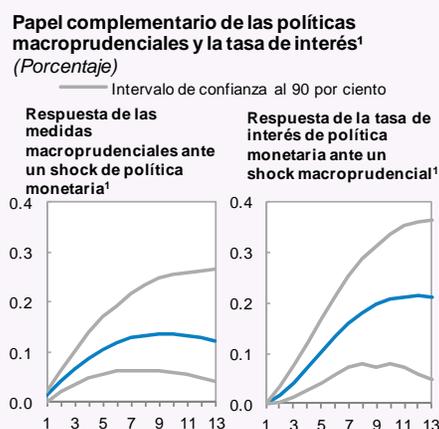
Hasta el momento, la consolidación fiscal en la región ha sido dispar. Los países han adoptado diversas estrategias para reducir los desequilibrios fiscales (cuadro 2.2), al recurrir a una combinación de medidas dirigidas a reforzar los ingresos (por ejemplo, en algunos países se implantó el IVA y en otros se aumentó su tasa) y esfuerzos para contener el crecimiento del gasto, entre otras formas limitando las pérdidas de las empresas públicas (Jamaica). Sin embargo, entre 2008 y 2010, el gasto primario tan solo se redujo en un promedio un 0,3% del PIB, y la mayor parte del ajuste recayó sobre el gasto de capital, ya que los gobiernos procuraron proteger el empleo y el salario público, así como los programas sociales.

Algunos países han combinado el ajuste fiscal con la reestructuración de la deuda, a fin de aligerar la carga del servicio de la misma. Al reconocer que el servicio de su deuda (cuadro 2.5). En septiembre de 2010, Antigua y Barbuda alcanzó un acuerdo con el Club de París para reprogramar la deuda oficial privada del país, lo que a partir de 2010 redujo el gasto anual por concepto de intereses de aproximadamente un 7% del PIB a alrededor del 4½%.

<sup>24</sup> Esta sección se centra en las medidas de consolidación fiscal en economías altamente dependientes del turismo, incluidas las de Bahamas, Barbados, Jamaica y la Unión Monetaria del Caribe Oriental. Se excluyen las de Belice, República Dominicana, Guyana, Haití, Suriname y Trinidad y Tobago.

<sup>25</sup> San Vicente y las Granadinas y Santa Lucía, que presentan coeficientes de endeudamiento algo menores, adoptaron un importante estímulo fiscal durante la crisis.

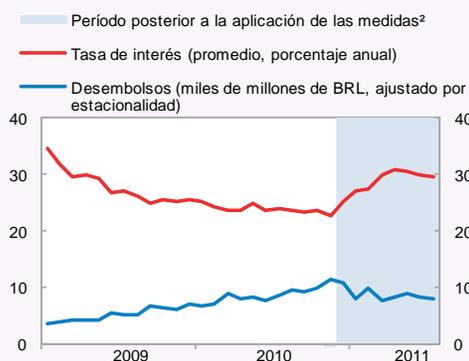
**Gráfico 2.15. Las políticas macroprudenciales y las tasas de interés de política han sido complementarias. En Brasil, las medidas focalizadas en los préstamos de consumo a largo plazo contribuyeron a reducir el crecimiento del crédito en ese sector.**



Sources: Datos de bancos centrales, y cálculos del personal técnico del FMI.

<sup>1</sup> Estimaciones basadas en un vector autoregresivo de panel estimado con el método de los momentos generalizado con dos rezagos. El impulso-respuesta se ha normalizado de modo que el shock macroprudencial correspondiente es igual a uno. El sistema incluye las medidas macroprudenciales, la tasa de interés de política, el nivel de actividad económica, y el crédito bancario al sector privado. Las estimaciones se basan en los datos mensuales del período 2004m6-2011m4. La identificación se obtiene utilizando la descomposición de Cholesky con el orden mencionado más arriba. La medida macroprudencial incluye el encaje legal y otras medidas macroprudenciales (por ejemplo, provisiones dinámicas, requisitos de capital contracíclicos) y queda representada por una variable dicotómica acumulativa. La simulación supone un shock de 25 puntos básicos sobre las tasas de interés de política.

#### Brasil: Impacto de las políticas macroprudenciales en el crédito automotriz nuevo<sup>1</sup>



Fuente: Banco Central de Brasil

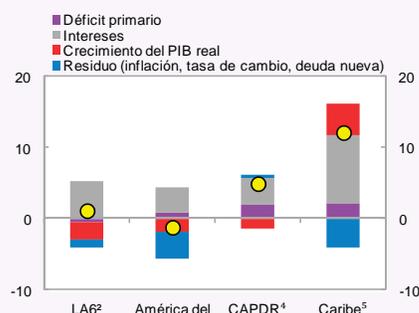
<sup>1</sup> La cobertura de datos se extiende hasta julio de 2011.

<sup>2</sup> La zona sombreada comienza en diciembre de 2010, cuando las nuevas medidas macroprudenciales fueron implementadas.

ajuste fiscal inicial necesario sería demasiado fuerte para cumplir las obligaciones de servicio de la deuda y preservar la sostenibilidad de la misma, Antigua y Barbuda y Jamaica procuraron reducir la carga del

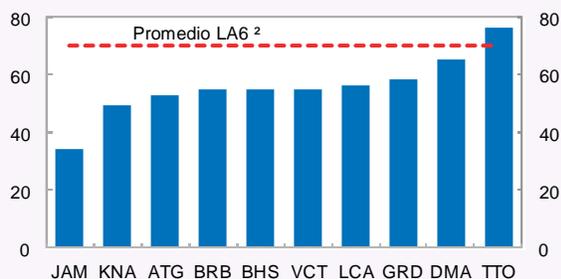
**Gráfico 2.16. La creciente y gran deuda del sector público del Caribe va a exigir la adopción de una estrategia integral.**

**América Latina y el Caribe: Desglose de la variación de la deuda pública, 2008–10<sup>1</sup>**  
(Porcentaje del PIB)



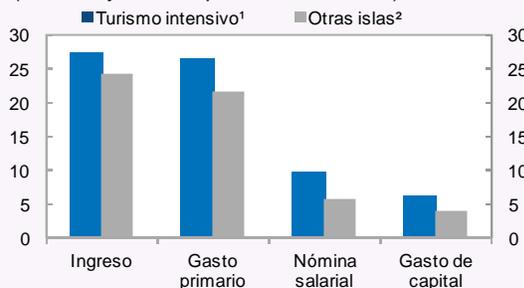
Fuentes: FMI, *Perspectivas de la economía mundial*, y cálculos del personal técnico del FMI.  
<sup>1</sup> Los puntos representan el cambio en la deuda pública como porcentaje del PIB.  
<sup>2</sup> Incluye a Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Uruguay.  
<sup>3</sup> Incluye a Argentina, Bolivia, Ecuador, Paraguay, y Venezuela.  
<sup>4</sup> Incluye a Costa Rica, El Salvador, Guatemala, Honduras, Nicaragua, Panamá y República Dominicana.  
<sup>5</sup> Caribe incluye únicamente a Jamaica, Barbados, la Unión Monetaria del Caribe Oriental.

**Caribe: Índice de flexibilidad fiscal<sup>1</sup>**  
(100 = máxima flexibilidad)



Fuentes: FMI, *Perspectivas de la economía mundial*, y cálculos del personal técnico del FMI.  
<sup>1</sup> Definido como uno menos la proporción de gasto no discrecional, el cual corresponde a la nomina salarial más el pago de intereses sobre el gasto total. Los países incluidos son St. Kitts y Nevis, Antigua y Barbuda, Barbados, Bahamas, San Vicente y Grenadinas, Santa Lucía, Granada, Dominica y Trinidad y Tobago.  
<sup>2</sup> Promedio simple para Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Uruguay.

**Caribe: Indicadores fiscales**  
(Porcentaje del PIB, promedio 2007–10)



Fuentes: FMI, *Perspectivas de la economía mundial*, y cálculos del personal técnico del FMI.  
<sup>1</sup> Incluye a Bahamas, Barbados, la Unión Monetaria del Caribe Oriental, y Jamaica.  
<sup>2</sup> Incluye a República Dominicana, Mauricio, y Seychelles.

Jamaica celebró un acuerdo con los acreedores privados nacionales para reducir la carga del servicio de la deuda (intereses y amortización) en aproximadamente un 14% del PIB un año después del canje de la deuda. Saint Kitts y Nevis está preparando un acuerdo integral de reestructuración de la deuda que comprende a todos los acreedores.

No obstante, es necesario realizar mayores esfuerzos para generar un ahorro fiscal que estabilice y reduzca la deuda pública en el mediano plazo. El análisis de sostenibilidad de la deuda realizado por el personal técnico del FMI sugiere que el país caribeño típico deberá aumentar su saldo primario en un mínimo de 4 puntos porcentuales del PIB, mediante una combinación de medidas de aumento del ingreso y recorte del gasto. Este ajuste es algo inferior al requerido en las economías avanzadas, que deben realizar un ajuste del 8% del PIB del saldo primario desestacionalizado en los próximos 10 años para estabilizar y reducir el nivel de deuda (véase, *FMI, 2011* —septiembre de 2011).

Para lograr un ahorro fiscal significativo, será necesario hacer frente a rigideces presupuestarias de larga data. En muchos países, el gasto fiscal se destina casi íntegramente al pago de salarios, intereses y pensiones, lo que limita la flexibilidad del ajuste fiscal. De hecho, la proporción del gasto en sueldos y salarios y pago de intereses) está entre los más elevados de América Latina y el Caribe. Por tanto, será necesario instrumentar una estrategia dirigida a reducir gradualmente los salarios públicos y el gasto en pensiones, no solo por parte del gobierno central sino también por parte de los organismos autónomos, a fin de garantizar la sostenibilidad de la deuda pública.

**Cuadro 2.2. Países seleccionados del Caribe: Resumen de medidas sobre impuestos y gastos, 2009/11**

País	Políticas de ingresos	Políticas de gasto
Antigua y Barbuda	1) Canceló todas las exenciones de IVA otorgadas desde 2007 y elevó la tasa del IVA para el sector del turismo de 10,5% a 12,5%; 2) aumentó el impuesto de sello de 5% a 10%; 3) aumentó los derechos de importación; 4) aumentó la Tasa Aeroportuaria de Embarque de US\$25 a US\$50; 5) aumentó los impuestos sobre los combustibles.	1) Control estricto de sueldos y salarios; 2) se redujo el gasto de capital un 35% (2010); 3) la reestructuración de la deuda redujo los pagos de intereses un 3% del PIB desde 2010.
Bahamas, Las	1) Elevó las tasas impositivas sobre los vehículos, las tasas de salida y los impuestos sobre las plazas hoteleras; 2) reformuló el impuesto de licencia de operación empresarial; 3) fortaleció la aduana, concentrando la recaudación en un solo organismo, e introdujo nuevos procedimientos para reducir el contrabando de tabaco.	1) Estricto control del gasto en salarios y transferencias a las empresas públicas; 2) inició la reforma de los incentivos fiscales. Sin embargo, se suspendió el congelamiento salarial.
Barbados	1) Aumentó el IVA de 15% a 17,5%; 2) eliminó las deducciones por concepto de gastos de viaje y de representación; 3) aumentó 50% el impuesto interno sobre la gasolina; 4) elevó los derechos de inmigración; 5) aumentó las tarifas de ómnibus un 50%.	1) Adoptó reformas para reducir el costo de la educación terciaria; 2) redujo el gasto de capital en un punto porcentual del PIB en 2011/12.
Dominica	1) Redujo las tasas del impuesto sobre las ganancias de las personas a niveles comparables con los de sus pares de la región; 2) introdujo reformas de la administración de ingresos públicos para mejorar la eficiencia y reducir la carga de cumplimiento; 3) adoptó una nueva Ley de Aduanas y mejoró la infraestructura informática aduanera.	1) En 2009 mantuvo el gasto de capital en el alto nivel registrado en 2008 tras el huracán; 2) amplió el gasto social en respuesta a la crisis; 3) adoptó un marco de gasto a mediano plazo para mejorar la previsibilidad del gasto de capital y su coherencia con los objetivos fiscales a mediano plazo.
Granada	1) Introdujo un IVA de 15% en febrero de 2010. En octubre de 2010, eliminó el IVA sobre los libros de texto, el pan y los medicamentos para enfermedades crónicas, así como los cargos por servicios hoteleros y las exenciones temporales del IVA otorgadas para determinados materiales de construcción; 2) redujo los impuestos internos sobre rubros de manufactura y eliminó los que gravaban los automotores nuevos.	1) Adoptó un marco de planificación presupuestaria a mediano plazo; 2) introdujo un subsidio temporal para el gas domiciliario y la gasolina (abril de 2011).
Jamaica	1) Estableció un tope para la concesión de dispensas discrecionales (noviembre de 2010); 2) modificó el impuesto a las bebidas alcohólicas; 3) redujo el impuesto ad valorem sobre la gasolina de 15% a 10%; 4) introdujo una estrategia para mejorar el cumplimiento de los mayores contribuyentes, y reforzó la auditoría de los atrasos tributarios.	1) Redujo el gasto corriente no salarial; 2) pagó el total de los atrasos salariales a trabajadores del sector público (2% del PIB), pero sin vincularlo a negociaciones salariales futuras; 3) fijó nuevas prioridades para el gasto de capital del gobierno central y las empresas públicas.
Saint Kitts y Nevis	1) Introdujo una reforma del IVA y de los impuestos indirectos al consumo; 2) adoptó un impuesto para las empresas no constituidas como sociedades; 3) racionalizó las exenciones a los derechos de importación; 4) reforzó la auditoría y el monitoreo de las tiendas libres de impuestos ( <i>duty-free shops</i> ); 5) introdujo un gravamen ambiental sobre los vehículos nuevos; 6) aumentó las tarifas eléctricas alrededor del 80%; 7) modificó la estructura del tributo para la vivienda y el desarrollo social.	1) Congeló la masa salarial, y 2) fijó prioridades para el gasto de capital en el presupuesto de 2011.
Santa Lucía	1) Adoptó tasas de matriculación de vehículos nuevos e impuestos sobre la propiedad; 2) adoptará el IVA en abril de 2012.	Aumentó el gasto de capital (4% del PIB en 2011) para tareas de reconstrucción.
San Vicente y las Granadinas	1) Estableció una Unidad de Grandes Contribuyentes para mejorar la recaudación de impuestos; 2) amplió la base de los impuestos sobre la propiedad y planea implementar un régimen de valoración de las propiedades basado en el mercado; 3) elevó los impuestos de sello y los derechos de licencia.	Congeló los salarios de la administración pública.

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

Esto trae como beneficio adicional una mejora de la competitividad de la región<sup>26</sup>.

En materia tributaria, cerrar las brechas que permiten evadir impuestos y reducir los incentivos tributarios debería también formar parte de la estrategia de consolidación. Con el débil crecimiento de las economías avanzadas, es poco probable que los ingresos retornen a los niveles vistos antes de la crisis a menos que haya un cambio fundamental en el sistema tributario. Por tanto, deben adoptarse medidas que reevalúen los generosos programas de incentivos fiscales, cuyos efectos sobre la inversión y el crecimiento son difícil de determinar. En su lugar, debería hacerse hincapié en adoptar reformas estructurales que

potencien el crecimiento y propicien el desarrollo del sector privado.

Los países caribeños pueden extraer enseñanzas de las estrategias de consolidación fiscal que tuvieron éxito en otras regiones. En particular, se sabe que las consolidaciones fiscales basadas en reducciones del gasto fueron, en general, más eficaces que aquellas realizadas fundamentadas en los impuestos, y los recortes del gasto corriente son más eficaces que los recortes del gasto de capital (Alesina y Perotti, 1997). Es más, estas acciones funcionan mejor si se formulan como parte de un marco fiscal a mediano plazo que se extienda más allá del mandato de gobierno de turno (Kumar, Baldacci y Schaechter, 2009).

---

<sup>26</sup> El gasto en remuneraciones del sector público en el Caribe supera el 9½% del PIB. Si bien las pequeñas economías de escala son parcialmente responsables por el tamaño relativamente grande del sector público, el gasto por nómina salarial es superior al de otras pequeñas islas (aproximadamente 5¼% del PIB).

### Recuadro 2.1. América Latina: Repercusiones de la crisis europea en el sector bancario

Mediante el uso de las estadísticas bancarias *consolidadas* del Banco de Pagos Internacionales (BPI) disponibles hasta marzo de 2011 inclusive y el módulo de contagio bancario elaborado por el Departamento de Estudios del FMI<sup>1</sup>, se definen dos escenarios posibles para tratar de evaluar las repercusiones de una crisis en Europa en el sistema bancario de América Latina y su impacto en el desapalancamiento de los bancos extranjeros<sup>2</sup>:

*Escenario A.* Si las pérdidas promedio que espera el mercado sobre la exposición a Grecia, Irlanda, Italia, Portugal y España (agrupados bajo la denominación GIIPS) se materializaran, las consiguientes pérdidas para los bancos internacionales provocarían un leve proceso de desapalancamiento que afectaría principalmente a los países europeos. En la región, se estima que solo Panamá y Belice experimentarían una reducción significativa del crédito de bancos extranjeros.

*Escenario B.* Si las pérdidas esperadas por el mercado sobre las exposiciones a los GIIPS fueran mayores causarían grandes pérdidas para los bancos internacionales, lo cual, suponiendo que no hubiera recapitalización, obligaría a algunos bancos europeos a desapalancarse para restablecer sus coeficientes de capital. En este contexto, América Latina sería una de las regiones más afectadas, y se producirían reducciones significativas del crédito de bancos extranjeros en Chile (2½ por ciento del PIB), Brasil (1½ por ciento) y México (1¼ por ciento). Cabe señalar que el impacto del desapalancamiento depende no solo de la presencia de bancos europeos en el país, sino también de la estructura de financiamiento de las filiales extranjera, el volumen del crédito transfronterizo directo de bancos internacionales y el tamaño del sistema



Nota: Este recuadro fue preparado por Eugenio Cerutti.

<sup>1</sup> El análisis del escenario incluye varias rondas de shocks de precios de los activos y de financiamiento. La primera ronda considera pérdidas bancarias asociadas a activos que agotan parcial o totalmente el capital. En la segunda ronda, si las pérdidas son suficientemente importantes, se supone que se restablece un coeficiente de capital de nivel 1 del 8 por ciento a través del desapalancamiento (los préstamos no se refinancian y se venden activos, y se supone que no se produce una recapitalización). En la tercera ronda, se supone que los bancos reducen los préstamos a otros bancos (shocks de financiamiento), provocando ventas forzosas y un mayor desapalancamiento. Las posibles quiebras bancarias causan pérdidas adicionales para otros bancos tanto del lado de los activos como de los pasivos. La convergencia final se logra cuando no es necesario continuar el proceso de desapalancamiento. Véanse más detalles sobre la metodología y un análisis de las limitaciones de los datos sobre los bancos de importancia sistémica en el sistema bancario mundial en Cerutti, Claessens y McGuire (2011).

<sup>2</sup> Suponiendo una pérdida estándar dados unos índices de incumplimiento de 75 por ciento y 60 por ciento para las entidades soberanas y el sector privado, respectivamente, las pérdidas esperadas por el mercado en el escenario A se calculan tomando la frecuencia de incumplimiento esperada (EFD, por sus siglas en inglés) implícita media de los swaps de riesgo de incumplimiento del deudor (CDS) de Moody's KMV de cada país para el sector privado (al 15 de junio de 2011) y las probabilidades implícitas de incumplimiento de los CDS soberanos en cinco años (en el supuesto de neutralidad al riesgo y al 15 de julio de 2001). Las pérdidas extremas esperadas por el mercado en el escenario B se calculan utilizando el percentil 75 de las frecuencias de incumplimiento esperadas implícitas de los CDS de Moody's KMV y dos veces las probabilidades implícitas de incumplimiento de los CDS soberanos.

**Recuadro 2.1. América Latina: Repercusiones de la crisis europea en el sector bancario (continuación)**

financiero. En Brasil, a pesar de que la presencia de bancos extranjeros en el país es ligeramente menor que en algunos países vecinos, la proporción del crédito transfronterizo directo de bancos europeos es mayor y algunas filiales de bancos europeos dependen en mayor medida del financiamiento mayorista.

Este análisis presenta algunas limitaciones de datos y se basa en algunos supuestos simplificados. Las pérdidas bancarias y las necesidades de desapalancamiento se calculan para el sistema bancario nacional de los países que declaran datos al BPI, dado que no se dispone de datos sobre la exposición a los GIIPS de cada banco. Además, se supone que las pérdidas sobre exposiciones fuera del balance corresponden a un promedio de todos los sectores, que no se producen recapitalizaciones bancarias y que el proceso de desapalancamiento se distribuye de manera uniforme entre todos los activos bancarios internacionales (internos y externos) a fin de excluir del análisis criterios subjetivos adicionales.

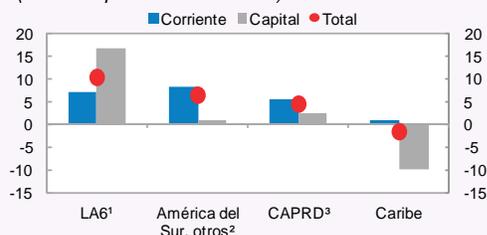
### Recuadro 2.2. América Latina: Ajuste fiscal con cohesión social

La mejora de los balances soberanos en los años que precedieron a la crisis mundial de 2008–09 permitió a la mayoría de las economías latinoamericanas incrementar una respuesta fiscal contracíclica durante la crisis. Los balances primarios se deterioraron, en promedio, un 2 por ciento del PIB entre 2008 y 2010, y los coeficientes de endeudamiento público aumentaron, en promedio, un 4½ por ciento del PIB durante el mismo período. No obstante, la magnitud de la respuesta contracíclica y la calidad de la expansión variaron considerablemente entre los distintos países. En las economías exportadoras de materias primas más integradas a los mercados financieros de la región, el estímulo fiscal tendió a ser más grande (como reflejo del fortalecimiento de los balances) y favoreció los gastos de capital por encima de los gastos corrientes, que se sabe que tienen un efecto multiplicador mayor y tienden a ser más fáciles de revertir. En el resto de América Latina, el estímulo fiscal fue ligeramente menor y se concentró en aumentos del gasto corriente, agravando así las ya notorias rigideces presupuestarias. La región del Caribe tuvo que reaccionar de manera procíclica, aunque centró sus esfuerzos en reducir los gastos de capital.

Es particularmente importante recomponer el margen fiscal utilizado durante la crisis dado que el entorno mundial es cada vez más incierto. Sin embargo, al mismo tiempo es necesario considerar el ritmo y la calidad del ajuste fiscal (véase la edición de septiembre de 2011 de *Monitor Fiscal*).

El **ritmo del ajuste fiscal** en un país depende de varios factores, entre ellos: 1) su posición cíclica; 2) su nivel de deuda pública; 3) la credibilidad de su marco fiscal y el acceso al financiamiento de mercado, y 4) la vulnerabilidad a shocks (de materias primas, tasas de interés internacionales, tasas de cambio). Por tanto, es necesario acelerar el ritmo de la consolidación en aquellos países con altos niveles de deuda pública, y marcos fiscales menos creíbles y más vulnerables.

#### América Latina y el Caribe: Composición del crecimiento del gasto primario, 2008-10 (Variación porcentual anual real)



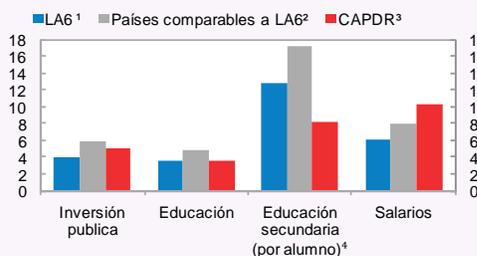
Fuentes: Autoridades nacionales y cálculos del personal técnico del FMI.

¹ Incluye a Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Uruguay.

² Incluye a Argentina, Bolivia, Ecuador, Paraguay y Venezuela.

³ Incluye a Costa Rica, El Salvador, Guatemala, Panamá, y República Dominicana.

#### Gasto fiscal, 2005-10 (Porcentaje del PIB)



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

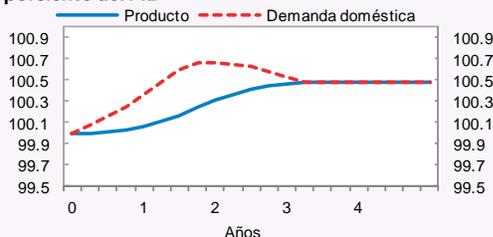
¹ Incluye Brasil, Chile, Colombia, México, Perú, y Uruguay.

² Incluye Bulgaria, Malasia, Polonia, Rumanía, Sudáfrica, Tailandia, y Turquía.

³ Incluye a Costa Rica, El Salvador, Guatemala, Panamá, y República Dominicana.

⁴ Gasto por pupilo en porcentaje del PIB per cápita.

#### Simulación: Impacto sobre el producto y la demanda doméstica de un shock en la inversión de uno por ciento del PIB¹



¹ La simulación supone una función de producción de Cobb-Douglas con una proporción de trabajo = 0,5; K/Y inicial = 3,1; Stock de inversión adicional = 1 por ciento del PIB por 3 años; Después del shock, la inversión es suficiente para mantener invariable el nuevo coeficiente K/Y.

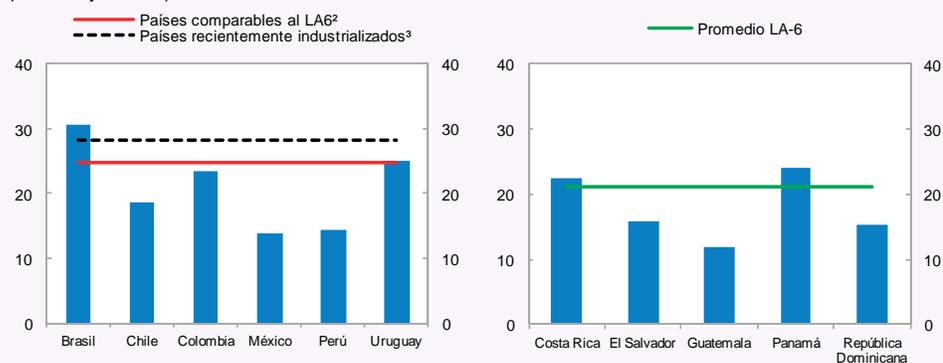
Nota: Este recuadro fue preparado por Luis Cubeddu.

### Recuadro 2.2. América Latina: Ajuste fiscal con cohesión social (continuación)

La **composición del ajuste fiscal** se debe diseñar cuidadosamente de manera que no solo no debilite el crecimiento potencial de la economía, sino que a su vez proteja a los pobres y sea compatible con la cohesión y la inclusión social.

- El ajuste fiscal debe evitar recortes drásticos del gasto público en infraestructura y educación, que es, en general, bajo en comparación con los de otros países y regiones con un ingreso per cápita similar. En el caso de CAPDR, es necesario redoblar los esfuerzos para limitar el aumento de los costos salariales del sector público. Sin embargo, conviene aclarar que si bien la inversión pública puede estimular el crecimiento económico a mediano plazo, está a su vez también impulsa la demanda a corto plazo en la misma manera a como lo hace el gasto corriente. Por tanto, el aumento del gasto público en infraestructura tiene que ser compensado con mayores impuestos y/o reducciones del gasto corriente a modo de evitar que se materialicen los riesgos de sobrecalentamiento en algunos países.
- En los países con una presión tributaria relativamente baja (Chile, México, Perú y gran parte de Centroamérica), también es necesario llevar a cabo esfuerzos orientados a movilizar ingresos fiscales para atender las necesidades sociales y de infraestructura de la región, tales como los niveles aún elevados de desigualdad de ingresos y las necesidades insatisfechas de una clase media en rápida expansión. Para reducir la carga social de la consolidación fiscal, se debe considerar la posibilidad de aumentar los impuestos directos llevando las tasas que pagan las empresas a niveles internacionales y reduciendo los generosos incentivos y concesiones tributarias. De acuerdo a los cálculos del personal técnico realizados para la región CAPDR, los ingresos tributarios podrían aumentar, en promedio, más de 4 puntos porcentuales del PIB si se elevaran las tasas impositivas a niveles internacionales, si se mejorara la administración tributaria y si se redujera a la mitad los incentivos tributarios. Estos resultados sugieren, por tanto, que dados los altos costos asociados a los incentivos tributarios, la manera óptima de atraer inversiones es mejorando el clima de negocios y de inversión (por ejemplo, simplificando los trámites burocráticos, reforzando los derechos de propiedad y reduciendo las barreras de entrada a los mercados).

**Ingresos no relacionados con materias primas, promedio 2005-10<sup>1</sup>**  
(Porcentaje del PIB)



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

<sup>1</sup> Excluye ingresos directamente provenientes de las materias primas, al igual que contribuciones sociales y donaciones.

<sup>2</sup> Incluye a Bulgaria, Malasia, Polonia, Rumanía, Sudáfrica, Tailandia, y Turquía.

<sup>3</sup> Países recientemente industrializados. Incluye a Australia, República Checa, Israel, Corea, y Nueva Zelanda.

### Recuadro 2.3. Marcos fiscales basados en reglas en América Latina

**Los países de América Latina adoptaron en el transcurso de la última década marcos fiscales basados en reglas con el fin de acabar con la larga historia de laxitud fiscal.** Con el objetivo de solucionar abordar cuestiones relacionadas con la sostenibilidad de la deuda pública y aislar el presupuesto de los ciclos de precios de las materias primas, estas reglas prestaron poca atención al ciclo económico. Dichas reglas se enfocaron primordialmente en imponer presupuestos equilibrados o alternativamente límites al déficit público, y en algunas ocasiones se reforzaron con límites tanto al endeudamiento de los gobiernos subnacionales como a la tasa de crecimiento del gasto público corriente. Solo en Chile se adoptó una regla de balance estructural que, además de abordar la volatilidad de los precios del cobre, incluyó un ajuste en función del ciclo económico (véase el cuadro 2.3.).

**Si bien estas reglas ayudaron a reforzar la sostenibilidad fiscal, esta se vio beneficiada por los ingresos cíclicos así como por los elevadas cotizaciones de las materias primas.** Sin embargo, la mejora de las finanzas públicas quedó empañada por el hecho de que la política fiscal fue, en general, procíclica, dado que los gastos públicos reales aumentaron muy por encima de la tasa de crecimiento económico potencial. La prociclicidad se derivó del énfasis que las reglas hacían en imponer presupuestos equilibrados y límites al déficit, pero también del gran volumen de ingresos públicos que los países de América Latina tienen afectados a gastos específicos y de las frecuentes revisiones de las metas numéricas. Incluso en Chile la política fiscal fue ligeramente procíclica, principalmente debido a las revisiones de los precios a largo plazo del cobre y a las metas numéricas.

**Esta “primera generación” de reglas carecía de los elementos necesarios para responder a los desafíos planteados por la crisis mundial y la fase actual de recuperación.** Las reglas no incluían indicaciones sobre los aspectos siguientes:

- *Cómo implementar una respuesta discrecional ante la crisis mundial* y, a falta de cláusulas de escape, la mayoría de las reglas se modificaron o suspendieron, en algunas ocasiones con procedimientos improvisados y ad-hoc.
- *Cómo diseñar una estrategia de salida a mediano plazo para deshacer las medidas de estímulo implementadas durante la crisis*, que junto con la falta de mecanismos específicos para ahorrar parte de los ingresos cíclicos derivados de las alzas de precios de materias primas, está dificultando el retiro de los estímulos fiscales en el contexto actual en que se están cerrando las brechas del producto.

**Para lograr un equilibrio entre la sostenibilidad fiscal y la gestión cíclica, sería conveniente que los países de América Latina adopten una “segunda generación” de reglas fiscales.**

- Para garantizar la sostenibilidad, las reglas deberían incluirse en un marco fiscal a mediano plazo, que, según la disponibilidad de datos de los países, podría incluir: 1) proyecciones de gastos e ingresos (por ejemplo, niveles mínimos de gastos sociales y recaudación tributaria); 2) proyecciones a largo plazo sobre los ingresos derivados de las materias primas y los activos financieros netos del gobierno; y 3) pruebas de resistencia, análisis de sensibilidad y evaluaciones de la sostenibilidad de la deuda y los pasivos contingentes.
- Para reducir la prociclicidad, las reglas deberían centrarse en el *balance estructural primario*, ajustado en función del ciclo económico y los precios de las materias primas. Dadas las dificultades para obtener estimaciones robustas de la brecha del producto y los precios a largo plazo de las materias primas, las reglas podrían complementarse con límites tanto al balance primario que excluye los ingresos derivados de materias primas, como a la tasa de crecimiento del gasto real.
- Para desalentar la posibilidad de eludir las reglas, estas deberán contemplar una cobertura institucional lo más amplia posible, e incluir mecanismos estrictos de transparencia y rendición de cuentas. Podría establecerse un órgano independiente de fiscalización que se encargue de definir los parámetros clave de las reglas y evaluar su cumplimiento.
- Para proporcionar flexibilidad, las reglas deberían incluir cláusulas de escape transparentes y una estrategia para volver al objetivo a mediano plazo.

### Recuadro 2.3. Marcos fiscales basados en reglas en América Latina (continuación)

**El éxito de las reglas fiscales de segunda generación dependerá en gran medida de la solidez de los marcos institucionales.** En algunos países donde se aplican estas reglas, los marcos institucionales son más importantes que las reglas numéricas individuales, y en algunos países (por ejemplo, Nueva Zelanda y Australia) incluso no especifican las metas numéricas de sus reglas. Los marcos institucionales deberían tratar de 1) promover un consenso firme y un compromiso político en torno a los objetivos de las reglas; 2) maximizar los costos reputacionales de incumplimiento con los compromisos, sin restringir excesivamente la discreción; y 3) orientar el debate público sobre la política fiscal, en lugar de ponerla en piloto automático.

---

Nota: Este recuadro fue preparado por Teresa Dabán-Sánchez.

**Cuadro 2.3. Reglas fiscales en algunos países de América Latina**

<b>País</b>	<b>Tipo de reglas</b>	<b>Metas numéricas actuales</b>	<b>Base reglamentaria</b>	<b>Horizonte temporal y cobertura</b>	<b>Cláusulas de escape</b>	<b>Cuestiones de implementación</b>
<b>Argentina</b>	Reglas de crecimiento del gasto corriente (constante o acorde con el PIB nominal), el equilibrio presupuestario y la deuda.	Crecimiento del gasto corriente acorde con el PIB	Ley de Responsabilidad Fiscal (1999 y revisada en 2001 y 2004)	Anual; aplicable a cada entidad del gobierno general y central.	No	El Congreso ha tenido que conceder "superpoderes de emergencia" al Presidente en varias ocasiones, lo que ha dado lugar a la suspensión de las reglas fiscales.
<b>Brasil</b>	Reglas de gastos, (empleo público en relación con los ingresos fiscales), saldo primario y deuda.	El objetivo del gobierno es un superávit primario del 3 por ciento del PIB. Los costos salariales se limitan al 50 por ciento de los ingresos corrientes netos del gobierno federal, y 60 por ciento para los estados y municipios. Existen límites específicos a los costos salariales para los órganos ejecutivos, legislativos, judiciales y otras entidades.	Adopción de la Ley de Responsabilidad Fiscal (2000)	Límites anuales fijos de deuda y gasto, y metas móviles de tres años para el saldo primario; gobierno general	Sí, existen cláusulas de escape para el crecimiento del PIB real inferior al 1 por ciento a lo largo de cuatro trimestres, y en caso de catástrofes naturales pero su aplicación exige la aprobación del Congreso.	Amplio margen del Congreso para modificar las metas propuestas por el gobierno. La implementación se ve afectada por la excesiva afectación de recursos a fines específicos. En caso de incumplimiento, es necesario adoptar medidas correctivas y estas pueden resultar en sanciones.
<b>Chile</b>	Regla de saldo estructural, que se deriva del ajuste en función del ciclo económico y los precios del cobre y dos fondos (de estabilización y de ahorro).	El gobierno se ha comprometido a lograr un déficit estructural del 1 por ciento del PIB en 2014 (menor que el nivel actual de 2 por ciento del PIB).	Compromiso Político (2000) y Ley de Responsabilidad Fiscal (2006)	Anual; trabajos en curso para la adopción de un marco fiscal a mediano plazo; gobierno central	No; la implementación de la regla tiene por objeto lograr una meta específica para el saldo estructural. El gobierno actual se ha comprometido a reducir el déficit estructural del 3 por ciento del PIB en 2009 (debido a los shocks y al estímulo fiscal derivado de la crisis) al 1 por ciento del PIB en 2014.	Diversos órganos externos proporcionan estimaciones independientes de la brecha del producto y del precio del cobre a largo plazo. Las revisiones al alza del precio del cobre a largo plazo han dado lugar a una prociclicidad no esperada al gasto público. La Comisión para la Reforma de la Regla Fiscal ha propuesto reforzar la flexibilidad y transparencia de la regla.
<b>Colombia</b>	Reglas de endeudamiento subnacional, crecimiento del gasto corriente y saldo estructural del gobierno central	La nueva regla establece una trayectoria de consolidación fiscal que reduce el déficit estructural del gobierno central al 2,3 por ciento del PIB en 2014 y establece un límite de déficit del 1 por ciento a partir de 2022.	Leyes promulgadas en 1997, 2000 y 2011	Metas anuales dentro de un marco fiscal a mediano plazo; la regla de saldo estructural solo abarca el gobierno central.	Sí, un aumento del saldo estructural para absorber la brecha del producto de 25 por ciento, que deberá revertirse en dos años.	No se ha implementado la nueva ley sobre el saldo estructural; deja bastante detalle para las regulaciones futuras (por ejemplo, el ajuste en función del ciclo de las materias primas); crea un fondo de estabilización y de ahorro; y requiere establecer un panel independiente de expertos que aporte elementos clave.
<b>Costa Rica</b>	Regla de gasto	Regla de oro	Ley	Anual, pero se está avanzando en el establecimiento de procesos presupuestarios multianuales; gobierno central.	Anual	El gobierno ha solicitado al Congreso la suspensión de la regla fiscal en varias ocasiones.
<b>Países de la ECCU</b>	Regla de la relación deuda/PIB	Relación deuda/PIB del 60 por ciento para 2020	Tratado internacional	Anual; gobierno general	No	Todos los países de la ECCU se encuentran entre los 15 mercados emergentes y países en desarrollo más endeudados. La relación deuda/PIB de tres de estos países es superior al 100 por ciento. Todos los países superan actualmente la meta del PIB del 60 por ciento.
<b>México</b>	Reglas de presupuesto equilibrado y deuda	El gobierno se ha comprometido a lograr un presupuesto equilibrado para 2012, y reducir el déficit con respecto al nivel actual de 0,5 por ciento del PIB.	Ley de Responsabilidad Fiscal (2006)	gobierno central, pero excluye operaciones extrapresupuestarias importantes.	Sí, se permiten desviaciones de la regla en circunstancias excepcionales, pero no están definidas.	La regla del precio del petróleo atribuye mucha importancia a los precios de los futuros sobre el petróleo a corto plazo, lo que resulta en prociclicidad. Los gastos de capital de la compañía petrolera estatal (Pemex) se retiraron de la regla, y desde 2009 se han permitido déficits en el marco de la premisa de circunstancias excepcionales. En 2010-11 se eliminó temporalmente el límite a los ingresos acumulados del fondo del petróleo.
<b>Panamá</b>	Reglas de límite de endeudamiento y déficit	Límite de endeudamiento del 1 por ciento del PIB; cuando la relación deuda/PIB es inferior al 40 por ciento, debe mantenerse hacia el futuro.	Ley de Responsabilidad Fiscal (2008)	Anual; gobierno general	Sí; en el caso de una recesión o desaceleración de la economía mundial y la de Panamá y de catástrofes naturales; se prevé una trayectoria de ajuste gradual a lo largo de 4 años.	El uso frecuente de las cláusulas de escape, lo que ha ocurrido cada año desde el establecimiento de la regla, podrían afectar negativamente a la credibilidad de la regla y al compromiso del gobierno con la consolidación fiscal.
<b>Perú</b>	Reglas basadas en límites al crecimiento del gasto y al déficit	El límite de endeudamiento del 1 por ciento del PIB se incrementó al 2 por ciento del PIB en mayo de 2009.	Ley de Responsabilidad Fiscal (2000)	Anual, pero dentro de un marco fiscal a mediano plazo; sector público no financiero	Sí; flexibilización temporal de las metas de las reglas con la aprobación del Congreso.	El límite del déficit deja de ser obligatorio cuando las cuentas fiscales alcanzan un superávit; y la regla no garantiza que se ahorren totalmente los ingresos extraordinarios. Los límites al crecimiento del gasto se han flexibilizado en algunos años, y se han excluido algunos gastos.
<b>Venezuela</b>	Reglas de saldo corriente, crecimiento del gasto y deuda	Se ha aplazado la implementación de la ley.	Ley Orgánica de la Administración Financiera del Sector Público (1999)	Anual, pero dentro de un marco fiscal a mediano plazo; sector público no financiero	No	Los gastos han continuado estando muy correlacionados con los precios del petróleo. Las instituciones presupuestarias se han deteriorado, en parte debido a la proliferación de operaciones extrapresupuestarias.

Fuentes: Base de datos del FMI sobre reglas fiscales; informes del personal técnico del FMI, e informes de las autoridades.

### Recuadro 2.4. Desafíos para la regulación y supervisión financiera en América Latina

Aunque el sistema bancario de América Latina resistió la crisis financiera mundial relativamente bien, es claro que resta mucho por hacer para mejorar su marco financiero y regulatorio. Las autoridades deben cumplir en efecto con las mejores prácticas internacionales y adoptar las nuevas reformas de la regulación y supervisión de Basilea III tales como 1) mejorar las estructuras de capitalización y financiamiento de los bancos; 2) reducir la prociclicidad del sistema financiero; 3) ampliar el perímetro de la regulación; 4) reforzar las evaluaciones de la exposición y el grado de interdependencia entre las instituciones financieras; y 5) mejorar la eficacia de la supervisión consolidada. Sin embargo, las prioridades difieren dentro de la región (véanse el gráfico y FMI et al. 2011).

En las **economías de América Latina integradas a los mercados financieros** (Brasil, Chile, Colombia, México, Perú, Uruguay) la regulación se aproxima a las mejores prácticas internacionales. No obstante, deben reforzarse los aspectos cualitativos de la supervisión. Los sistemas bancarios muestran estructuras de capitalización y financiamiento relativamente buenas: los grandes bancos cumplen ampliamente las nuevas normas de capital de Basilea III, los nuevos coeficientes mínimos de apalancamiento no son un limitante (Terrier et al. 2011), y el posible cumplimiento de los nuevos requisitos de liquidez se limita, si a caso, a algunos bancos pequeños. En este contexto, la prioridad debe ser 1) evaluar y mejorar la calidad del capital; 2) permitir que los supervisores realicen una evaluación más exhaustiva de las prácticas de gestión de riesgos de los bancos (en algunos casos esto requiere otorgar más protección jurídica a los supervisores); 3) resolver las carencias de información, especialmente en temas tales como los índices de precios de las propiedades, que son fundamentales para evaluar desalineamientos (véanse la edición de abril de 2011 de Perspectivas económicas: Las Américas y Cubeddu y Tovar, 2011), y 4) establecer registros crediticios consolidados para el intercambio de información entre proveedores de crédito (por ejemplo, bancos y grandes almacenes) y una correcta evaluación del riesgo crediticio. Además, es preciso crear una arquitectura regulatoria para el monitoreo y gestión del riesgo sistémico. A este respecto, se están haciendo avances: en Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Uruguay ya se han creado o se está trabajando en crear un comité de estabilidad financiera y definiendo su estructura. No obstante, resta por ver cómo funcionarán estas nuevas instituciones.

**En la región de América Central, Panamá y la República Dominicana** existe un rezago regulatorio con respecto a las economías latinoamericanas integradas a los mercados financieros (Delgado y Meza, de próxima publicación). A pesar de los avances recientes, las deficiencias en materia de supervisión ponen en duda la calidad de los indicadores de solidez financiera y los coeficientes de cumplimiento. En este caso la prioridad es fortalecer el marco legal y reglamentario y acercar las normas de supervisión a las mejores prácticas internacionales. No cabe duda, que es necesario dedicar un esfuerzo especial a ampliar el perímetro de la regulación, activar plenamente la supervisión consolidada transfronteriza e implementar de manera efectiva la supervisión basada en el riesgo. Estas iniciativas deben complementarse con una supervisión más proactiva y profunda y una mayor protección jurídica para las autoridades de supervisión. Por último, también es muy importante calibrar y ampliar las herramientas prudenciales para gestionar la prociclicidad (Terrier et al., 2011).

**Hemisferio Occidental: Cumplimiento de los principios de Basilea para una supervisión bancaria eficaz**  
(Porcentaje, 100 denota pleno cumplimiento)



Fuentes: Cálculos del personal técnico del FMI basados en la base de datos de normas y códigos para el sector financiero.  
 1 LA-5 incluye Brasil, Chile, Colombia, México, y Perú. Para más información de los principios básicos de Basilea ver BCBS (2006). No incluye al Programa de Evaluación del Sector Financiero para 2011:T2 ni 2011:T3.

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

<sup>1</sup> Se califica el cumplimiento de acuerdo con los Principios Básicos para una supervisión bancaria eficaz, los Objetivos y Principios para la regulación de los mercados de valores de la Organización Internacional de Comisiones de Valores, y los Principios Básicos de la Asociación Internacional de Supervisores de Seguros.

### Recuadro 2.5. Operaciones recientes de reestructuración de la deuda soberana en América Latina y el Caribe

**Desde el año 2000, nueve economías de América Latina y el Caribe han recurrido a operaciones de reestructuración de la deuda soberana para atender ya sea una posición fiscal insostenible o presiones de liquidez agudas que comprometían la solvencia.** En este recuadro se analizan tres casos recientes (Jamaica, la República Dominicana y Uruguay), que difieren en su alcance y enfoque. En el caso de Uruguay, el canje de la deuda comprendió bonos denominados en moneda extranjera en poder de no residentes y de instituciones financieras nacionales, contando estas últimas con el respaldo de un fondo financiado por el Estado (Fondo de Estabilidad del Sistema Bancario). En la República Dominicana, la reestructuración estuvo orientada a los acreedores externos tanto privados y oficiales, e involucró acuerdos con el Club de París y el Club de Londres. En Jamaica se canjearon solo títulos domésticos y, dada la alta exposición del sector financiero a la deuda soberana, la operación requirió (como en el caso de Uruguay) el establecimiento de un fondo de respaldo al sector financiero (FSSF, por sus siglas en inglés) para asistir a los bancos en el caso de que el canje de la deuda les generara necesidades de liquidez o de capital. Pese a las diferencias, en los tres casos la reestructuración fue de carácter preventivo y no involucró un recorte del principal.

		Tipo		Deuda involucrada (miles de millones de dólares de EE.UU.)	Como porcentaje del PIB	Cláusulas de acción colectiva / cláusulas de escape	Reducción del valor presente neto	Participación
Uruguay	2003	Preventivo y extensión de plazos	Externa	5.5	46% (50% de la deuda total)	Ambas	13%	93%
República Dominicana	2005	Preventivo y extensión de plazos	Externa	1.1	3.3% (14% de la deuda total)	Si	1.4%	97%
Jamaica	2010	Preventivo y extensión de plazos	Domestica	7.8	65% (47% de la deuda total)	No	15-20%	99.2%

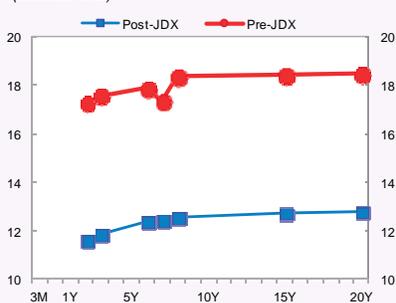
**Impacto.** Las tres reestructuraciones involucraron reducciones significativas del servicio de la deuda en el corto plazo, lo que permitió a los países recomponer sus reservas internacionales en el contexto de un fuerte programa de ajuste fiscal, cuyo compromiso en promedio aumentaba el saldo primario en más del 3% del PIB. Además, las calificaciones de la deuda soberana mejoraron inmediatamente después del canje, y los tres países recuperaron el acceso a los mercados menos de un año más tarde. En el caso de Jamaica, los pagos de intereses se redujeron en un 3½ por ciento del PIB, y se prorrogó el vencimiento promedio cerca de cuatro años. Asimismo, el alivio del servicio de la deuda estuvo acompañado de reducciones de la proporción de obligaciones a tasa variable y denominadas en dólares de EE.UU., lo que trajo consigo un menor riesgo de tasa de interés y de tasa de cambio. Las instituciones financieras no solicitaron acceso al FSSF debido a que las principales fuentes de riesgo para su posición de capital no llegaron a materializarse.

**Lecciones.** Un enfoque transparente, preventivo y en condiciones de mercado, unido a una amplia coordinación con las partes interesadas, emerge como el elemento fundamental en los casos mencionados. Las reestructuraciones se complementaron con un plan de consolidación fiscal creíble y reformas estructurales para promover el crecimiento. En los casos de Uruguay y Jamaica, las reestructuraciones también tuvieron por objeto proteger la estabilidad de sistemas financieros fuertemente expuestos a la deuda soberana, comprometiéndose un volumen significativo de recursos para el fondo de estabilidad respaldado por el Estado, para así elevar el grado de confianza<sup>1</sup>.

Nota: Este recuadro fue preparado por Mariusz Jarmuzek y César Serra.

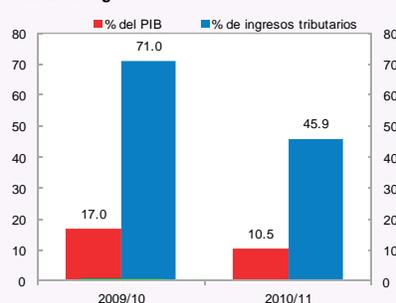
<sup>1</sup> La combinación de recursos fiscales para fondos de estabilidad más el financiamiento otorgado en el marco de programas respaldados por el FMI representó, en promedio, más del 13% del PIB tanto en Jamaica como en Uruguay.

**Jamaica: Curva de rendimiento<sup>1</sup>**  
(Moneda local)



<sup>1</sup> JDx corresponde al programa de canje de deuda del gobierno de Jamaica. El eje horizontal indica el vencimiento en meses y en años.

**Jamaica: Pago de intereses**





## 3. Ciclos de precios de materias primas: los peligros de desaprovechar la bonanza

*Como exportador neto de materias primas, América Latina —y especialmente América del Sur— se ha beneficiado significativamente del auge de precios observado en los últimos años. Sin embargo, en la coyuntura actual, la incertidumbre acerca de las perspectivas económicas mundiales plantea interrogantes en torno a la vulnerabilidad de la región a una fuerte caída de los precios de las materias primas y las políticas que pueden protegerla de tal shock. Este capítulo examina la dependencia de bienes primarios en la región y la historia de episodios de caídas pronunciadas de los precios de estos bienes en las últimas cuatro décadas, para abordar esos interrogantes. Aunque las estructuras de comercio de algunos países ha cambiado, en promedio, América Latina depende hoy de las materias primas tanto como hace 40 años. Y dado que los precios de éstas son muy sensibles a las fluctuaciones económicas mundiales, la región es particularmente vulnerable a una desaceleración del crecimiento global. Sin embargo, encontramos evidencia de que las políticas económicas adoptadas en el período previo a un fuerte deterioro de términos de intercambio — particularmente en casos en que dicho período estuvo caracterizado por un boom — influyen de manera importante en el impacto económico de estos shocks adversos. Limitada flexibilidad cambiaria, una posición externa débil y una política fiscal laxa tienden a amplificar los efectos negativos de estos shocks sobre el producto interno. La dolarización financiera también parece actuar como un “amplificador” de los shocks. Con fundamentos económicos más sólidos en muchas de estas dimensiones, la región parece estar mejor preparada hoy que en el pasado para hacer frente a una caída brusca de los precios de las materias primas.*

### 3.1. Introducción

La creciente incertidumbre en torno a las perspectivas económicas mundiales plantea interrogantes en cuanto a la vulnerabilidad de la región a un cambio de las condiciones externas. En

---

Nota: Este capítulo fue preparado por Gustavo Adler y Sebastián Sosa con asistencia de Alejandro Carrión y Ben Sutton.

particular, ¿cuál sería el impacto de una caída, fuerte y sostenida, de los precios de las materias primas? ¿Qué políticas podrían mitigar ese impacto? ¿Está mejor preparada la región hoy que en el pasado para afrontar un shock de esta naturaleza? El objetivo de este capítulo es responder a estos interrogantes desde una perspectiva histórica del comportamiento de los precios de los bienes primarios, la dependencia de materias primas de la región y los factores determinantes del desempeño económico durante episodios de fuerte caída de términos de intercambio (que, en la mayoría de los casos, son inducidas por movimientos pronunciados de los precios de las materias primas)<sup>1</sup>.

El capítulo está organizado de la siguiente manera: la sección 3.2 presenta hechos estilizados claves sobre los precios de las materias primas, que ponen el *boom* reciente en perspectiva histórica y permiten examinar el comportamiento idiosincrático de los diferentes bienes primarios y el comovimiento entre ellos. La sección 3.3 documenta el grado de dependencia de materias primas y de diversificación exportadora de la región (a lo largo del tiempo y en comparación con las economías emergentes de Asia), resaltando las diferencias más importantes entre subregiones y algunos cambios pronunciados en la estructura de comercio exterior de distintos países. La sección 3.4 examina en qué medida determinadas políticas y fundamentos económicos — particularmente durante la fase de auge del ciclo de precios de los bienes primarios— determinan el impacto en el producto interno de los subsiguientes shocks negativos de términos de intercambio. La

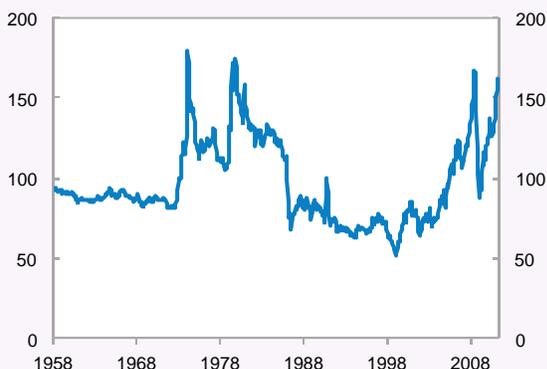
---

<sup>1</sup> Nos concentramos en el efecto de estos shocks en el producto interno bruto. El capítulo 3 de la edición de Septiembre de 2011 de *Perspectivas de la Economía Mundial*, por su parte, examina los efectos de las fluctuaciones de precios internacionales de las materias primas sobre la inflación en economías emergentes y avanzadas (y evalúa las respuestas de política monetaria).

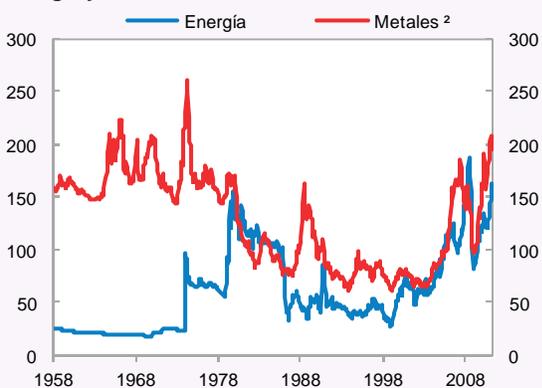
**Gráfico. 3.1. El boom reciente de precios de energía y metales es notable en una perspectiva histórica, no así el de precios de alimentos...**

**Precios de materias primas desde una perspectiva histórica, 1958—2011**<sup>1</sup>  
(Índice en términos reales, 2005= 100)

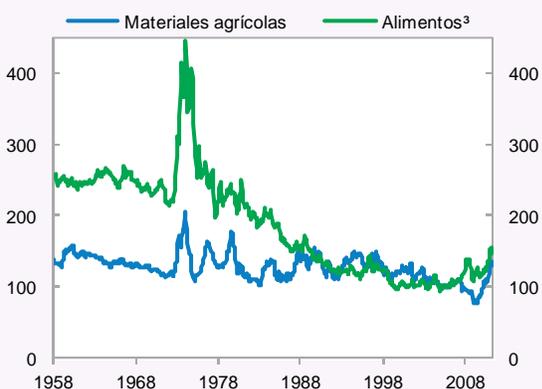
**Índice general**



**Energía y metales**



**Alimentos y materiales agrícolas**



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

<sup>1</sup> Ver pie de página 2 en el texto principal para una explicación de cómo los precios nominales son deflactados para construir las series de precios reales.

<sup>2</sup> Excluye oro y plata.

<sup>3</sup> Incluye alimentos agrícolas, ganaderos y de pesca.

sección 3.5 presenta las principales conclusiones y las implicancias de política económica.

### 3.2. Perspectiva histórica de los precios de las materias primas

Con la excepción de una breve interrupción durante la crisis mundial de 2008-09, los precios de los bienes primarios han aumentado de manera drástica durante la última década; el índice general de precios de materias primas elaborado por el FMI ha alcanzado niveles similares (en términos reales) a los registrados durante los booms de precios de la década de 1970 (gráfico 3.1)<sup>2</sup>.

El *boom* reciente ha sido notable en una perspectiva histórica no solo por su magnitud, sino también porque, a diferencia de la mayoría de los episodios anteriores, ha sido generalizado.

Los precios de energía y de metales (en términos reales) se han triplicado desde 2003 (en el caso de los metales respecto de mínimos históricos observados en tal año), y los niveles actuales se encuentran en torno a los máximos históricos de la década de 1970. Los precios de los alimentos también han subido de una manera notable pero no tan espectacular (alrededor de 50 por ciento desde 2003), y ese incremento ha revertido solo parcialmente la pronunciada tendencia descendente que se observó durante varias décadas. De hecho, los precios actuales de los alimentos aún se encuentran cerca de 50 por ciento por debajo del nivel promedio de los años setenta, y 65 por ciento

<sup>2</sup> Las referencias a precios de materias primas en este capítulo son siempre en términos reales. Los precios de las materias primas —en dólares de EE.UU.— se deflactan por un promedio ponderado de los índices de precios mayoristas (IPM) de cinco países (Alemania, Estados Unidos, Francia, Japón y el Reino Unido) cuyas monedas integran la canasta de los derechos especiales de giro (DEG) del FMI (el euro reemplaza al franco francés y el marco alemán en la era del euro). El IPM de cada país se convierte a dólares de EE.UU. al tipo de cambio promedio del período, y el promedio se calcula usando las ponderaciones de la canasta del DEG. Por lo tanto, nuestro indicador de precios reales de materias primas excluye el impacto mecánico de las variaciones del tipo de cambio entre el dólar de EE.UU. y otras monedas (un efecto numerario debido al hecho que los precios de materias primas se cotizan en dólares de EE.UU.).

por debajo de su nivel máximo. Este patrón es común a la mayoría de los granos exportados por la región (maíz, trigo, arroz, soja, etc.)<sup>3</sup>.

**Cuadro 3.1. Comportamiento de precio de materias primas, 1958–2011<sup>1</sup>**

	Persistencia		Volatilidad
	Coefficiente de autocorrela. (24 meses)	HLS <sup>2</sup> (años)	Desv Est. (dlog) (%)
Energía	0.70	9	8.2
Metales	0.70	9	3.9
Materias primas agrícolas	0.26	2	3.0
Comida	0.80	11	2.9
Cereales <sup>3</sup>	0.58	4	5.8

<sup>1</sup> Basada en datos mensuales.

<sup>2</sup> (HLS) es la duración de tiempo (en años) hasta que el impulso respuesta de un shock unitario a los precios sea la mitad de su magnitud inicial.

<sup>3</sup> Incluye maíz, arroz, soja y trigo.

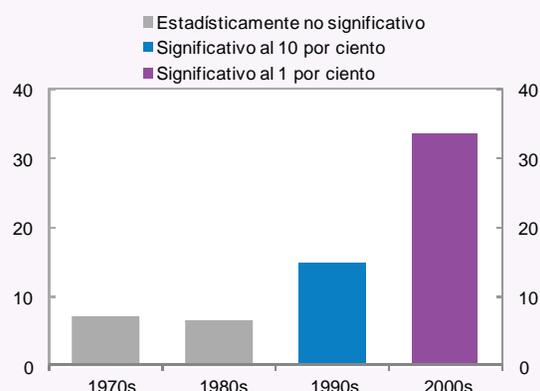
Además, los precios de los alimentos han sido menos volátiles, y sus shocks más persistentes, que los precios de los metales y de la energía (cuadro 3.1) — aunque también existen diferencias marcadas dentro de la categoría de alimentos, ya que los precios de los productos agrícolas suelen exhibir una volatilidad relativamente elevada y una persistencia relativamente baja.

Al mismo tiempo, la sincronía entre los precios de diferentes materias primas ha cambiado significativamente en el tiempo, lo cual refleja la naturaleza variada de los shocks subyacentes. Durante la última década los precios de todas las categorías han tenido un comportamiento muy parecido (gráfico 3.2), debido al papel preponderante de la demanda mundial como factor común determinante de las variaciones de precios. Asimismo, dichos precios han exhibido un alto grado de comovimiento en respuesta a los shocks financieros, como se observó durante la crisis de 2008–09. Sin embargo, en décadas anteriores — y, sobre todo, durante ciclos de *boom* y caída de precios de materias primas —, la correlación fue menor, y en

<sup>3</sup> La evolución de los precios de los materiales básicos agrícolas es parecida a la de los precios de los alimentos, aunque la tendencia decreciente de largo plazo ha sido menos pronunciada.

**Gráfico 3.2. A diferencia de décadas anteriores, los precios de distintas materias primas se comportaron en forma muy parecida en los últimos 10 años.**

**Correlación de precios de las materias primas<sup>1</sup>**  
(Correlación grupal entre categorías, como porcentaje)



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

<sup>1</sup> Basado en correlaciones entre las variaciones porcentuales mensuales de los índices de precios de energía, metales y alimentos del FMI, y en un test de razón de verosimilitud cuya hipótesis nula es que las correlaciones bivariadas son iguales a 0 (es decir, la matriz de correlaciones es igual a la matriz identidad). Ver Valdés (1997) y Pindyck y Rotemberg (1990) para más detalles.

**Cuadro 3.2. Factores globales y precios de materias primas: Análisis de Componentes Principales**

	1970s–80s	2000s
Proporción de la varianza explicada por el primer componente principal	0.63	0.84
Medida de correlación con factores globales <sup>1</sup>		
Alimentos	0.63	0.56
Energía	-0.36	0.59
Metales	0.68	0.58

Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI

<sup>1</sup> Loadings del primer componente principal.

algunos casos incluso negativa. Claros ejemplos son el primer y segundo shock de precios del petróleo de la década de 1970, así como el shock ocurrido a comienzos de la década de 1990 durante la Guerra del Golfo, cuando la caída de la oferta petrolera produjo una desaceleración de la actividad económica mundial, que afectó negativamente a la demanda y a los precios de otras materias primas (gráfico A del Anexo 3.1).

La importancia de factores comunes (globales) subyacentes como determinantes de la evolución de los precios de distintas categorías de materias primas queda confirmada por un análisis estadístico de componentes principales (cuadro 3.2). Para la última

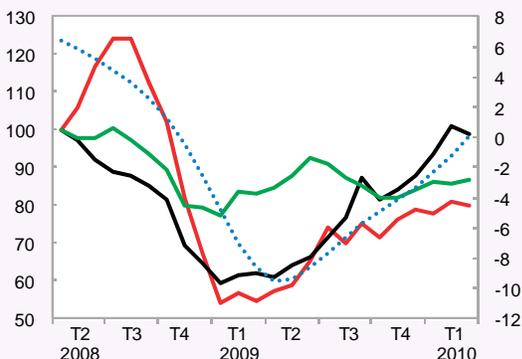
**Gráfico 3.3. Los precios de las materias primas son muy sensibles al ciclo económico mundial, salvo en el caso de los alimentos.**

**Precios de las materias primas durante períodos de recesión, 1960–2010<sup>1</sup>**

— Energía  
— Metales  
— Alimentos  
••• Brecha de producto

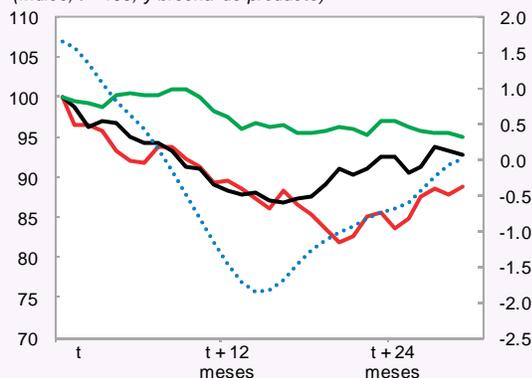
**Recesión mundial 2008/09**

(Índice, marzo 2008 = 100; y brecha de producto)



**Recesiones mundiales previas, 1960–2008**

(Índice, t = 100; y brecha de producto)<sup>2</sup>



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

<sup>1</sup> Recesiones definidas en base de la brecha del producto estimada para economías avanzadas (usando series de producción industrial). Se considera una recesión si la brecha de producto alcanza al menos -1.5 por ciento del producto potencial durante al menos un trimestre. Precio de materias primas en términos reales.

<sup>2</sup> t corresponde al mes del valor máximo del componente cíclico del producto, antes que el producto caiga por debajo del potencial. Sólo los primeros 30 meses son reportados, dado que la duración de las recesiones varía de caso a caso. Se excluyen los shocks petroleros de 1969 y 1973.

década, el primer componente principal explica casi 85 por ciento de la varianza de los precios de las materias primas, y los precios de todas las categorías están positivamente correlacionados con este factor común subyacente. Esto refleja en gran medida la creciente importancia de China en la demanda mundial de bienes primarios<sup>4</sup>. Por el contrario, en la década de 1970 y 1980, el primer componente principal explicaba alrededor de 65 por ciento de la varianza de precios de las materias primas, y aunque estuvo positivamente correlacionado con los precios de metales y alimentos, la correlación con los precios de la energía fue negativa (cuadro 3.2).

Finalmente, a pesar de su alta correlación — en particular más recientemente — una mirada al comportamiento de los precios de los bienes primarios durante las recesiones mundiales (gráfico 3.3) sugiere que existen diferencias notables desde el punto de vista de la sensibilidad al ciclo mundial, siendo los precios de los alimentos significativamente menos sensibles.<sup>5</sup> Así ocurrió durante la Gran Recesión de 2008-09 y otras desaceleraciones en las cuatro últimas décadas. Estas diferencias entre categorías de materias primas sugieren que el grado de vulnerabilidad a una desaceleración económica mundial puede variar significativamente aún dentro del grupo de países exportadores de esta clase de bienes, dependiendo del tipo de productos en los que se especializa cada país.

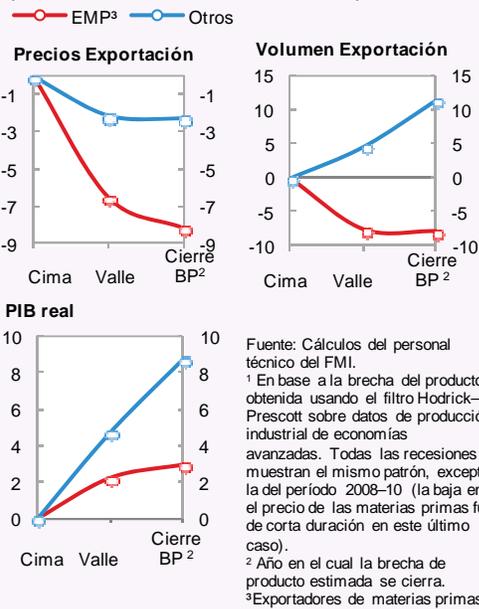
Habiendo sido las recesiones mundiales acompañadas por caídas importantes de los precios de las materias primas, los países exportadores de ellas han sido particularmente afectados (gráfico 3.4). Al mismo tiempo, las recesiones más recientes han estado asociadas, a menudo, con condiciones de

<sup>4</sup> Véanse en las ediciones de septiembre de 2006, abril de 2008 y octubre de 2008 de *Perspectivas de la Economía Mundial* un análisis más a fondo de los factores fundamentales determinantes de los precios de las materias primas en los últimos años.

<sup>5</sup> La menor sensibilidad de los precios de los alimentos a la actividad económica mundial y su menor volatilidad probablemente reflejen una mayor elasticidad de la oferta, así como una menor elasticidad de la demanda con respecto al ingreso (en relación a las otras materias primas).

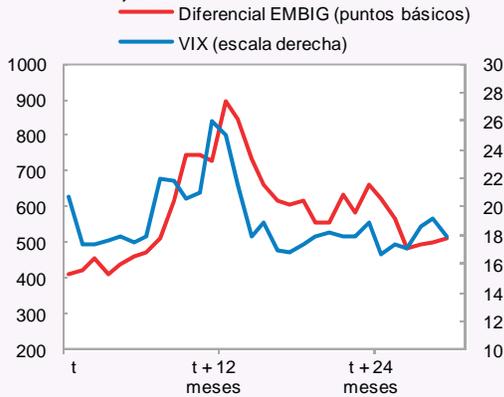
**Gráfico 3.4. Los exportadores de materias primas son más vulnerables al ciclo económico mundial.**

**Desempeño de países exportadores de materias primas y otras economías emergentes durante recesiones mundiales, 1980–2010<sup>1</sup>**  
(Mediana del crecimiento acumulado)



**Gráfico 3.5. Las recesiones más recientes han sido acompañadas por un deterioro de las condiciones financieras mundiales.**

**Condiciones financieras durante recesiones mundiales, 1995–2010<sup>1</sup>**



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.  
<sup>1</sup> Promedio simple. Recesiones definidas en base a la brecha de producto estimadas de las series de producción industrial para mercados avanzados. Una caída es considerada como recesión si la brecha del producto estimada es al menos –1.5 por ciento del producto potencial para al menos un trimestre. (t) corresponde al mes del valor máximo del componente cíclico del producto, antes que el producto caiga por debajo del potencial. Sólo los primeros 30 meses son reportados dado que la duración de las recesiones varía a través de los casos.

financiamiento más restrictivas para los mercados emergentes (gráfico 3.5).

Por consiguiente, la posibilidad de un shock “triple” — es decir, términos de intercambio menos favorables, demanda externa más débil y condiciones financieras internacionales más restrictivas— constituye un riesgo concreto para muchas economías latinoamericanas exportadoras de materias primas<sup>6</sup>.

**3.3. ¿Qué tan dependiente de materias primas es América Latina?**

¿Cuánto depende América Latina de la exportación de bienes primarios? ¿Cómo ha evolucionado esa dependencia con el correr del tiempo? ¿Cómo se compara con las economías emergentes de Asia?

El grado de dependencia de materias primas y su evolución en el tiempo difieren significativamente entre regiones, así como entre las subregiones de América Latina (gráficos 3.6, 3.7 y gráfico B del Anexo 3.1).

- América del Sur es la subregión más dependiente, y esta característica se ha profundizado con el tiempo (las exportaciones netas de materias primas representaban 10 por ciento del PIB en 2010, en comparación con 6 por ciento en 1970). Si bien este aumento ha sido generalizado, los metales y la energía aún constituyen el principal rubro dentro de las exportaciones netas de bienes primarios.
- México y América Central, por el contrario, han registrado una fuerte disminución en su dependencia de materias primas, principalmente al reducirse las exportaciones agrícolas y aumentar las importaciones de energía (como proporción del PIB). La subregión era un gran exportador neto de materias primas en 1970

<sup>6</sup> Una política monetaria más restrictiva en las economías avanzadas podría ser otro factor que empuje a la baja los precios de las materias primas (véase el recuadro 3.1), aunque la probabilidad de que esto suceda a corto plazo es baja.

**Gráfico 3.6. Mientras Sudamérica se ha tornado más dependiente de exportaciones de materias primas, México y América Central—así como Asia emergente—han reducido su dependencia.**

**Dependencia de materias primas en América Latina: Una Comparación Histórica**

**Exportaciones netas de materias primas**  
(Porcentaje del PIB)

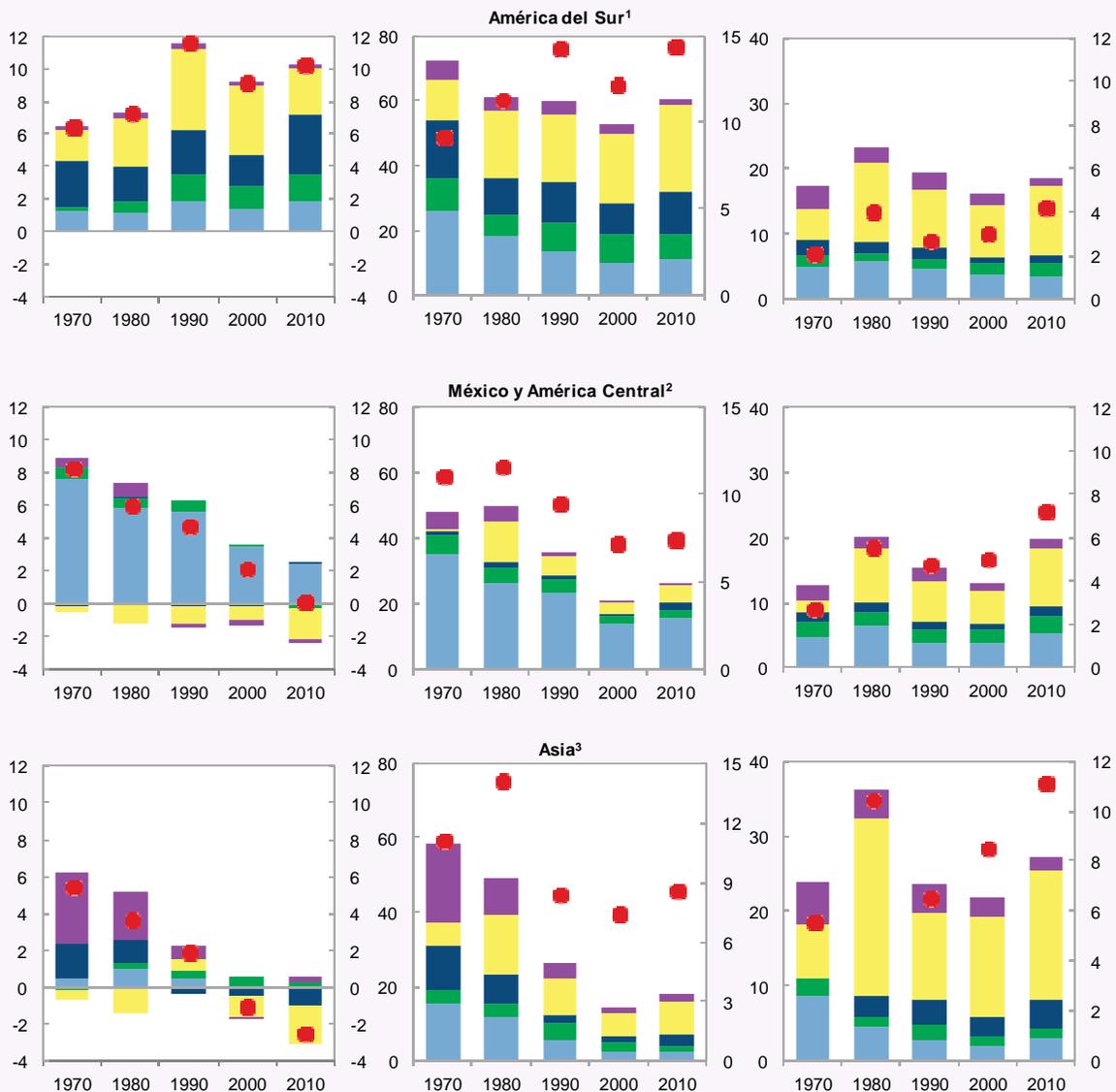
**Exportaciones brutas**  
(Porcentaje de exportaciones totales de bienes y servicios)

**Importaciones brutas**  
(Porcentaje de importaciones totales de bienes y servicios)

■ Agricultura y relacionados  
■ Animales y relacionados  
■ Metales  
■ Energía  
■ Otros  
● Total

■ Agricultura y relacionados  
■ Animales y relacionados  
■ Metales  
■ Energía  
■ Otros  
● Total (porcentaje del PIB, eje derecho)

■ Agricultura y relacionados  
■ Animales y relacionados  
■ Metales  
■ Energía  
■ Otros  
● Total (porcentaje del PIB, eje derecho)



Fuentes: Base de datos World Integrated Trade Solutions; Cálculos del personal técnico del FMI.  
<sup>1</sup> Promedio Simple para Argentina, Brasil, Chile, Colombia, Ecuador, Perú, Uruguay, y Venezuela.  
<sup>2</sup> Promedio Simple para México, Costa Rica, El Salvador, y Guatemala.  
<sup>3</sup> Promedio Simple para China, India, Indonesia, Corea, Malasia, Filipinas y Tailandia.

(8 por ciento del PIB), y actualmente presenta un equilibrio en su balance comercial de estos bienes (es aún exportador neto de productos agrícolas pero ahora también es importador neto de energía).

- Las economías emergentes de Asia presentan tendencias muy diferentes de las observadas en América Latina, habiendo pasado de ser exportadores netos de productos primarios en 1970 (alrededor de 6 por ciento del PIB) a ser importadores netos en 2010 (casi 3 por ciento del PIB). Esta transformación se debe principalmente a una fuerte disminución de las exportaciones netas de materiales básicos (no alimenticios) y a un aumento de las importaciones netas de energía y metales. La mayoría de las economías emergentes grandes de Asia son en la actualidad importadores netos de energía.

Aunque debido a la creciente dependencia de materias primas (como porcentaje del PIB) algunos países de la región son más vulnerables a shocks de precios de estos productos, el incremento aún más pronunciado de las exportaciones de otros bienes y servicios (la apertura comercial ha aumentado de manera significativa) ha conducido en muchos casos a una estructura de exportación más diversificada, lo cual posiblemente signifique que estas economías tienen más flexibilidad para ajustarse a shocks de precios de bienes primarios<sup>7</sup> (gráficos 3.6, 3.7 y gráfico C del Anexo 3.1).

<sup>7</sup> Algunos autores (por ejemplo, Calvo y Talvi, 2005) han señalado este factor de fortaleza subrayando la importancia del tamaño relativo del sector de bienes transables (en relación al sector de bienes no transables) en la capacidad de la economía para ajustarse a un shock externo adverso. Un sector de bienes transables de mayor tamaño implicaría una menor depreciación del tipo de cambio real para restablecer la sustentabilidad externa en caso de un shock negativo. En este sentido, el aumento de la vulnerabilidad provocado por una creciente proporción de exportaciones de materias primas con respecto al PIB sería compensado en parte por la mayor flexibilidad producto del aumento aún más pronunciado de las exportaciones de otros bienes.

**Gráfico 3.7. La región aun es altamente dependiente de materias primas.**

**Dependencia de materias primas y diversificación de exportaciones en América Latina, 2010**



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

- Varios países de América del Sur (Argentina, Brasil y Uruguay) han diversificado su estructura de exportaciones hacia productos que no son primarios, aunque éstos en promedio aún representan el 60 por ciento de las exportaciones totales de bienes y servicios de la región. Es interesante que esta diversificación no ha

ocurrido en el caso de los grandes exportadores de metales o energía (Chile, Colombia, Ecuador, Perú y Venezuela).

- En México y América Central, la importancia de las exportaciones de materias primas se ha reducido a la mitad (de 50 por ciento a alrededor de 25 por ciento de las exportaciones totales) entre 1970–80 y 2010.
- La diversificación de las economías emergentes de Asia ha sido aún más pronunciada, habiendo las exportaciones de materias primas disminuido de alrededor de 60 por ciento de las exportaciones totales en la década de 1970 a menos de 20 por ciento en 2010.

Por último, en muchos países los cambios en el nivel de dependencia de bienes primarios también han estado impulsados, al menos en parte, por las crecientes importaciones de estos productos, reflejando principalmente una mayor necesidad de energía en las economías emergentes en rápida expansión.

- Las importaciones de materias primas de América Latina han registrado un marcado aumento como porcentaje del PIB, aunque no como proporción de las importaciones totales. Energía continúa siendo la principal categoría de importaciones de bienes primarios de la región en su conjunto.
- En las economías emergentes de Asia se observa un patrón parecido, a excepción de China, donde las importaciones de materias primas ha aumentado como proporción de las importaciones totales y también como porcentaje del PIB.

En conclusión, América Latina continúa, en promedio, tan expuesta al ‘riesgo de materias primas’ como hace cuatro décadas, lo cual la hace muy vulnerable a una fuerte caída de los precios de éstas. Al mismo tiempo, la mayor diversificación (dado que las exportaciones de otros productos han crecido aún más) significa que posiblemente muchos de estos países tienen mayor flexibilidad para amortiguar shocks de esta naturaleza. Sin embargo,

ese no es el caso de los exportadores netos de energía y metales, que hoy son particularmente vulnerables a una desaceleración económica mundial, en vista tanto de su mayor dependencia de materias primas como de la mayor concentración de sus exportaciones en tales bienes — sobre todo teniendo en cuenta que esta mayor concentración está centrada justamente en aquellos productos cuyos precios son más sensibles al ciclo económico mundial (recuadro 3.2)<sup>8</sup>.

### 3.4. ¿Qué factores determinan el desempeño económico ante un colapso de términos de intercambio?

Aunque la fuerte dependencia de materias primas significa que los países de la región son vulnerables a un cambio de tendencia de sus precios, el potencial impacto económico de estos shocks no es obvio. Esto se debe en parte a que el grado de dependencia de productos primarios varía entre un país y otro, pero también a otro factor de mayor importancia: el hecho que las políticas y los fundamentos económicos desempeñan un papel importante en la amortiguación o amplificación de dichos efectos.

Además, la frecuente coincidencia de shocks de términos de intercambio y otros shocks externos (financieros o del crecimiento mundial) significa que es intrínsecamente difícil identificar el impacto directo de los shocks de precios sin un análisis multivariado (que permita distinguir los efectos de diferentes factores externos y sus interacciones con los fundamentos económicos de una economía).

Esta sección presenta dos metodologías complementarias para estudiar los determinantes del desempeño macroeconómico durante episodios de fuerte caída de términos de intercambio — que responden en la mayoría de los casos a shocks de

<sup>8</sup> Sin embargo, en última instancia, el grado de vulnerabilidad de una economía está determinado también por la flexibilidad y la fortaleza de su marco de política económica. La influencia de las políticas en el impacto de los shocks se analiza en la sección siguiente.

precios de materias primas —, dentro de un enfoque multivariado. El objetivo es explicar si las políticas y los fundamentos económicos de un país pueden alterar el impacto de estos shocks externos adversos, y en qué medida. Nos centramos en grandes variaciones de términos de intercambio, dado que los fundamentos económicos de un país probablemente desempeñen un papel más importante cuando los shocks son profundos (la flexibilidad de los marcos de política económica resulta más crítica cuando es necesario un ajuste económico de gran alcance).

La primera metodología es un *análisis de corte transversal* ('*cross-section*') de episodios de fuertes shocks negativos de términos de intercambio ocurridos entre 1970 y 2010 para una muestra de 64 economías emergentes y economías avanzadas exportadoras de materias primas. Tras documentar el comportamiento de variables macroeconómicas críticas durante estos episodios, estudiamos el papel de los fundamentos económicos como determinantes del impacto del shock de precios externos en el producto interno.

Este enfoque se complementa con un ejercicio similar con datos de panel, que nos permite examinar la importancia de determinadas variables sobre las que se dispone de datos confiables únicamente para períodos más recientes (por ejemplo, el grado de dolarización y la posición fiscal).

A diferencia de otros estudios — que se centran en el indicador tradicional de términos de intercambio (precios de exportación sobre precios de importación) —, empleamos una medida (ajustada) que captura la magnitud del efecto ingreso de las variaciones de precios de comercio exterior, teniendo en cuenta las posiciones iniciales de las razones de exportaciones/PIB e importaciones/PIB (es decir, se mide el impacto directo sobre la balanza comercial del shock de precios, para dados

volúmenes de exportaciones e importaciones)<sup>9</sup>. Específicamente:

$$TI_t^A = \widehat{P}_t^X \left( \frac{X_{t-1}}{PIB_{t-1}} \right) - \widehat{P}_t^M \left( \frac{M_{t-1}}{PIB_{t-1}} \right);$$

donde  $\widehat{P}_t^X$  y  $\widehat{P}_t^M$  denotan la variación porcentual de los deflatores de exportaciones e importaciones, respectivamente, y  $\frac{X_{t-1}}{PIB_{t-1}}$  y  $\frac{M_{t-1}}{PIB_{t-1}}$  son las razones de exportaciones/PIB e importaciones/PIB del año anterior.

### Análisis de corte transversal

Usando análisis de corte transversal se evalúa si los fundamentos económicos de distintos países al momento del shock pueden explicar las diferencias observadas en sus desempeños macroeconómicos a lo largo (es decir, de pico a valle) de los episodios de fuerte caída de términos de intercambio. Se identifican los episodios teniendo en cuenta si un país ha experimentado un deterioro acumulado de términos de intercambio (ajustados) de 3 puntos porcentuales del PIB o más, de pico a valle (con variaciones negativas durante al menos dos años consecutivos)<sup>10</sup>.

<sup>9</sup> Este indicador puede ser interpretado como una combinación de la medida tradicional de términos de intercambio y la de apertura comercial. No se intenta capturar la capacidad de la economía para ajustarse a un shock de precios externos —como lo plantea Calvo y Talvi, 2005—, sino su efecto (ingreso) directo en la balanza comercial. Los resultados econométricos confirman que este indicador de términos de intercambio es más informativo que la medida tradicional de precios de exportación sobre precios de importación, dado que esta última no produce resultados estadísticamente significativos.

<sup>10</sup> El umbral es, en cierta medida, arbitrario. Está fijado en un nivel relativamente alto para permitir la identificación de un impacto económico y, al mismo tiempo, no demasiado alto para mantener un tamaño razonable de la muestra. Como se requiere al menos dos años seguidos de caída de términos de intercambio, nuestra muestra no incluye ningún episodio durante la crisis mundial de 2008-09, dado que la caída de los precios de las materias primas resultó efímera.



Este criterio identifica 98 episodios (gráfico 3.8)<sup>11</sup>. Es interesante señalar que, aunque muchos de los episodios corresponden a los shocks de precios de materias primas de las décadas de 1970 y 1980, hay también una cantidad considerable en las dos últimas décadas, aunque estos últimos fueron más bien shocks que afectaron a países importadores de materias primas — causados por aumentos de precios de importación, no por la caída de precios de exportación. En la mayoría de los casos, los shocks de términos de intercambio han sido bastante persistentes: entre el nivel de precios máximo y el mínimo transcurre en promedio 4½ años. Se observa una varianza alta tanto en la magnitud de estos shocks como en la evolución del producto durante los episodios, lo cual sugiere que, a pesar de ser considerables, el tamaño de los shocks de precios no puede explicar por sí solo las diferencias en el desempeño macroeconómico de los países (gráfico 3.9). De hecho, solo en dos tercios de los episodios se observa un crecimiento acumulado del producto negativo (en relación con el crecimiento promedio anterior al shock), y esa fracción disminuye a la mitad en la submuestra de episodios ocurridos durante la década de 2000<sup>12</sup>.

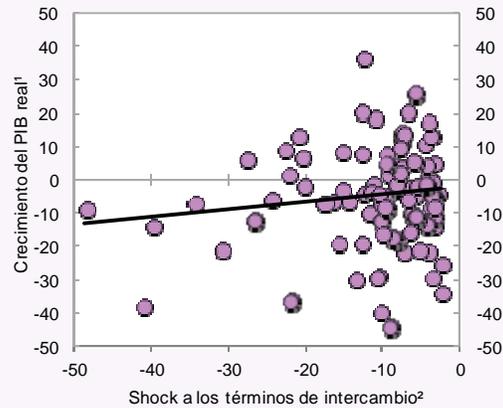
Un desglose por región indica que, ante shocks de magnitud parecida, América Latina parece haberse visto más afectada que otras regiones (gráfico 3.10). Como nuestra medida de términos de intercambio ya tiene en cuenta el grado de apertura comercial de los países, esta disparidad en el impacto económico sugiere que otros fundamentos económicos pueden haber contribuido a amplificar el impacto de estos shocks.

<sup>11</sup> La muestra de países incluye tanto exportadores como importadores netos de materias primas. Esto permite distinguir el efecto de los shocks de precios de otros shocks externos que pueden estar altamente correlacionados con ellos (por ejemplo, el crecimiento mundial). Los shocks de términos de intercambio generados por cambios en los precios de exportaciones no parecen tener un impacto diferente de los generados por cambios en los precios de las importaciones (véase el recuadro 3.3).

<sup>12</sup> Esto refleja la importancia de otros factores externos, ya que el último período estuvo caracterizado por un fuerte crecimiento mundial y condiciones financieras favorables.

**Gráfico 3.9. El tamaño de los shocks de términos de intercambio no puede explicar, por sí solo, las diferencias de desempeño económico entre países.**

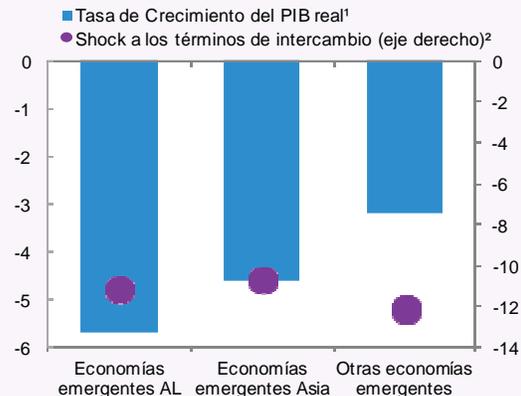
**Shock a los términos de intercambio y crecimiento del PIB real**  
(Acumulado, de la cima al valle)



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.  
<sup>1</sup> Diferencia acumulada respecto a la tasa de crecimiento previa a la caída ( $t-3$  to  $t$ ).  $t$  es el último año antes de la caída de los términos de intercambio.  
<sup>2</sup> Efecto directo acumulado de términos de intercambio (ajustados), como porcentaje del PIB.

**Gráfico 3.10. América Latina parece ser más vulnerable a shocks de términos de intercambio que otras economías emergentes.**

**Desempeño por región**  
(Porcentaje, promedios simples)



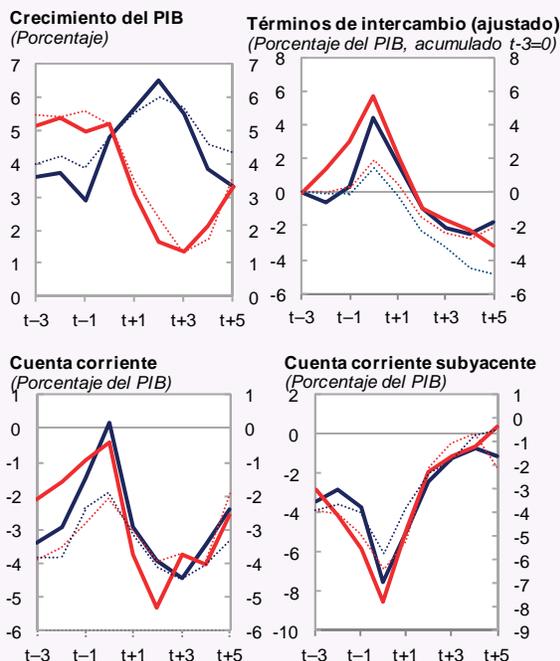
Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.  
<sup>1</sup> Diferencia acumulada respecto a la tasa de crecimiento en el período pre caída ( $t-3$  to  $t-1$ ), en puntos porcentuales.  
<sup>2</sup> Efecto directo acumulado de términos de intercambio (ajustados), como porcentaje del PIB.

Una mirada a la dinámica de algunas variables macroeconómicas claves durante los episodios, comparando economías con mejor y peor desempeño (en términos de crecimiento del PIB), muestra algunos hechos estilizados interesantes (gráfico 3.11):

**Gráfico 3.11. Países con mejor desempeño no parecen haber tenido mejores precios externos durante episodios de shocks negativos de términos de intercambio.**

**Fundamentos de los países con mejor y peor desempeño ante caída de términos de intercambio<sup>1</sup>**  
(Centrado en *t* - punto máximo de términos de intercambio)

— Media de países con mejor desempeño  
 ..... Mediana de países con mejor desempeño  
 — Media de países con peor desempeño  
 ..... Mediana de países con peor desempeño



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

<sup>1</sup> Estadísticas de la mitad superior e inferior de la muestra de episodios, ordenada en base al promedio de la tasa de crecimiento del PIB en [t+1,t+3] relativo al promedio previo al episodio [t-3,t-1].

- Existe una diferencia considerable entre las economías con mejor y peor desempeño; la evidencia sugiere que los países que crecieron con más rapidez antes del shock (mientras las condiciones externas eran favorables) sufrieron más cuando la situación se revirtió.
- Es interesante observar que estos dos grupos no parecen haber enfrentado precios significativamente diferentes en su comercio exterior.
- Como la mayor parte de los episodios de desplome de los precios estuvieron precedidos

por mejoras de términos de intercambio, los saldos en cuenta corriente en muchos casos se fortalecieron antes del shock negativo.

- Sin embargo, las cuentas corrientes subyacentes (depuradas de las variaciones de términos de intercambio) se debilitaron de manera pronunciada, una característica muy parecida a la situación actual de América Latina.

En conclusión, el desempeño macroeconómico durante estos episodios parece reflejar más que el mero efecto de los términos de intercambio, dado que los países expuestos a una dinámica de precios más favorable no parecen haber tenido mejores resultados que el resto (recuadro 3.4). Estos hechos estilizados reafirman la necesidad de un análisis de enfoque multivariado para examinar debidamente los determinantes de la evolución del producto doméstico frente a fuertes shocks de términos de intercambio.

Con ese objetivo, primero estimamos un modelo simple para identificar el rol de los fundamentos económicos en el desempeño del producto durante estos episodios, controlando por la magnitud del shock y otros factores externos. La especificación es la siguiente:

$$Y_i = \alpha + \beta_0 TI_i^A + \beta'_k X_i + \beta'_j Z_i + \varepsilon_i$$

donde  $Y_i$  es el desempeño del producto en el episodio  $i$ , (medido como la diferencia acumulada entre el crecimiento anual durante el episodio y la tasa de crecimiento promedio en el período anterior al episodio)<sup>13</sup>;  $TI_i^A$  es la variación acumulada de términos de intercambio (ajustados) durante el episodio  $i$ ;  $X_i$  es un vector de variables que refleja los fundamentos económicos y las políticas que precedieron al shock, y  $Z_i$  es un vector de controles (factores externos). Nos enfocamos en las

<sup>13</sup> La tasa de crecimiento promedio se calcula en base a los cinco años anteriores al shock. También usamos los tres años anteriores al shock, y los principales resultados no cambian significativamente.

siguientes variables explicativas que, en diferente medida, reflejan políticas económicas<sup>14</sup>:

- La posición externa, reflejada en la cuenta corriente, la deuda externa o las reservas internacionales (ya sea el nivel en el momento del shock o el cambio en los tres años anteriores).
- Un indicador de flexibilidad cambiaria “de facto”, sobre la base de la clasificación de Ilzetki, Reinhart y Rogoff (2008)<sup>15</sup>.
- Un indicador de *boom* de crédito durante los tres años previos al shock, identificado según los criterios de Gourinchas, Landerretche y Valdes (2001) o de Mendoza y Terrones (2008).

Analizamos también el posible rol del grado de apertura financiera, que podría determinar la capacidad de un país para obtener financiamiento externo para amortiguar el shock. Usamos un indicador de apertura de la cuenta de capital basado en el índice elaborado por Chinn e Ito (2008), así como un indicador de integración financiera internacional, calculada como la suma de los activos y pasivos externos totales del país — como porcentaje del PIB — en base a la versión actualizada y ampliada de la base de datos de Lane y Milesi-Ferretti (2007)<sup>16</sup>.

No se incluyen en esta metodología las variables fiscales ni del sector financiero. En el caso de las variables fiscales esto se debe a deficiencias en la calidad de los datos o la cobertura para episodios que se remontan a la década de 1970 y 1980. En el caso de las variables financieras (especialmente, la dolarización financiera), la insuficiente varianza entre episodios de esas décadas también impide un examen econométrico adecuado. Sin embargo, estas

variables se analizan en el enfoque con datos de panel presentado en la próxima sección.

Las variables de factores externos utilizadas como controles incluyen la demanda mundial (aproximada por el crecimiento real del PIB mundial) y las condiciones financieras internacionales (capturadas por el índice de volatilidad de mercado de la Bolsa de Opciones de Chicago, VIX, y el rendimiento de los bonos del Tesoro estadounidense a 10 años).

Yendo “de lo específico a lo general”, primero estimamos una regresión del desempeño del producto sobre cada uno de los fundamentos económicos, controlando por la magnitud del shock y las condiciones externas. A continuación, incluimos todos los fundamentos económicos pertinentes (y las variables de control) en una sola regresión. Un valor negativo de nuestra variable dependiente indica una pérdida de producto; por ende, un coeficiente positivo (negativo) para una variable explicativa implica que esta amortigua (exacerba) el impacto negativo en el producto del shock de términos de intercambio.

Los principales resultados son los siguientes (gráfico 3.12 y cuadro 3.3)<sup>17</sup>:

La pérdida de producto es menor en los países con una posición externa más sólida, reflejada en cualquiera de los indicadores de la cuenta corriente (columnas 1–2 y 6–9 del cuadro). El resultado se mantiene si se controla por la variación de los términos de intercambio en los tres años anteriores al shock, lo cual sugiere que los países cuya posición subyacente de cuenta corriente es más débil (o está empeorando) por lo general muestran peor

<sup>14</sup> Todas las variables explicativas, así como las variables de control, se detallan en el anexo 3.2.

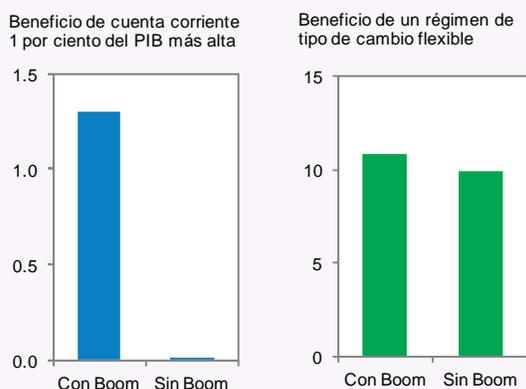
<sup>15</sup> Estudiamos también otro indicador basado en la desviación estándar de las variaciones porcentuales mensuales del tipo de cambio nominal (durante una ventana de 12 meses).

<sup>16</sup> El uso de dos indicadores diferentes de la apertura financiera nos permite interpretar los resultados de la regresión. Véase la discusión de estos más adelante.

<sup>17</sup> Las regresiones se estiman utilizando mínimos cuadrados ordinarios con errores estándar robustos. En aras de la brevedad, en el cuadro 3.3 omitimos los coeficientes de los controles externos. Los resultados pueden subestimar el efecto de los shocks de términos de intercambio en la medida en que algunos movimientos de precios surgen de shocks idiosincráticos en países que representan una gran proporción de la oferta mundial de ciertas materias primas (por ejemplo, un aumento imprevisto de la producción de cobre en Chile que lleve a una caída del precio internacional del cobre y, por lo tanto, de los términos de intercambio de Chile).

**Gráfico 3.12. ¿Importa si la caída fue precedida por un boom de precios de materias primas?**

**Políticas y comportamiento del producto: ¿Importa si la caída estuvo precedida por un boom de términos de intercambio (TI)?**  
(Porcentaje del crecimiento del PIB)<sup>1</sup>



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

<sup>1</sup> Impacto sobre la tasa de crecimiento acumulado del PIB durante el episodio, según definición en el texto principal. Basado en la columna 10 de la Tabla 3.3. Un boom de términos de intercambio refleja el incremento en términos de intercambio ajustados (antes de la caída) del percentil 75 de la muestra (alrededor de un 6 por ciento). Sin boom refleja el incremento del percentil 25 de la muestra (cerca de 0).

desempeño ante una fuerte caída de sus términos de intercambio.

- Además, el impacto negativo de una posición externa débil es más profundo cuanto mayor es el boom de términos de intercambio precedente (columnas 10–11).
- Existe evidencia sólida de que la caída del producto es menor en los países con regímenes cambiarios más flexibles (véanse las columnas 3-4 y 6–11), lo cual respalda la idea de que la flexibilidad cambiaria refuerza significativamente la capacidad de la economía para ajustarse ante shocks externos reales.
- No encontramos evidencia de que la posición de deuda externa (o pública) explique diferencias de desempeño<sup>18</sup>. Tampoco parecen haber influido ni

<sup>18</sup> Esto puede deberse a que los países con políticas más sólidas por lo general tienen un mayor acceso a los mercados de crédito y pueden mantener niveles de deuda más elevados sin despertar inquietudes en torno a la sustentabilidad de la misma.

las reservas internacionales ni los booms de crédito<sup>19</sup>.

- Una mayor apertura de la cuenta de capital parece estar asociada a costos mayores en términos del producto (columnas 5–10), lo cual sugiere que la entrada de capitales ha sido procíclica en los episodios de la muestra, al menos en promedio. Sin embargo, el grado de prociclicidad del capital probablemente dependa de la calidad de los fundamentos económicos del país<sup>20</sup>. De hecho, si se utiliza el indicador de integración financiera internacional, el resultado se invierte. Esto se debe a que este último captura mejor la interacción entre el grado de apertura financiera y la calidad de los fundamentos (ya que los países más integrados financieramente al resto del mundo suelen ser aquellos con buenos fundamentos y cuentas de capital más abiertas). Estos resultados sugieren que la apertura financiera contribuye a amortiguar el shock cuando los fundamentos económicos son sólidos, pero podría exacerbarlo cuando son débiles.
- Por último, hay evidencia sólida de que otros factores externos (sobre todo las tasas de interés internacionales y el grado de aversión al riesgo) son también determinantes significativos del desempeño del producto durante episodios de desplome de términos de intercambio.

<sup>19</sup> La falta de significación de las reservas internacionales podría reflejar el hecho de que, en muchos casos, las autoridades monetarias son renuentes a utilizar reservas para amortiguar shocks externos negativos. Así parece haber ocurrido, por ejemplo, durante la crisis financiera mundial de 2008, cuando ni siquiera los países con grandes volúmenes de reservas redujeron significativamente sus tenencias.

<sup>20</sup> Esta salvedad es especialmente importante para nuestro estudio, ya que muchos de los episodios identificados en la década de 1970 y 1980 exhiben marcos de política económica relativamente débiles. De hecho, existe una gran cantidad de estudios que apuntan a los efectos contraproducentes de una liberalización prematura de la cuenta de capital en países en desarrollo con fundamentos débiles.

Cuadro 3.3. Resultados de enfoque de corte transversal<sup>1</sup>

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)
<i>Variable dependiente: Tasa de crecimiento acumulada durante el episodio, relativo a la tendencia del crecimiento (Yi)</i>											
<i>TI<sup>A</sup></i> <sup>2</sup>	0.264 (0.23)	0.284* (0.17)	0.205 (0.20)	-0.113 (0.19)	0.160 (0.15)	0.0916 (0.26)	0.0115 (0.27)	0.159 (0.23)	0.0197 (0.22)	0.135 (0.199)	0.0959 (0.200)
<i>CC</i> (% del PIB, nivel en <i>t</i> ) <sup>3</sup>	0.568* (0.29)					0.615+ (0.42)	0.648* (0.37)			-0.105 (0.37)	-0.101 (0.36)
<i>CC_2</i> (% del PIB, cambio <i>t-3, t</i> ) <sup>3</sup>		0.503** (0.20)						0.557* (0.30)	0.456** (0.23)		
<i>Régimen TC</i> <sup>4</sup>			-10.59** (4.43)			-9.084* (4.57)		-10.50** (4.74)		-9.589* (4.80)	-13.54*** (4.59)
<i>Vol TC</i> <sup>5</sup>				0.946*** (0.32)			0.707** (0.34)		0.701** (0.32)		
<i>Apertura CK</i> <sup>6</sup>					-2.030* (1.21)	-1.755 (1.50)	-2.036 (1.50)	-1.567 (1.58)	-1.991 (1.45)	-2.339+ (1.45)	
<i>Integ.Fin.</i> <sup>7</sup>											0.071*** (0.02)
<i>CC x TI<sup>A</sup> Prev</i> <sup>8</sup>										0.222*** (0.08)	0.133** (0.06)
<i>Régimen TC x TI<sup>A</sup> Prev</i> <sup>8</sup>										-0.277 (0.51)	-0.209 (0.48)
<i>TI<sup>A</sup> Prev</i> <sup>8</sup>										0.129 (0.48)	0.191 (0.44)
<i>Constante</i>	-1.27 (2.75)	-3.43 (2.34)	0.62 (2.70)	-7.70** (2.97)	-3.86 (2.40)	-0.29 (3.19)	-5.68** (2.83)	-1.35 (2.67)	-7.57*** (2.78)	-0.86 (3.25)	-6.60 (4.36)
Número de observaciones	91	93	79	68	92	70	64	73	66	70	70
<i>R</i> <sup>2</sup>	0.103	0.114	0.131	0.119	0.102	0.207	0.213	0.211	0.206	0.305	0.332

Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

<sup>1</sup> Regresiones estimadas usando MCO con errores estándares robustos (entre paréntesis). Regresiones incluyen controles de factores globales (coeficientes no mostrados).<sup>2</sup> Cambio acumulado de los términos de intercambio ajustados, de la cima al valle.<sup>3</sup> Saldo de cuenta corriente como porcentaje del PIB, en el período *t* o variación de *t-3* a *t*, según se indica.<sup>4</sup> Flexibilidad del tipo de cambio, basado en el índice de facto de Ilzetzki, Reinhart, y Rogoff (2008), en el período *t*. Dummy = 1 si índice está entre 1 y 4 (fijo), 0 entre 4 y 13<sup>5</sup> Desviación estándar de los cambios porcentuales mensuales del tipo de cambio nominal (sobre una ventana de 12 meses).<sup>6</sup> Índice de apertura de cuenta de capitales de Chinn e Ito (2008), promedio de *t-2* a *t*.<sup>7</sup> Medida de integración financiera, definida como la suma de los activos totales externos y las obligaciones totales externas (porcentaje del PIB).<sup>8</sup> Cambio acumulado de la medida de términos de intercambio ajustado, en un período de 3 años antes del shock.\*\*\*  $p < 0.01$ , \*\*  $p < 0.05$ , \*  $p < 0.1$ , +  $p < 0.15$ .

## Análisis con datos de panel

Muchos de los episodios identificados en la metodología anterior se remontan a la década de 1970 y 1980. Como ya se mencionó, esto hace difícil evaluar la importancia de algunas características fiscales y del sector financiero, en el primer caso debido a la falta de disponibilidad o de calidad de los datos, y en el segundo, a la varianza insuficiente entre países y a lo largo del tiempo durante esas décadas; un ejemplo de esto último es la dolarización financiera, un fenómeno que recién surgió en los años ochenta, en parte como consecuencia del proceso generalizado de liberalización financiera. Por consiguiente, complementamos el análisis de corte transversal con un enfoque con datos de panel que nos permite aprovechar la dimensión temporal de las variables fiscales y financieras, sobre las cuales hay datos recientes más confiables y con mayor varianza.

Como en la metodología previa, nuestro interés está centrado en evaluar la potencial función “amplificadora” de ciertos fundamentos económicos en lo que se refiere al impacto de shocks profundos y negativos a los términos de intercambio. Estimamos la siguiente especificación en una configuración de panel con efectos fijos:

$$\hat{y}_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 TI_{i,t}^A + \beta_2 \mathbf{X}_{i,t} + \beta_3 \mathbf{F}_{i,t} I_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

donde  $\hat{y}_{i,t}$  es el crecimiento del PIB real del país  $i$  en el año  $t$ ,  $TI_{i,t}^A$  es el indicador (ajustado) de términos de intercambio;  $\mathbf{X}_{i,t}$  es un vector de variables de control exógenas (que incluye el crecimiento del PIB real mundial, el rendimiento de los bonos del Tesoro estadounidense a 10 años y el índice VIX);  $I_{i,t}$  es una variable que toma el valor del shock de términos de intercambio en el año  $t$  ( $TI_{i,t}^A$ ) si este está por debajo de un umbral determinado (fijado en -1,5 puntos porcentuales del PIB en nuestra estimación de

referencia)<sup>21</sup>; y  $\mathbf{F}_{i,t}$  es un vector de los fundamentos económicos del país  $i$  que amplifican (o tienen el potencial de amplificar) el impacto del shock de términos de intercambio. Lo que nos interesa es el vector de coeficientes  $\beta_3$ , que permite ver cuáles, y en qué medida, fundamentos económicos pueden exacerbar el efecto de estos shocks<sup>22</sup>.

Se analiza el siguiente conjunto de fundamentos macroeconómicos:

- Deuda pública y externa, cuenta corriente y activos externos netos (como porcentaje del PIB).
- El indicador de la flexibilidad cambiaria “de facto” descrito en la sección anterior.
- Un indicador de la dolarización financiera, definida como la proporción de depósitos en moneda extranjera dentro de los depósitos totales del sistema bancario. Empleamos la base de datos de Levy-Yeyati (2006), pero la ampliamos (usando información de fuentes múltiples, como informes del personal técnico del FMI, estudios académicos y documentos de los países) para extender la serie hasta la década de 1970 para un número de países.
- El saldo fiscal primario, como porcentaje del PIB, como una medida de la posición fiscal.
- El grado de apertura de la cuenta de capital, basado en el índice de Chinn e Ito (2008),

<sup>21</sup> Este umbral implica que alrededor de 20 por ciento de las observaciones anuales se consideran shocks profundos y negativos.

<sup>22</sup> Con esta especificación, el efecto marginal *directo* de un shock profundo y negativo a los términos de intercambio puede calcularse como  $(\beta_1 + \beta_3' \mathbf{F}_{EM})$ , donde  $\mathbf{F}_{EM}$  es el vector de los fundamentos económicos evaluado en el valor promedio de la muestra de países. El efecto de amplificación de las políticas del país  $i$  (en relación a un país promedio), por otra parte, puede calcularse como  $\beta_3' (\mathbf{F}_{i,t} - \mathbf{F}_{EM})$ . Los resultados son robustos a otra especificación que incorpora el nivel de las variables de política económica, además de sus interacciones con  $I_{i,t}$ . También se confirman si la variable dependiente se mide en términos relativo a una medida de crecimiento potencial (aproximado por el promedio móvil de 10 años).

normalizado para abarcar desde 0 a 1, siendo 1 el máximo de apertura.

- El indicador de integración financiera internacional descrito anteriormente.

Estimamos dos especificaciones del modelo. La primera examina en qué medida las políticas amplifican o mitigan el impacto de *todas* los shocks profundos y negativos (equivalentes, por lo menos, a 1½ por ciento del PIB). La segunda examina el caso particular de shocks profundos y negativos (nuevamente de por lo menos 1½ por ciento del PIB) pero que estuvieron *precedidos por una mejora de términos de intercambio* en los tres años anteriores<sup>23</sup>. Esta segunda especificación nos permite investigar específicamente en qué medida las políticas adoptadas durante la fase de bonanza de los “ciclos de auge y caída” de precios determinan el impacto de los shocks negativos subsiguientes.

Los resultados revelan varios puntos interesantes (cuadro 3.4):

- Aunque los términos de intercambio parecen explicar una parte relativamente pequeña de la varianza del crecimiento (véase el R<sup>2</sup> de la columna 1), la estimación captura un efecto claro y estadísticamente significativo: un shock negativo de términos de intercambio equivalente a 1 punto porcentual del PIB daría lugar a una disminución del crecimiento de 0,13 por ciento en el mismo año del shock y de 0,08 por ciento en el segundo año<sup>24</sup>.

<sup>23</sup> En el primer caso, la variable  $I_{i,t}$  toma el valor del shock de los términos de intercambio si el último es inferior a -1,5 puntos porcentuales del PIB. En el segundo caso,  $I_{i,t}$  toma el valor del shock de los términos de intercambio si el último es inferior a -1,5 puntos porcentuales del PIB y los tres años anteriores se caracterizaron por shocks positivos a los términos de intercambio.

<sup>24</sup> La incorporación de controles externos reduce solo marginalmente los coeficientes, lo cual indica que la correlación entre estos otros factores y los términos de intercambio es relativamente baja en la muestra. En gran medida, esto refleja el hecho de que la muestra de países incluye tanto exportadores como importadores de materias primas. La correlación entre las variables de crecimiento y las variables financieras mundiales, y los precios de las materias primas tiende a desaparecer al utilizar

(continued)

Encontramos evidencia de que las políticas que preceden a shocks negativos de términos de intercambio, particularmente en casos de auges, juegan un papel fundamental en amortiguar el impacto de tales shocks (gráfico 3.13 y cuadro 3.4)<sup>25</sup>:

- Una posición fiscal fuerte en el momento del shock ayuda a amortiguar su impacto, posiblemente reflejando el hecho de que hay más espacio fiscal para la implementación de políticas contracíclicas. El grado de amortiguación es significativamente más alto en casos de shocks precedidos por auges, lo que resalta la importancia de una política fiscal prudente durante períodos de *boom*.
- Confirmando los resultados del análisis de corte transversal, la flexibilidad cambiaria parece ser un importante amortiguador del shock.

Por otro lado, se observan también sólidas evidencias de que la dolarización financiera es un importante “amplificador” de los ciclos de auge y caída de los precios.<sup>26</sup>

- Y, como era de prever, la flexibilidad cambiaria parece ser menos eficaz como amortiguador de los shocks cuando el grado de dolarización financiera es alto<sup>27</sup>.
- En línea con los resultados de la sección anterior, una mayor apertura de la cuenta de capital no parece suavizar, en promedio, los efectos del shock de comercio exterior. Sin embargo, el

---

la muestra completa (a diferencia de lo que ocurre cuando se utiliza la submuestra de exportadores de materias primas). Esto pone de relieve la ventaja de incluir a los importadores de materias primas, para poder distinguir mejor entre el efecto de los precios y el impacto de otros shocks mundiales.

<sup>25</sup> Cada panel del gráfico 3.12 presenta el efecto de mitigación —de tener mejores fundamentos que una economía de mercado emergente promedio, considerando una dimensión a la vez— ante un shock negativo de términos de intercambio de 1 por ciento del PIB. Véase la nota 27.

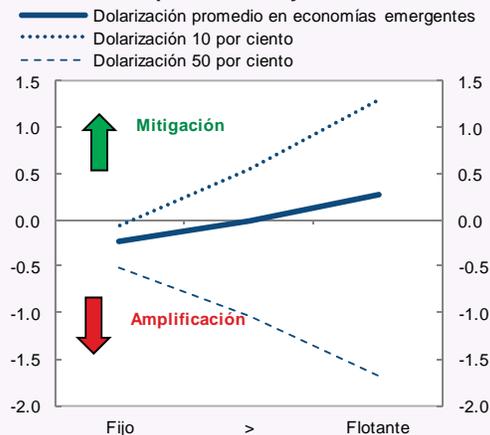
<sup>26</sup> La evidencia de este efecto en otros casos (no precedidos por un auge) es menos clara.

<sup>27</sup> El coeficiente positivo del término de interacción probablemente refleje el impacto de los efectos del balance en las economías dolarizadas. Los resultados quizás exageren el efecto de la dolarización en la medida en que esa característica no está acompañada de descalces de monedas significativos.

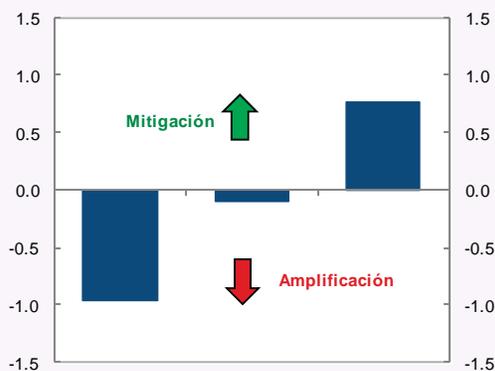
**Gráfico 3.13. Las políticas económicas pueden jugar un papel fundamental en la amplificación o mitigación de los shocks de términos de intercambio.**

**Amplificación/mitigación por fundamentos claves<sup>1</sup>**  
(Efecto de un shock de términos de intercambio para distintos niveles de fundamentos)

**Flexibilidad del tipo de cambio y dolarización<sup>2</sup>**



**Balance fiscal primario<sup>3</sup>**



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.  
<sup>1</sup> Basado en resultados de enfoque panel (columna 19 del cuadro 3.4). Cada figura reporta el efecto de mitigación —de tener mejores fundamentos que el promedio de economías emergentes, en una dimensión a la vez— de un shock negativo a los términos de intercambio equivalente a un 1 por ciento del PIB.  
<sup>2</sup> Efecto neto, incluyendo interacción entre flexibilidad del tipo de cambio y el nivel de dolarización.  
<sup>3</sup> Porcentaje del PIB.

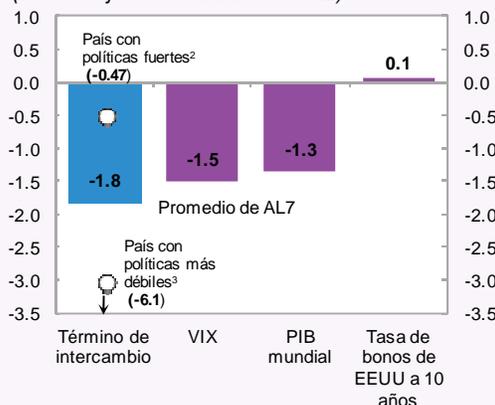
resultado se invierte al emplear el indicador de integración financiera.

- Con la excepción de la deuda externa, y en línea con resultados anteriores, no se encuentra evidencia de que otras variables de *stock* —deuda pública y activos externos netos— jueguen un rol significativo en amplificar o amortiguar los shocks de términos de intercambio.

- Por otro lado, los factores externos muestran resultados robustos, estadísticamente significativos y con coeficientes de signo esperado. Más importante, la magnitud de estos coeficientes sugiere que el impacto de shocks en estas variables podría ser tan pronunciado como los de shocks de precios — al menos en un evento como la crisis de 2008-09 (gráfico 3.14)<sup>28</sup> — aunque también es probable que las políticas

**Gráfico 3.14. El crecimiento y las condiciones financieras mundiales pueden ser tan importantes como los shocks de precios.**

**AL7: Impacto de un evento similar al de la crisis del 2008<sup>1</sup>**  
(Porcentaje de crecimiento del PIB)



Fuentes: Cálculos del personal técnico del FMI.  
<sup>1</sup> Basado en la especificación presentada en la columna 19 del cuadro 3.4 evaluada en el promedio de los fundamentos del grupo AL7 (Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Uruguay) en el 2010. Asume los siguientes shocks: (i) 40 por ciento de caída de precios de materias primas, lo que implica un shock de términos de intercambio promedio de -2.8 por ciento del PIB; (ii) una desaceleración del crecimiento mundial de 3.3 por ciento; (iii) una caída de 137 puntos base en la tasa de rendimiento de los bonos a 10 años del Tesoro de EE.UU.; y (iv) un incremento de 14 puntos en el VIX. Estos supuestos son consistentes con lo observado durante la crisis del 2008-09. Una recesión mundial probablemente afectaría a los precios de los metales y la energía más fuertemente que a otros precios (por ejemplo, comida). Por lo tanto, el supuesto de 40 por ciento puede sobrestimar el shock de precios para algunos países y subestimarlos para otros.  
<sup>2</sup> Con un régimen de tipo de cambio flexible, un nivel de dolarización del 15 por ciento y una cuenta fiscal balanceada.  
<sup>3</sup> Con banda cambiaria (más angosta que +/-5 por ciento), dolarización del 30 por ciento y saldo fiscal primario de -2 por ciento del PIB.

<sup>28</sup> Como señalamos en otras secciones, una recesión mundial probablemente tendría un impacto más marcado en los precios de los metales y la energía que en los precios de otras materias primas (como los alimentos). Por lo tanto, el shock supuesto de 40 por ciento en todas las materias primas puede sobrestimar el shock de precios para algunos países, y subestimarlos para otros.

Cuadro 3.4. Resultados econométricos del enfoque de panel <sup>1</sup>

Variable	Variable dependiente: tasa de crecimiento del PIB (anual, en porcentaje)																		
	Con controles ext.		Amplificación de shocks persistentes y negativos							Amplificación de shocks persistentes y negativos precedidos por subidas									
	Base (1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)	(13)	(15)	(16)	(17)	(18)	(19)	
Período muestral 1970-2007																			
<b>Términos de intercambio <sup>2</sup></b>	0.131*** (0.037)	0.100*** (0.035)	0.077* (0.045)	0.070 (0.049)	0.093+ (0.058)	0.070* (0.036)	0.081** (0.035)	0.084* (0.047)	-0.023 (0.072)	0.069* (0.037)	0.074* (0.040)	0.061 (0.043)	0.024 (0.053)	0.090** (0.035)	0.090** (0.034)	0.004 (0.054)	0.002 (0.055)	0.002 (0.055)	
<b>Términos de intercambio rezagado <sup>2</sup></b>	0.082** (0.036)	0.074** (0.036)	0.070 (0.053)	0.122*** (0.032)	0.115*** (0.042)	0.068+ (0.041)	0.078** (0.037)	0.080** (0.039)	0.032 (0.055)	0.072 (0.052)	0.136*** (0.034)	0.119** (0.045)	0.092** (0.038)	0.087** (0.036)	0.091** (0.034)	0.033 (0.055)	0.031 (0.056)	0.032 (0.056)	
<b>PIB real rezagado (nivel)</b>		-0.002 (0.008)	-0.009 (0.008)	-0.000 (0.010)	-0.009 (0.010)	0.025*** (0.009)	0.002 (0.008)	-0.002 (0.008)	0.026** (0.011)	-0.009 (0.008)	0.000 (0.010)	-0.010 (0.010)	0.025*** (0.009)	0.002 (0.008)	-0.002 (0.008)	0.025** (0.011)	0.025** (0.011)	0.025** (0.011)	
<b>Tasa de crecimiento PIB mundial</b>		0.477*** (0.091)	0.462*** (0.090)	0.419*** (0.090)	0.407*** (0.090)	0.516*** (0.140)	0.439*** (0.087)	0.495*** (0.085)	0.452*** (0.149)	0.458*** (0.092)	0.393*** (0.083)	0.403*** (0.090)	0.513*** (0.139)	0.422*** (0.088)	0.486*** (0.087)	0.405*** (0.149)	0.401** (0.150)	0.402** (0.150)	
<b>Bonos del tesoro de EE.UU. a 10 años</b>		-0.296*** (0.069)	-0.231*** (0.066)	-0.268*** (0.081)	-0.266*** (0.080)	-0.071 (0.086)	-0.288*** (0.069)	-0.297*** (0.071)	-0.035 (0.064)	-0.231*** (0.065)	-0.250*** (0.079)	-0.264*** (0.078)	-0.093 (0.080)	-0.278*** (0.069)	-0.294*** (0.071)	-0.042 (0.064)	-0.042 (0.064)	-0.043 (0.064)	
<b>VIX</b>		-0.107*** (0.021)	-0.110*** (0.023)	-0.098*** (0.023)	-0.119*** (0.023)	-0.096*** (0.023)	-0.113*** (0.021)	-0.108*** (0.020)	-0.107*** (0.030)	-0.111*** (0.024)	-0.101*** (0.022)	-0.119*** (0.023)	-0.099*** (0.024)	-0.116*** (0.021)	-0.111*** (0.021)	-0.109*** (0.029)	-0.110*** (0.030)	-0.110*** (0.030)	
<b>Interacción entre fundamentos y shocks negativos sobre los términos de intercambio <sup>3</sup></b>																			
<b>Flexibilidad del tipo de cambio (t-1) <sup>4</sup></b>			-0.001 (0.013)		-0.015 (0.011)				0.053* (0.030)	0.019 (0.037)		-0.042 (0.036)			-0.239*** (0.025)	-0.043 (0.086)	-0.181*** (0.027)		
<b>Dolarización (t-1) <sup>5</sup></b>				0.004 (0.004)							0.050*** (0.018)								
<b>Flexibilidad tipo de cambio* dolarización(t-1) <sup>6</sup></b>					0.000 (0.000)				-0.000 (0.000)			0.007 (0.005)			0.006*** (0.001)	0.005*** (0.001)	0.006*** (0.000)		
<b>Balance fiscal primario (t-1) <sup>7</sup></b>						-0.038*** (0.013)			-0.023*** (0.008)				-0.096*** (0.021)		-0.428*** (0.020)	-0.428*** (0.035)	-0.429*** (0.014)		
<b>Apertura de cuenta de capitales <sup>8</sup></b>							0.103 (0.121)		0.251 (0.258)					0.802*** (0.270)	2.437*** (0.320)	2.202*** (0.255)			
<b>Integración financiera <sup>9</sup></b>								0.059 (0.099)	-0.456+ (0.281)					0.390* (0.217)	-1.573** (0.599)	-0.491 (0.342)			
<b>Constante</b>	4.256*** (0.009)	6.332*** (0.852)	6.698*** (0.865)	6.191*** (1.038)	7.319*** (1.062)	2.470** (1.022)	6.293*** (0.861)	6.335*** (0.866)	2.768** (1.194)	6.744*** (0.902)	6.166*** (1.020)	7.408*** (1.066)	2.744*** (0.979)	6.288*** (0.849)	6.342*** (0.894)	3.109** (1.163)	3.119** (1.165)	3.122** (1.165)	
Número de observaciones	2,025	2,025	1,567	1,571	1,227	1,130	1,970	1,879	760	1,567	1,571	1,227	1,130	1,970	1,879	767	760	760	
R <sup>2</sup> - intra panel	0.023	0.089	0.090	0.084	0.109	0.125	0.091	0.098	0.100	0.090	0.102	0.110	0.128	0.097	0.103	0.100	0.100	0.101	
R <sup>2</sup> - entre panel	0.006	0.004	0.154	0.008	0.133	0.039	0.003	0.004	0.261	0.164	0.055	0.172	0.006	0.001	0.002	0.234	0.236	0.242	
R <sup>2</sup> - todo el panel	0.015	0.077	0.088	0.070	0.105	0.069	0.075	0.085	0.029	0.089	0.089	0.109	0.081	0.080	0.088	0.035	0.035	0.035	
Número de países	64	64	59	61	55	57	63	63	49	59	61	55	57	63	63	50	49	49	

Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

<sup>1</sup> Basados en estimación de panel, con efectos fijos, permitiendo efectos de amplificación asimétricos, por fundamentos económicos, de los shocks de términos de intercambio. Errores estándares robustos se reportan en paréntesis.<sup>2</sup> Medida de términos de intercambio ajustados.<sup>3</sup> Interacción de fundamentos con términos de intercambio, cuando el último es menor que -1.5 por ciento del PIB (de otro modo 0). Las columnas 10-19 añaden la restricción de que los shocks deben ser precedidos por mejoras en los términos de intercambio en los 3 años previos (a los efectos de capturar la importancia de políticas implementadas durante auges para explicar el desempeño económico durante las caídas de precios subsiguientes).<sup>4</sup> Medida de flexibilidad del tipo de cambio "de facto" construida por Ilzetki, Reinhart, y Rogoff (2008), cuyo rango va de 1 a 13, siendo 13 el régimen más flexible.<sup>5</sup> Depósitos en moneda extranjera como porcentaje del total de depósitos.<sup>6</sup> Interacción entre la medida de flexibilidad del tipo de cambio y la de dolarización.<sup>7</sup> Nivel, como porcentaje del PIB.<sup>8</sup> Índice de Chinn e Ito (2008) normalizado entre 0 y 1 (1 representa a los más abiertos).<sup>9</sup> Activos externos totales más obligaciones externas totales, como porcentaje del PIB. Países con el nivel de Estados Unidos o mayores son clasificados como completamente integrados. Para otros países, la medida es reportada relativa al nivel de los Estados Unidos.

\*\*\* p &lt; 0.01, \*\* p &lt; 0.05, \* p &lt; 0.1, + p &lt; 0.15.

desempeñen un papel importante en amortiguar o amplificar tal impacto<sup>29</sup>.

### 3.5. Principales conclusiones e implicancias de política económica

Siendo mucho de sus países exportadores netos de materias primas, América Latina —y especialmente América del Sur— es una de las regiones de mercados emergentes que más depende de los productos básicos. Con la excepción de algunos países, esta dependencia parece haberse mantenido invariable en términos generales durante los 40 últimos años.

Dadas estas circunstancias, la creciente incertidumbre que rodea a las perspectivas económicas mundiales plantea interrogantes en torno al impacto que podría tener una fuerte caída de los precios de las materias primas en América Latina, y las políticas que podrían mitigarlo. Los numerosos shocks de términos de intercambio en economías emergentes y economías avanzadas exportadoras de materias primas, a lo largo de las cuatro últimas décadas, ofrecen valiosas lecciones al respecto.

Los resultados de dos metodologías complementarias sugieren que las políticas que preceden a fuertes caídas de términos de intercambio pueden tener una influencia importante en el desempeño económico subsiguiente de los países, particularmente cuando esos shocks están precedidos de condiciones favorables (*booms*). Esto pone de manifiesto la importancia de las políticas

anticíclicas durante la fase de auge. Concretamente, encontramos evidencia de que la flexibilidad cambiaria puede ser un poderoso mecanismo de absorción de shocks, aunque en un grado significativamente menor en el contexto de economías altamente dolarizadas, dado que los efectos de balances suelen limitar los beneficios de la flexibilidad cambiaria. También hay evidencia sólida de que los países que se comportan con más prudencia durante la fase de auge —evitando o limitando el deterioro de la posición fiscal y la posición externa subyacentes— logran un mejor desempeño económico durante la caída. Concretamente, las economías con cuentas corrientes más sólidas suelen obtener resultados más favorables, en tanto que una posición fiscal inicial saludable puede contribuir mucho a suavizar el impacto del shock externo adverso, posiblemente porque permite poner en marcha una política fiscal contracíclica.

Los resultados econométricos también apuntan a la importancia de otros factores externos, como la actividad económica y las condiciones financieras mundiales, como determinantes del desempeño económico de las economías emergentes.

En la coyuntura actual, en la cual las principales fuentes de inquietud son las perspectivas de crecimiento y la estabilidad financiera mundiales, un escenario extremo probablemente traería aparejado un deterioro de las condiciones externas en todos estos flancos, lo cual pone nuevamente de relieve la necesidad de una gestión macroeconómica prudente —según los lineamientos discutidos anteriormente— mientras perduren las condiciones favorables.

<sup>29</sup> Véase el análisis de estos temas en las ediciones de abril de 2007 y de mayo de 2010 de *Perspectivas económicas: Las Américas*.

### Recuadro 3.1. La política monetaria de Estados Unidos y los precios de las materias primas

El impacto de la política monetaria de los Estados Unidos y otros países desarrollados sobre los precios de las materias primas ha sido estudiado extensamente<sup>1</sup>. Una adecuada comprensión de estos efectos es crucial para evaluar las posibles repercusiones de cambios en las condiciones monetarias de estas economías sobre los países exportadores de materias primas de América Latina.

**Impacto de la política monetaria estadounidense en los precios de las materias primas.** Un análisis simple de regresión por mínimos cuadrados ordinarios ilustra la relación negativa entre los precios reales de las materias primas y la política monetaria estadounidense. Este resultado es robusto a dos indicadores alternativos de política monetaria: variaciones de la tasa de interés real de los fondos federales y el componente inesperado de tales variaciones<sup>2</sup>. Del coeficiente estimado se infiere que un aumento de 100 puntos básicos de la tasa de interés real estaría asociado a una disminución de los precios reales de las materias primas de alrededor de 6%.

El análisis se complementa con una estimación de modelos bivariados simples de vectores autorregresivos (VARs) que incluyen precios reales de materias primas y la tasa de interés real de los fondos federales<sup>3</sup>. Las funciones impulso-respuesta indican que una contracción de la política monetaria estadounidense determina una caída de los precios reales de las materias primas, teniendo el impacto una duración de alrededor de seis meses (12 meses en el caso de un shock inesperado). Un aumento de 100 puntos básicos de la tasa de interés real determinaría una caída de 4% en los precios reales de las materias primas luego de cinco meses, después de lo cual los efectos se desvanecerían.

**Canales de transmisión.** Un descenso de las tasas de interés puede llevar a un aumento del precio de las materias primas a través de diversos canales<sup>4</sup>. Primero, a través de un mayor crecimiento de la actividad económica (doméstica y mundial). Segundo, vía una reducción del costo de oportunidad de mantener inventarios, lo que aumenta la demanda de materias primas. Tercero, por un debilitamiento de los incentivos para extraer hoy cantidades mayores de materias primas no renovables, al reducirse el costo de mantener los recursos sin explotar. Finalmente, pueden alentar a los especuladores financieros a invertir en contratos relacionados a materias primas en reemplazo de las letras del Tesoro<sup>5</sup>.

#### Política monetaria de Estados Unidos y precios de las materias primas<sup>1</sup>

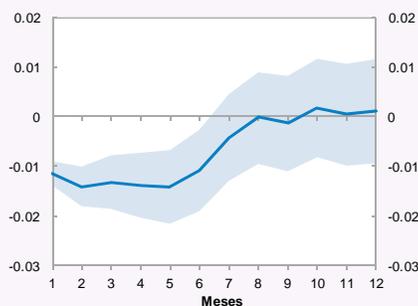
Variable dependiente: Log (Precio de materias primas)	(1)		(2)	
C	4.503***	4.152***	(0.017)	(0.031)
Tasa de interés real de FF <sup>2</sup>	-0.063***		(0.007)	
Tasa de interés no anticipada	4.503	-0.442***		(0.044)
Número de observaciones	268	268		
R <sup>2</sup>	0.222	0.271		
Prob. (Estadístico F)	0.000	0.000		

Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

<sup>1</sup> Regresión MCO usando datos mensuales para el período M1-1989 hasta M4-2011. \*\*\*  $p < 0.01$ .

<sup>2</sup> Fondos federales.

#### Respuesta del precio real de las materias primas a shock de política monetaria en Estados Unidos<sup>1</sup>



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

<sup>1</sup> Respuesta a un shock de una desviación estándar de la tasa de interés de los fondos federales  $\pm$  dos errores estándares.

Nota: Este recuadro fue preparado por Sebastián Sosa.

<sup>1</sup> Durante 2008 algunos analistas argumentaron que la política monetaria laxa y las persistentes tasas de interés bajas en EE.UU. y otras economías avanzadas explicaban en parte el fuerte aumento de los precios de las materias primas.

<sup>2</sup> Los cambios de las tasas de política monetaria pueden ser, en parte, anticipados por el mercado, con los precios de las materias primas variando en el momento en que se recibe la información en vez de hacerlo cuando efectivamente se modifican las tasas. En el presente análisis se usa la serie de variaciones no anticipadas de la tasa de interés calculada en el capítulo 4 de la edición de abril de 2011 de *Perspectivas de la economía mundial* (FMI, 2011e).

<sup>3</sup> Los VARs se estiman con 12 rezagos, siendo los precios de las materias primas la última variable en el orden de Choleski.

<sup>4</sup> El estudio de los posibles canales de transmisión va más allá del alcance de este recuadro. Véanse, por ejemplo, Frankel (2007) y Barsky y Kilian (2004).

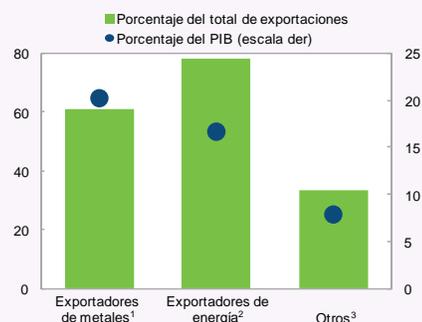
<sup>5</sup> El recuadro 1.4 de la edición de setiembre de 2011 de *Perspectivas de la economía mundial* argumenta que, aunque la 'financiarización' ha influido en el comportamiento del precio de las materias primas, no hay evidencia clara de que desestabilice o distorsione los mercados *spot*.

### Recuadro 3.2. Dependencia de materias primas y diversificación exportadora: Casos Seleccionados de América Latina

Un análisis de la dependencia de materias primas más allá de los agregados subregionales muestra interesantes diferencias entre países, así como cambios considerables en la estructura comercial de algunos de ellos a través del tiempo:

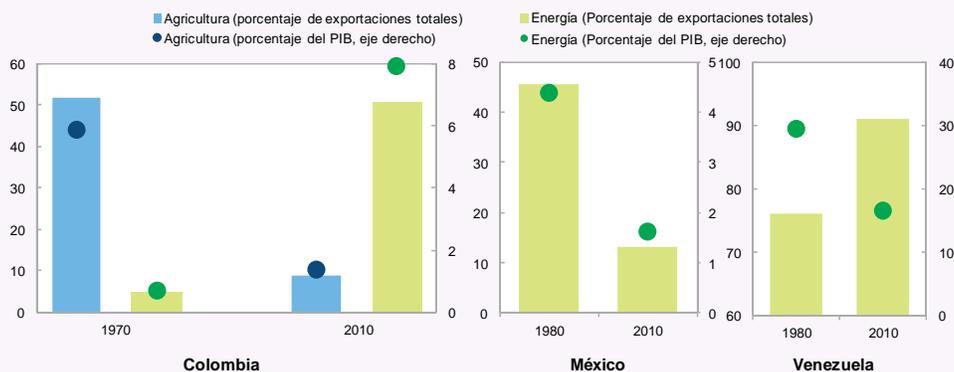
- Los exportadores de metales** (Chile y Perú) y **energía** (Colombia, Ecuador y Venezuela) tienen una estructura de exportación más concentrada, representando los metales (la energía), en promedio, alrededor del 60% (80%) de las exportaciones totales de bienes y servicios. Además, esos países presentan un mayor grado de dependencia de las exportaciones de materias primas, que ascienden al 20% y 17% del PIB, respectivamente, frente a solo 8% en otros países de la región.
- Colombia** ha experimentado un marcado cambio en su estructura de comercio exterior en las últimas cuatro décadas, aun cuando la proporción que ocupan las materias primas se ha mantenido bastante estable. Las exportaciones agrícolas — que equivalían a más de la mitad de las exportaciones totales en 1970–80 — representan hoy menos del 10%. En cambio, la proporción de las exportaciones de energía ha crecido de menos del 5% al 50% en el mismo período. Como porcentaje del PIB, las exportaciones agrícolas netas disminuyeron de alrededor del 5% a un nivel cercano al equilibrio, mientras que las exportaciones netas de energía treparon de aproximadamente cero al 8% en igual período.
- México y Venezuela**, por el otro lado, han registrado una fuerte caída de sus exportaciones netas de energía. En el primer caso, esas exportaciones han disminuido de 4½% a 1½% del PIB entre 1980 y la actualidad, y en el segundo caso, la proporción cayó de 30% en 1980 a alrededor de 15% en 2010. De todos modos, estos países difieren marcadamente en cuanto al grado de diversificación exportadora, ya que las exportaciones de energía ascienden actualmente a solo 13% del total de exportaciones en México, mientras que en el caso de Venezuela llegan a alrededor del 90%.

**Dependencia de materias primas y diversificación de las exportaciones en los países de AL, 2010**



Fuentes: Base de datos *World Integrated Trade Solutions*, y cálculos del personal técnico del FMI.  
<sup>1</sup> Exportadores de metales > 5 por ciento del PIB. Incluye Chile y Perú.  
<sup>2</sup> Exportadores de energía > 5 por ciento del PIB. Incluye Colombia, Ecuador y Venezuela.  
<sup>3</sup> Incluye Argentina, Brasil, Costa Rica, El Salvador, Guatemala, México y Uruguay.

**Dependencia de materias primas y diversificación de exportaciones en Colombia, México y Venezuela**



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

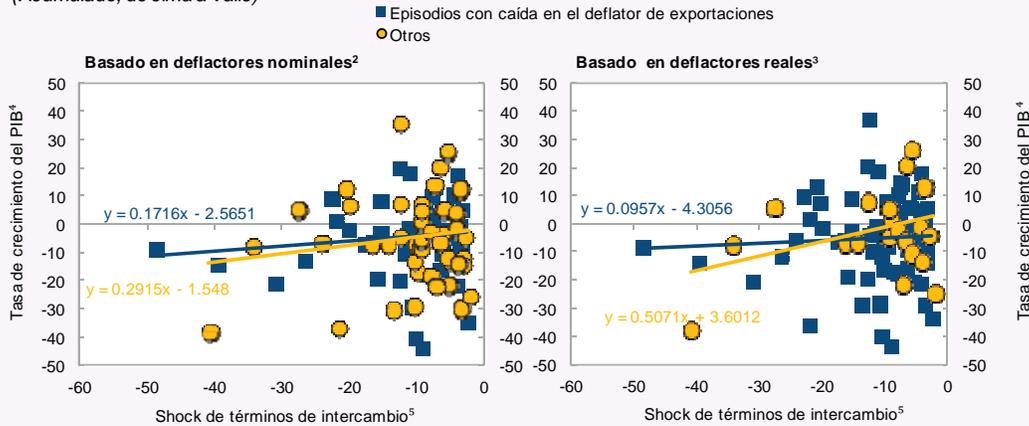
Nota: Este recuadro fue preparado por Sebastián Sosa.

**Recuadro 3.3. Shocks de términos de intercambio inducidos por precios de exportaciones o de importaciones: ¿Son diferentes?**

Los episodios identificados de shocks fuertes y negativos de términos de intercambio (ajustados por el grado de apertura comercial) incluyen tanto casos en los cuales el shock se debe principalmente a variaciones de precios de exportación (en baja) como otros en los cuales la causa son los precios de importación (en alza). El primer tipo corresponde normalmente a países exportadores netos de materias primas durante un desplome de los precios de esos bienes, y el segundo, a importadores netos de materias primas durante un auge de precios (véase la distribución de los diferentes tipos de casos a lo largo del tiempo en el gráfico 3.8). El uso de ambos tipos de episodios en el presente análisis plantea como interrogante si shocks de distinto origen — precios de exportación o de importación — pueden tener diferente impacto económico. Una simple división de la muestra entre esos dos tipos de casos no indica ninguna diferencia evidente, en parte porque los términos de intercambio por sí solos no parecen explicar mucho de la varianza del crecimiento económico entre los distintos episodios. Los resultados econométricos, que controlan por la incidencia de otros factores externos y fundamentos macroeconómicos (véase la sección 3.4), corroboran esta observación.

**Crecimiento del PIB ante shock de términos de intercambio inducidos por precios de exportaciones e importaciones<sup>1</sup>**

(Acumulado, de cima a valle)



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

<sup>1</sup> Desempeño económico en episodios de shocks grandes de términos de intercambio (ajustados), diferenciando si esos shocks vienen acompañados por una caída en el precio de las exportaciones o no.

<sup>2</sup> En base a defladores nominales.

<sup>3</sup> En base a defladores de exportación en términos reales (deflactados por el IPC de EE.UU.).

<sup>4</sup> Diferencia acumulada con respecto al crecimiento pre-caída (t-3 to t), en puntos porcentuales.

<sup>5</sup> Términos de intercambio ajustados, en porcentaje del PIB.

Nota: Este recuadro fue preparado por Gustavo Adler.

### Recuadro 3.4. El costo de administrar mal la abundancia

Muchos de los episodios identificados de fuertes shocks de términos de intercambio estuvieron precedidos por mejoras significativas de esta variable. Aunque esos auges previos ofrecieron a los países una oportunidad de mejorar sus fundamentos económicos y de protegerse frente a shocks futuros, la evidencia empírica indica que en gran medida los países no aprovecharon esa oportunidad. Se analiza aquí la importancia de haber experimentado un auge de términos de intercambio en los años que precedieron a su desplome, dividiéndose la muestra entre aquellos países cuyos precios de comercio mejoraron más en los tres años previos a la caída, y los demás. Este simple ejercicio señala la importancia de las respuestas de política económica durante el auge: a pesar de mostrar términos de intercambio significativamente mejores (un impacto acumulado promedio de alrededor de 10 puntos porcentuales del PIB frente a 0 para el resto de la muestra), los países que habían registrado un auge previo no tuvieron un desempeño mejor. Por el contrario, aunque en general crecieron al mismo ritmo que otros países antes de la caída, los países beneficiados por el auge sufrieron una mayor desaceleración después, pese a que enfrentaron shocks negativos de términos de intercambio de magnitud similar<sup>1</sup>.

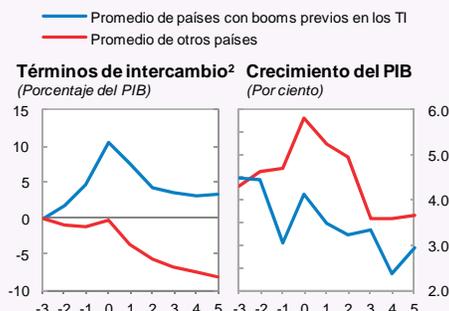
Las respuestas de política económica parecen haber sido un factor que explica esa "pérdida de oportunidades":

- Los países que previamente experimentaron una boom de precios de comercio mostraron fuertes mejoras en su cuenta corriente durante el auge, pero un deterioro significativamente mayor de su posición subyacente (ajustada por efecto precio).
- Los países beneficiados por el auge parecen no haber permitido una mayor apreciación de su tipo de cambio nominal, aunque de todos modos el tipo de cambio real se apreció más debido a una inflación más alta.
- Los países en expansión también perdieron la oportunidad de fortalecer su saldo fiscal (no se muestra aquí), ya que su saldo primario no mejoró durante el auge ni en términos relativos frente a otros países ni tampoco en términos absolutos.

Nota: Este recuadro fue preparado por Gustavo Adler.

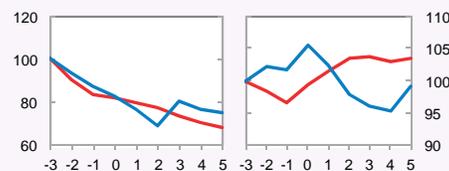
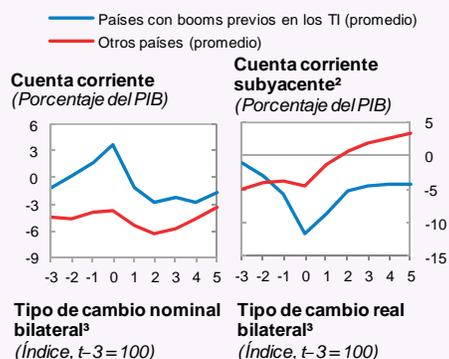
<sup>1</sup> Las series de medianas (en lugar de promedios) muestran patrones muy similares.

#### Desempeño económico en países con y sin booms de términos de intercambio previos<sup>1</sup>



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.  
<sup>1</sup>Basado en dividir la muestra de episodios de shocks grandes y negativos de términos de intercambio (ajustados) en dos mitades, ordenando los cambios acumulados de términos de intercambio en forma ascendente entre t-3 y t. Se reportan los promedios simples para cada sub muestra.  
<sup>2</sup>Términos de intercambio ajustados, acumulados desde t-3.

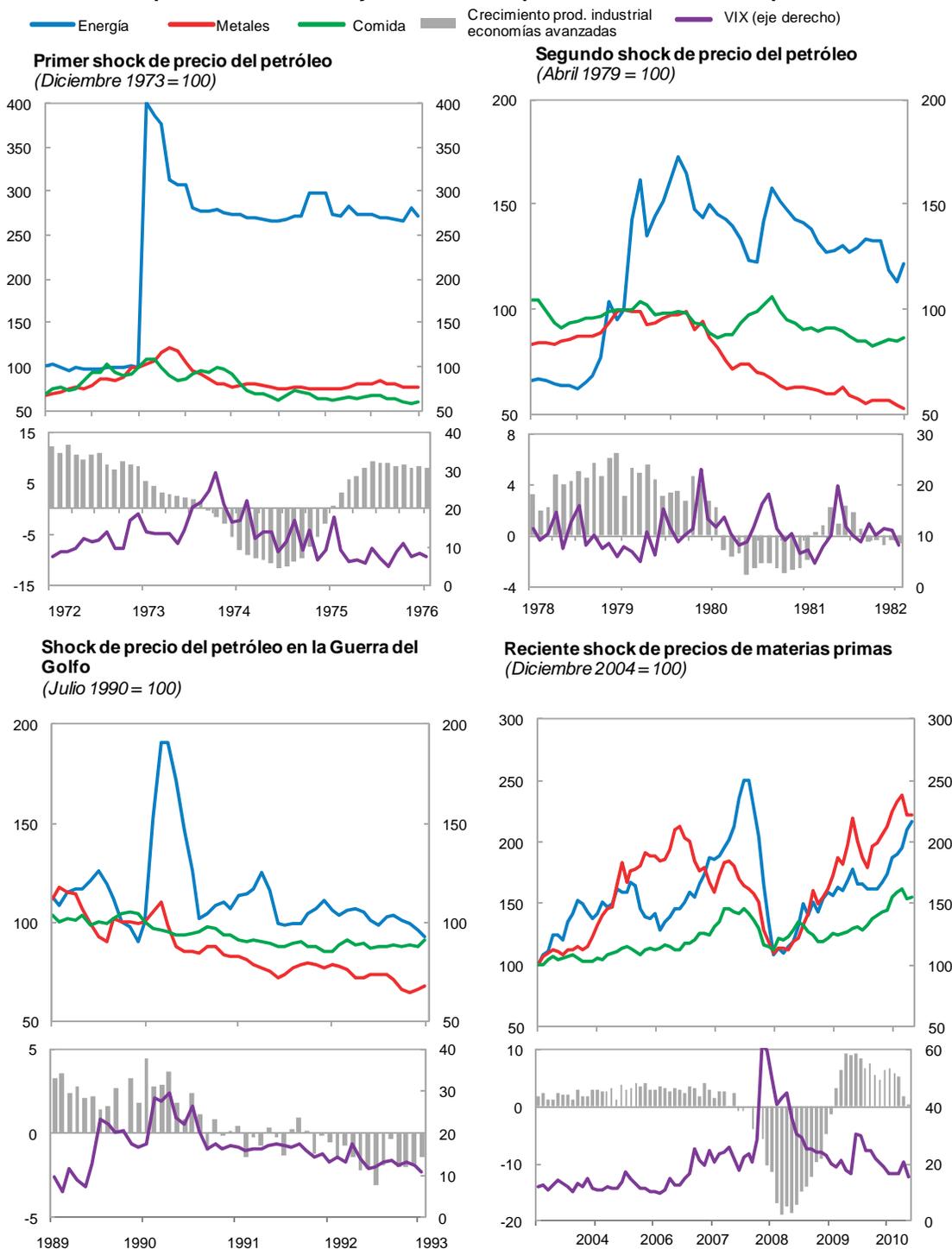
#### Fundamentos en países con y sin booms previos de términos de intercambio<sup>1</sup>



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.  
<sup>1</sup>Basados en dividir la muestra de episodios de shocks grandes y negativos de términos de intercambio (ajustados) en dos mitades, ordenando en forma ascendente los cambios acumulados de términos de intercambio entre t-3 y t, donde t es el año anterior al shock. Se reportan los promedios simples para cada sub muestra.  
<sup>2</sup>A precios constantes del período t-3.  
<sup>3</sup>Incremento indica apreciación.

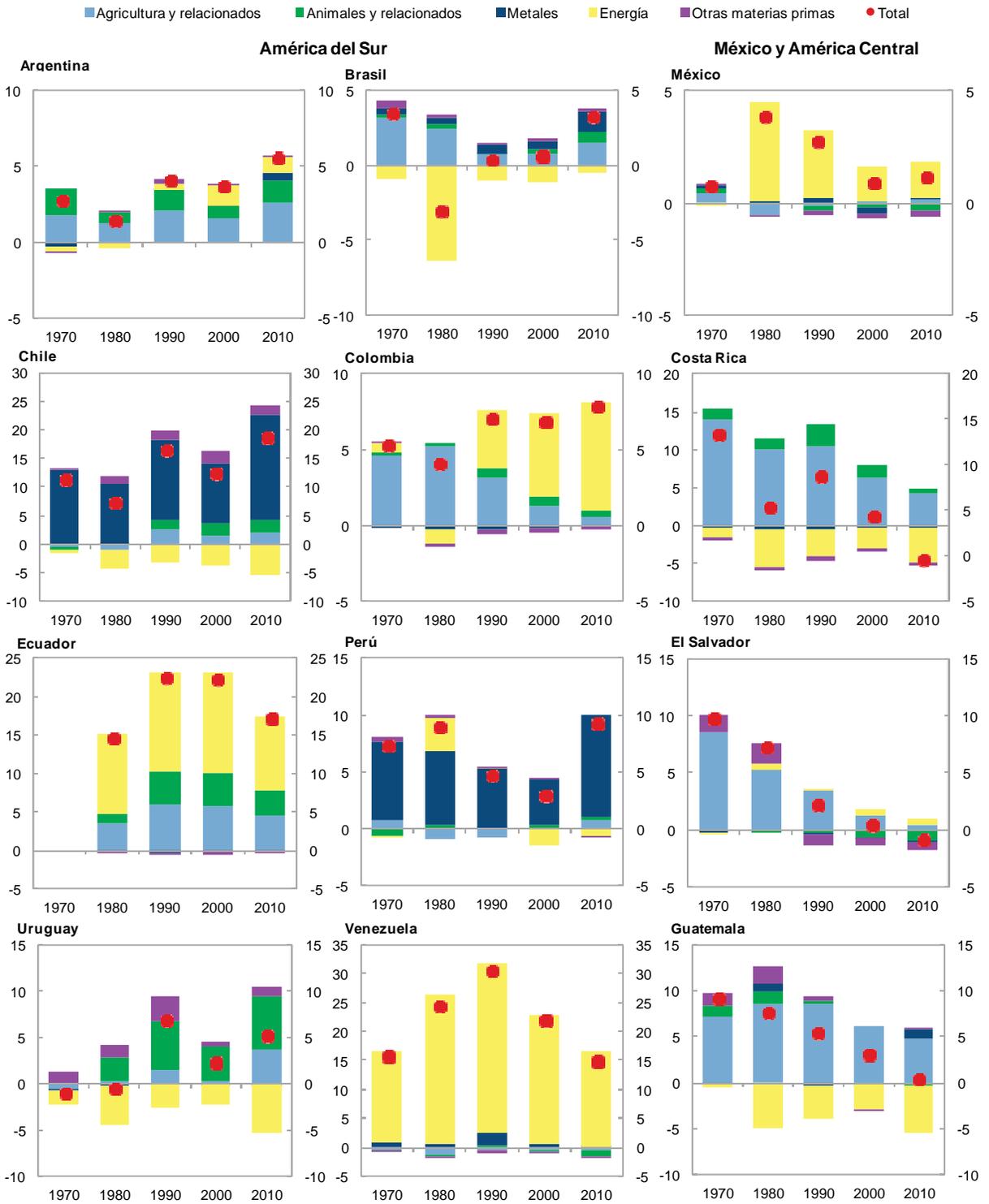
## Anexo 3.1. Gráficos adicionales

### A. Episodios de booms y caídas en los precios de las materias primas



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

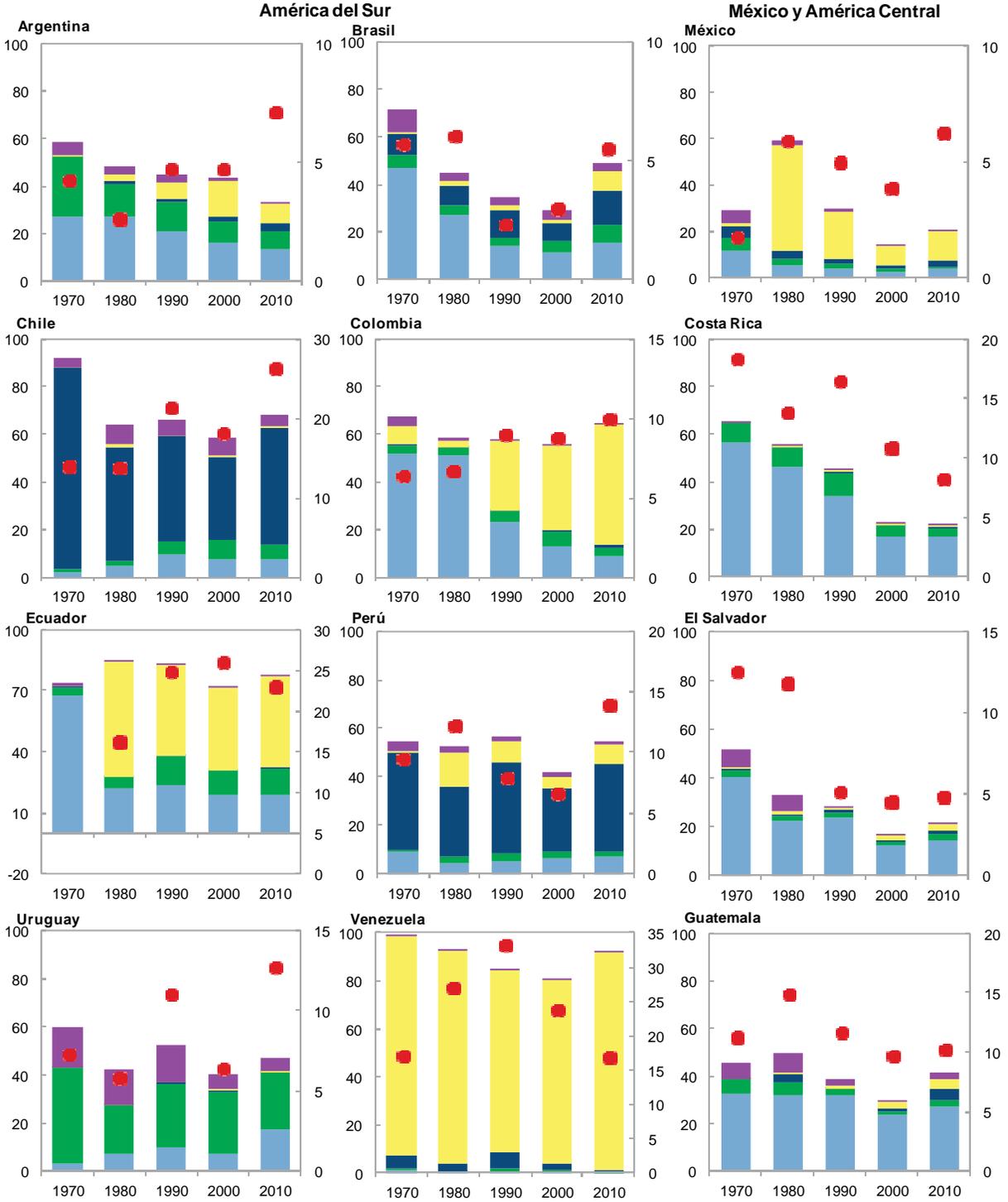
**B. Exportaciones netas de materias primas—Países de América Latina seleccionados**  
(Porcentaje del PIB)



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

**C. Exportaciones brutas de materias primas—Países de América Latina seleccionados**  
(Porcentaje de total de exportaciones de bienes y servicios)

■ Agricultura y relacionados ■ Animales y relacionados ■ Metales ■ Energía ■ Otras materias primas ● Total (porcentaje del PIB, eje derecho)



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

## Anexo 3.2. Análisis de corte transversal: lista de variables explicativas y de control

<b>Variable dependiente: Desempeño del producto durante episodio de caída de términos de intercambio</b>	
Y	Desvío acumulado del crecimiento del PIB durante el episodio ( $t+1, t+K+1$ ) respecto del crecimiento promedio en los cinco años previos al shock ( $t-4, t$ ), donde $t$ es el año previo al shock, y $k$ es el número de años del episodio, con términos de intercambio (ajustados) decrecientes. Un valor menor (más negativo) significa una mayor pérdida del producto.
<b>Términos de intercambio</b>	
$TI^A$	Variación acumulada de los términos de intercambio ajustados de $t+k$ (mínimo) a $t$ (máximo).
$TI_{prev}$	Variación acumulada de los términos de intercambio ajustados de $t-3$ a $t$ .
<b>Posición externa</b>	
CC	Saldo en cuenta corriente, como porcentaje del PIB, en el período $t$ .
CC_2	Saldo en cuenta corriente, como porcentaje del PIB, variación de $t-3$ a $t$ .
Deuda ext	Deuda externa, como porcentaje del PIB, variación de $t-3$ a $t$ .
Res	Reservas internacionales netas, como porcentaje del PIB, en el período $t$ .
Res2	Reservas internacionales netas, como porcentaje del PIB, variación de $t-3$ a $t$ .
<b>Fiscal Position</b>	
Deuda pub	Deuda pública, como porcentaje del PIB, nivel en el período $t$ .
Deuda pub2	Deuda pública, como porcentaje del PIB, variación de $t-3$ a $t$ .
<b>Otras condiciones/fundamentos económicos del país</b>	
Régimen TC	Flexibilidad cambiaria, sobre la base del índice de facto de Ilzetzki, Reinhart y Rogoff (2008), en $t$ . Variable dicotómica ('dummy') = 1 si el índice está entre 1 y 4 (fijo), 0 si está entre 4 y 13 (flexible).
Vol.TC.	Desviación estándar de las variaciones porcentuales mensuales del tipo de cambio nominal (en una ventana de 12 meses), como variable aproximada de la flexibilidad del tipo de cambio.
Dolarización	Porcentaje de depósitos en moneda extranjera sobre el total de depósitos bancarios en $t$ ; la base de datos de Levy-Yeyati (2007) fue extendida para incluir datos hasta la década de 1970 en algunos países.
Apertura CK	Índice de apertura de la cuenta de capital de Chinn e Ito (2008), promedio $t-2$ a $t$ .
Integ Fin	Indicador de la integración financiera, definida como la suma del total de activos y pasivos externos, como porcentaje del PIB.
Auge de crédito	Variable dicotómica = 1 si hubo <i>boom</i> de crédito en los tres años previos al shock, según Gourinchas y otros (2001) o Mendoza y Terrones (2008).
<b>Controles: Condiciones externas</b>	
Bonos T. EE.UU.	Variación de la tasa de interés real (puntos porcentuales) de los bonos del Tesoro estadounidense después del <i>shock</i> : diferencia entre el promedio ( $t+1, t+K+1$ ) y el promedio ( $t-2, t$ ).
VIX	Variación del VIX después del <i>shock</i> : diferencia entre el promedio ( $t+1, t+K+1$ ) y el promedio ( $t-2, t$ ).
Crec. mund.	Crecimiento del PIB real mundial (en porcentaje): diferencia entre el promedio ( $t+1, t+K+1$ ) y el promedio ( $t-2, t$ ).

**Hemisferio Occidental: Indicadores económicos y sociales, 2005-11**

	2010			2005-10 Promedio						2010		Últimos disponibles		2011
	PIB (US\$, miles de mill.)	Población (mill.)	PIB per cápita (\$PPA)	Proporc. del producto de ALC (Porcent.)	Crecimiento del PIB real (Porcent.)	Inflación del IPC <sup>1</sup> (Porcent.)	Cuenta corriente (% del PIB)	Ahorro interno (% del PIB)	Apertura del comercio <sup>2</sup> (% del PIB)	Reservas brutas (% del PIB)	Tasa de desempleo (Porcent.)	Tasa de pobreza <sup>3</sup>	Coficiente de Gini	
<b>América del Norte</b>														
Canadá	1,577.0	34.1	39,171	--	1.5	1.8	-0.3	22.1	65.9	3.7	8.0	—	32.0	AAA
México	1,034.3	108.6	14,406	21.4	2.0	4.3	-0.8	24.6	58.1	11.6	5.4	14.0	50.5	BBB
Estados Unidos	14,526.6	310.0	46,860	--	1.1	2.4	-4.6	13.9	27.8	0.9	9.6	—	46.9	AAA
<b>América del Sur</b>														
Argentina	370.0	40.5	15,901	7.7	7.2	9.4	2.1	24.3	42.7	13.6	7.8	6.6	44.3	B
Bolivia	19.8	10.4	4,604	0.4	4.6	6.8	8.5	25.4	67.1	42.5	—	33.5	57.2	B+
Brasil	2,090.3	193.3	11,273	43.2	4.2	4.9	-0.4	17.4	24.5	13.8	6.7	15.1	53.7	BBB
Chile	203.3	17.2	15,040	4.2	3.6	3.8	2.0	25.9	76.4	13.9	8.3	4.3	51.9	A+
Colombia	289.4	45.5	9,593	6.0	4.6	4.6	-2.4	20.0	34.1	9.6	11.8	17.0	57.9	BBB-
Ecuador	58.0	14.8	7,828	1.2	4.0	4.3	1.3	26.1	69.0	3.0	7.6	19.4	48.9	B-
Guyana	2.3	0.8	7,035	0.0	3.3	6.8	-11.0	7.9	126.8	34.8	—	—	—	—
Paraguay	18.4	6.4	5,208	0.4	5.2	7.5	-0.3	17.2	108.9	22.5	6.1	20.6	50.7	BB-
Perú	153.8	29.6	9,358	3.2	7.2	2.6	0.1	22.4	48.7	28.1	7.9	20.0	49.1	BBB-
Suriname	3.7	0.5	8,951	0.1	4.3	8.3	2.5	19.5	120.8	18.6	—	45.1	61.6	B+
Uruguay	40.3	3.4	14,339	0.8	6.4	7.0	-1.2	17.8	55.7	19.0	6.7	3.4	44.4	BB+
Venezuela	293.3	29.2	12,048	6.1	4.9	22.8	10.2	32.1	46.9	10.4	8.6	19.8	43.5	B+
<b>América Central</b>														
Belice	1.4	0.3	8,080	0.0	2.6	2.5	-6.6	14.0	122.7	17.3	11.2	38.1	52.9	B-
Costa Rica	35.8	4.6	11,043	0.7	4.7	9.7	-5.2	17.5	94.2	12.9	7.3	8.1	50.2	BB+
El Salvador	21.2	6.2	7,340	0.4	1.8	3.7	-4.1	11.0	70.8	13.6	5.8	21.1	46.6	BB
Guatemala	41.2	14.4	4,907	0.9	3.6	6.3	-3.5	13.8	64.3	13.7	—	46.7	53.2	BB+
Honduras	15.3	8.0	4,194	0.3	3.9	7.0	-6.8	20.7	122.9	17.7	4.6	39.4	55.3	B
Nicaragua	6.6	5.8	3,037	0.1	3.0	10.0	-16.0	13.5	126.3	27.5	7.8	42.7	52.3	B-
Panamá	26.8	3.5	12,615	0.6	8.1	4.2	-6.4	18.3	67.5	9.6	4.5	16.1	52.1	BBB-
<b>El Caribe</b>														
Bahamas	7.7	0.3	30,049	0.2	0.3	2.3	-13.4	12.1	91.5	13.7	14.0	3.9	—	BBB+
Barbados	4.1	0.3	22,776	0.1	1.1	6.0	-7.7	10.6	103.8	20.8	10.6	—	—	BBB-
República Dominicana	51.6	9.9	8,860	1.1	7.5	6.3	-5.6	11.1	61.7	6.5	14.0	16.4	48.9	B+
Haití	6.6	9.9	1,163	0.1	1.0	9.2	-2.1	27.8	59.9	27.9	—	78.8	59.2	—
Jamaica	13.4	2.7	8,745	0.3	0.1	12.3	-12.1	9.4	95.2	16.2	11.8	43.1	59.9	B-
Trinidad y Tobago	20.4	1.3	19,743	0.4	3.7	8.8	24.2	39.8	104.4	46.8	5.6	—	—	A-
Unión Monetaria del Caribe Oriental	5.1	0.6	15,232	0.1	2.3	3.3	-23.0	12.1	100.4	16.7	—	—	—	—
Antigua y Barbuda	1.2	0.1	21,460	0.0	2.9	2.3	-22.5	14.5	111.2	12.5	—	—	—	—
Dominica	0.5	0.1	13,258	0.0	2.2	3.0	-20.5	4.9	90.4	16.0	9.8	—	—	—
Granada	0.8	0.1	13,110	0.0	1.3	3.7	-25.2	3.0	79.7	14.3	—	—	—	B-
Saint Kitts y Nevis	0.7	0.1	16,192	0.0	3.1	4.7	-21.1	26.9	87.3	25.0	—	—	—	—
Santa Lucía	1.2	0.2	12,507	0.0	2.5	2.9	-21.9	12.0	115.9	17.2	20.6	—	—	—
San Vicente y las Granadinas	0.7	0.1	11,542	0.0	1.2	4.1	-26.5	9.1	88.1	18.0	—	—	—	B+
<b>América Latina y el Caribe</b>	<b>4,833.9</b>	<b>567.7</b>	<b>11,280</b>	<b>100.0</b>	<b>4.1</b>	<b>6.1</b>	<b>0.1</b>	<b>21.1</b>	<b>44.2</b>	<b>13.5</b>	<b>—</b>	<b>—</b>	<b>—</b>	<b>—</b>

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

<sup>1</sup> Fin de período, variación porcentual de 12 meses.

<sup>2</sup> Exportaciones más importaciones como porcentaje del PIB.

<sup>3</sup> Proporción de la población que gana menos de US\$2,50 diarios.

<sup>4</sup> Mediana de las calificaciones publicadas por Moody's, S&P y Fitch.

**Hemisferio Occidental**  
**Principales indicadores económicos: Octubre de 2011<sup>1</sup>**

	Crecimiento del producto (Porcentaje)					Inflación <sup>2</sup> (Fin de período, porcentaje)					Saldo de la cuenta corriente (Porcentaje del PIB)				
	2008	2009	2010	2011	2012	2008	2009	2010	2011	2012	2008	2009	2010	2011	2012
				Proy.	Proy.										Proy.
<b>América del Norte</b>															
Canadá	0.7	-2.8	3.2	2.1	1.9	1.8	0.8	2.2	2.6	2.0	0.3	-3.0	-3.1	-3.3	-3.8
México	1.2	-6.2	5.4	3.8	3.6	6.5	3.6	4.4	3.3	3.0	-1.5	-0.7	-0.5	-1.0	-0.9
Estados Unidos	-0.3	-3.5	3.0	1.5	1.8	0.7	1.9	1.7	2.5	0.9	-4.7	-2.7	-3.2	-3.1	-2.1
<b>América del Sur</b>															
Argentina <sup>3</sup>	6.8	0.8	9.2	8.0	4.6	7.2	7.7	10.9	11.0	11.0	1.5	2.1	0.8	-0.3	-0.9
Bolivia	6.1	3.4	4.1	5.0	4.5	11.8	0.3	7.2	6.9	4.7	12.0	4.7	4.6	4.2	3.9
Brasil	5.2	-0.6	7.5	3.8	3.6	5.9	4.3	5.9	6.3	4.5	-1.7	-1.5	-2.3	-2.3	-2.5
Chile	3.7	-1.7	5.2	6.5	4.7	7.1	-1.4	3.0	3.6	3.1	-1.9	1.6	1.9	0.1	-1.5
Colombia	3.5	1.5	4.3	4.9	4.5	7.7	2.0	3.2	3.1	3.1	-2.9	-2.2	-3.1	-2.6	-2.5
Ecuador	7.2	0.4	3.6	5.8	3.8	8.8	4.3	3.3	5.4	4.8	2.5	-0.3	-3.3	-3.0	-3.1
Guyana	2.0	3.3	4.4	5.3	6.0	6.4	3.7	4.5	6.3	5.4	-13.2	-9.2	-9.3	-12.9	-23.9
Paraguay	5.8	-3.8	15.0	6.4	5.0	7.5	1.9	7.2	9.0	6.7	-1.9	-0.1	-2.8	-3.9	-3.7
Perú	9.8	0.9	8.8	6.2	5.6	6.7	0.2	2.1	3.3	2.5	-4.2	0.2	-1.5	0.7	-2.8
Suriname	4.7	3.1	4.4	5.0	5.0	9.3	1.3	10.3	19.9	7.5	9.6	-1.1	1.0	0.4	-0.2
Uruguay	8.6	2.6	8.5	6.0	4.2	9.2	5.9	6.9	7.2	6.0	-4.7	0.6	-0.4	-1.6	-3.0
Venezuela	5.3	-3.2	-1.5	2.8	3.6	30.9	25.1	27.2	24.5	24.0	12.0	2.6	4.9	7.3	5.8
<b>América Central</b>															
Belice	3.8	0.0	2.7	2.5	2.8	4.4	-0.4	0.0	4.2	2.5	-10.7	-6.2	-3.0	-3.1	-4.4
Costa Rica	2.7	-1.3	4.2	4.0	4.1	13.9	4.0	5.8	6.0	7.5	-9.3	-2.0	-4.0	-4.9	-5.1
El Salvador	1.3	-3.1	1.4	2.0	2.5	5.5	0.0	2.1	7.0	3.0	-7.1	-1.5	-2.3	-3.8	-3.5
Guatemala	3.3	0.5	2.8	2.8	3.0	9.4	-0.3	5.4	7.0	5.5	-4.3	0.0	-2.0	-3.3	-3.8
Honduras	4.1	-2.1	2.8	3.5	3.5	10.8	3.0	6.5	8.6	7.8	-15.4	-3.7	-6.2	-6.4	-6.2
Nicaragua	2.8	-1.5	4.5	4.0	3.3	13.8	0.9	9.2	8.2	7.3	-23.8	-12.2	-14.5	-16.0	-17.7
Panamá	10.1	3.2	7.5	7.4	7.2	6.8	1.9	4.9	5.5	3.3	-11.9	-0.2	-11.2	-12.4	-11.9
<b>El Caribe</b>															
Antigua y Barbuda	2.2	-9.6	-4.1	2.0	2.5	0.7	2.4	2.9	4.4	3.1	-26.6	-20.1	-12.5	-16.3	-16.0
Bahamas, Las	-1.3	-5.4	1.0	2.0	2.5	4.5	1.3	1.6	4.0	1.5	-14.9	-11.4	-11.7	-16.9	-18.5
Barbados	-0.2	-4.7	0.3	1.8	2.2	7.2	4.3	6.6	7.2	4.6	-10.5	-6.3	-8.7	-9.0	-7.7
Dominica	7.8	-0.7	0.3	0.9	1.5	2.0	3.2	2.3	3.8	2.3	-25.6	-21.3	-21.6	-22.2	-20.9
República Dominicana	5.3	3.5	7.8	4.5	5.5	4.5	5.8	6.2	7.0	5.5	-9.9	-5.0	-8.6	-8.1	-6.1
Granada	2.2	-7.6	-1.4	0.0	1.0	5.2	-2.3	4.2	3.1	2.4	-29.1	-24.5	-24.0	-25.4	-24.5
Haití <sup>4</sup>	0.8	2.9	-5.4	6.1	7.5	19.8	-4.7	4.7	9.6	8.7	-4.4	-3.5	-2.4	-2.6	-5.9
Jamaica	-0.9	-3.0	-1.2	1.5	1.7	16.8	10.2	11.8	6.9	5.6	-17.8	-10.9	-8.1	-8.3	-7.9
Saint Kitts y Nevis	5.7	-4.4	-1.5	1.5	1.8	7.6	1.0	3.9	3.9	2.9	-26.9	-26.6	-21.5	-23.1	-21.4
Santa Lucía	5.8	-1.3	4.4	2.0	2.6	3.4	-3.1	4.2	3.7	2.3	-28.4	-12.7	-12.5	-17.2	-17.9
San Vicente y las Granadinas	-0.6	-2.3	-1.8	-0.4	2.0	9.4	-2.2	0.5	3.1	0.5	-32.9	-29.4	-31.1	-27.4	-25.2
Trinidad y Tobago	2.4	-3.5	-0.6	1.1	2.6	14.5	1.3	13.4	5.8	5.5	31.3	8.2	18.8	20.3	20.3
<b>Partidas informativas:</b>															
América Latina y el Caribe (Promedio simple)	4.3	-1.7	6.1	4.5	4.0	8.1	4.8	6.6	6.5	5.6	-0.7	-0.6	-1.2	-1.4	-1.7
AL-7 <sup>5</sup>	4.0	-1.2	3.3	3.8	3.9	9.0	2.7	6.0	6.9	5.0	-8.3	-6.0	-6.1	-7.3	-7.6
Unión Monetaria del Caribe Oriental <sup>6</sup>	4.2	-2.0	6.3	4.7	4.0	8.1	5.2	6.8	6.5	5.7	-0.5	-0.5	-1.0	-1.0	-1.4
	3.2	-5.7	-1.1	1.1	2.0	4.3	-0.3	3.0	3.7	2.4	-31.0	-21.7	-21.4	-23.3	-21.0

Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

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

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

<sup>3</sup> Las cifras se basan en los datos oficiales del PIB y del índice de precios al consumidor (IPC). Las autoridades se han comprometido a mejorar la calidad de los datos oficiales sobre el PIB y el IPC de Argentina, de modo tal que se tomen consistentes con el cumplimiento de obligaciones establecidas en el Convenio Constitutivo del FMI. Hasta que mejore la calidad de los datos reportados, el personal técnico del FMI utilizará también otros indicadores del crecimiento del PIB y de la inflación a los efectos de la supervisión macroeconómica, entre los cuales se incluyen estimaciones de analistas privados, que han mostrado de 2008 en adelante un crecimiento que, en promedio, es significativamente más bajo que el crecimiento del PIB según los datos oficiales; y datos elaborados por oficinas estadísticas provinciales y analistas privados, que han mostrado de 2007 en adelante una tasa de inflación considerablemente más alta que la tasa oficial de inflación.

<sup>4</sup> Datos correspondientes al año fiscal.

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

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

**América Latina y el Caribe**  
**Principales indicadores fiscales: Octubre de 2011<sup>1</sup>**

	Ingreso del sector público (Porcentaje del PIB)					Gasto primario del sector público (Porcentaje del PIB)					Balance primario del sector (Porcentaje del PIB)					Deuda bruta del sector público (Porcentaje del PIB)				
	2008	2009	2010	2011 Proy.	2012 Proy.	2008	2009	2010	2011 Proy.	2012 Proy.	2008	2009	2010	2011 Proy.	2012 Proy.	2008	2009	2010	2011 Proy.	2012 Proy.
<b>América del Norte</b>																				
Canadá	39.7	39.2	38.3	38.0	38.7	35.7	40.2	40.1	38.6	38.1	4.0	-1.1	-1.8	-0.6	0.6	71.1	83.3	84.0	84.1	84.2
México	23.0	22.3	22.0	21.6	22.1	21.4	24.4	23.9	22.3	22.3	1.6	-2.1	-1.9	-0.7	-0.3	43.1	44.7	42.9	42.9	43.6
Estados Unidos	32.7	31.2	30.9	31.6	32.6	36.4	41.4	38.6	38.6	38.0	-3.7	-10.2	-7.7	-7.0	-5.3	71.6	85.2	94.4	100.0	105.0
<b>América del Sur</b>																				
Argentina <sup>3</sup>	33.4	34.3	37.2	37.6	36.8	30.6	34.1	35.5	36.4	35.7	2.8	0.2	1.7	1.1	1.0	58.5	58.7	49.1	43.3	41.5
Bolivia	38.9	36.1	33.2	34.5	34.6	32.6	33.8	29.7	31.3	32.1	6.3	2.3	3.5	3.1	2.5	37.5	40.5	36.6	32.4	31.4
Brasil	36.3	35.6	37.5	36.7	36.4	32.3	33.5	35.1	33.6	33.4	4.0	2.1	2.4	3.2	3.0	63.6	68.1	66.8	65.0	64.0
Chile	27.2	22.0	24.8	26.1	25.9	22.4	25.9	24.6	24.1	23.7	4.8	-3.8	0.2	2.0	2.2	5.2	6.2	9.2	10.5	10.6
Colombia <sup>4</sup>	26.3	26.5	24.4	25.3	25.9	22.8	25.7	24.5	25.1	24.4	3.5	0.8	-0.1	0.2	1.5	30.8	35.8	36.0	35.9	34.7
Ecuador	34.5	30.2	34.0	37.5	35.9	32.6	33.8	35.1	37.4	36.7	1.9	-3.6	-1.0	0.1	-0.9	26.3	24.7	20.7	20.9	20.8
Guyana <sup>5</sup>	27.7	29.3	28.2	31.5	30.0	29.6	31.2	29.2	32.3	30.9	-1.9	-1.9	-1.0	-0.9	-1.0	61.6	61.2	60.2	60.4	59.3
Paraguay	20.9	23.2	22.6	23.8	23.5	17.3	22.1	21.2	23.0	23.8	3.6	1.2	1.4	0.8	-0.3	19.1	18.0	15.4	12.8	11.2
Perú	21.1	18.9	20.0	20.4	20.6	17.4	19.4	19.3	18.6	18.6	3.8	-0.6	0.7	1.8	2.0	25.0	27.1	24.5	21.5	19.2
Suriname <sup>6</sup>	27.5	29.9	26.2	25.8	24.4	25.0	31.6	28.8	26.3	24.7	2.5	-1.6	-2.6	-0.5	-0.3	18.0	18.5	21.6	20.0	18.6
Uruguay <sup>7</sup>	28.9	30.5	31.5	31.0	31.5	27.6	29.5	29.7	29.7	29.7	1.3	1.1	1.7	1.3	1.9	61.7	61.0	57.1	49.3	46.9
Venezuela	31.6	24.9	31.0	34.2	33.7	32.8	31.5	33.6	38.0	39.2	-1.2	-6.7	-2.6	-3.8	-5.6	24.6	32.7	38.4	43.9	50.8
<b>América Central</b>																				
Belice <sup>8</sup>	28.7	27.0	27.4	28.6	27.4	24.4	24.6	24.7	26.5	25.7	4.2	2.4	2.7	2.1	1.7	78.2	80.2	81.4	79.3	77.7
Costa Rica <sup>5</sup>	15.9	14.1	13.9	14.1	16.3	13.5	15.4	17.0	17.1	17.2	2.4	-1.3	-3.1	-3.0	-1.0	24.8	27.4	29.6	32.6	33.3
El Salvador <sup>7</sup>	16.6	15.9	17.3	18.3	18.2	16.9	18.9	19.4	19.5	18.7	-0.3	-3.0	-2.1	-1.2	-0.5	39.3	48.3	50.3	49.9	49.3
Guatemala <sup>8</sup>	12.0	11.1	11.3	11.4	11.6	12.3	12.8	13.1	12.8	12.3	-0.3	-1.7	-1.8	-1.4	-0.7	20.0	22.9	24.2	24.2	25.0
Honduras	26.4	25.1	24.8	22.9	22.9	27.4	29.0	26.8	24.8	24.0	-1.0	-4.0	-2.0	-1.9	-1.1	19.9	24.1	26.3	27.6	27.8
Nicaragua <sup>7</sup>	32.2	32.6	33.0	34.6	34.6	31.8	33.2	32.1	33.2	32.3	0.4	-0.5	0.9	1.4	2.2	75.5	80.9	80.3	77.4	76.0
Panamá <sup>10</sup>	25.0	24.6	24.6	26.5	26.2	21.4	22.6	23.9	26.0	26.0	3.6	2.0	0.7	0.5	0.2	39.2	41.2	38.7	36.2	34.8
<b>El Caribe</b>																				
Antigua y Barbuda <sup>9</sup>	20.8	17.9	20.4	20.5	21.4	23.4	28.5	18.7	17.9	17.5	-2.6	-10.6	1.7	2.5	3.9	62.1	81.1	69.6	68.6	66.6
Bahamas, Las <sup>8</sup>	17.2	16.5	16.8	17.8	17.5	17.3	19.1	18.9	19.9	20.1	-0.1	-2.6	-2.1	-2.2	-2.6	32.6	37.9	45.4	48.6	49.9
Barbados <sup>11</sup>	40.6	37.9	37.0	36.8	38.0	42.8	39.1	37.5	34.7	34.9	-2.2	-1.2	-0.5	2.0	3.1	99.9	114.9	117.8	116.9	115.6
Dominica <sup>9</sup>	35.6	36.9	31.7	31.3	30.5	33.2	35.7	32.9	31.7	30.5	2.4	1.2	-1.2	-0.3	0.0	53.7	53.7	54.3	54.9	54.8
República Dominicana	15.9	13.7	13.6	13.8	14.3	17.2	15.3	14.2	13.1	12.7	-1.4	-1.6	-0.6	0.8	1.6	24.7	28.4	28.7	28.5	26.7
Granada <sup>9</sup>	24.0	23.1	24.1	20.8	21.0	26.5	26.1	25.0	23.7	22.7	-2.4	-3.0	-1.0	-3.0	-1.7	83.5	98.2	98.6	101.9	104.3
Haití <sup>9</sup>	15.1	17.9	29.6	21.5	28.0	17.2	21.5	27.0	20.8	32.3	-2.1	-3.6	2.7	0.7	-4.3	37.8	27.7	17.1	12.6	19.0
Jamaica <sup>9</sup>	26.9	27.1	26.3	27.2	26.8	22.0	21.0	21.9	22.1	21.8	4.9	6.1	4.4	5.1	5.0	126.1	141.4	143.4	143.3	138.0
Saint Kitts y Nevis <sup>9</sup>	30.2	33.4	30.9	34.5	33.3	27.5	29.6	31.3	30.5	29.0	2.7	3.8	-0.4	3.9	4.2	134.0	148.0	155.8	148.9	143.7
Santa Lucía <sup>9</sup>	26.9	26.5	26.2	27.3	25.3	24.9	27.5	28.9	32.0	27.2	2.0	-1.0	-2.7	-4.7	-1.8	58.8	63.2	65.3	71.1	77.8
San Vicente y las Granadinas <sup>9</sup>	28.3	29.6	26.9	27.2	27.9	27.2	30.1	29.8	27.5	28.7	1.1	-0.4	-2.9	-0.3	-0.8	57.0	64.9	66.8	69.5	71.2
Trinidad y Tobago	39.6	30.6	36.4	34.8	34.5	29.6	37.0	38.1	38.6	37.8	10.0	-6.4	-1.7	-3.8	-3.2	25.4	34.4	40.1	50.0	51.0
ECCU <sup>12</sup>	26.6	26.5	26.2	26.5	26.1	26.7	29.4	27.1	27.1	25.5	-0.1	-3.0	-0.9	-0.6	0.5	72.3	84.8	83.5	84.3	84.9
<b>América Latina y el Caribe</b>																				
<i>Promedio ponderado por el PIB</i>	<b>30.0</b>	<b>28.9</b>	<b>30.8</b>	<b>30.9</b>	<b>30.8</b>	<b>30.9</b>	<b>32.9</b>	<b>33.8</b>	<b>33.4</b>	<b>33.3</b>	<b>0.5</b>	<b>-1.3</b>	<b>-0.6</b>	<b>-0.3</b>	<b>-0.1</b>	<b>47.5</b>	<b>51.1</b>	<b>50.7</b>	<b>50.0</b>	<b>49.7</b>
<i>Promedio simple</i>	<b>26.7</b>	<b>25.8</b>	<b>26.5</b>	<b>26.9</b>	<b>26.7</b>	<b>25.0</b>	<b>27.0</b>	<b>26.6</b>	<b>26.6</b>	<b>26.5</b>	<b>1.7</b>	<b>-1.2</b>	<b>-0.2</b>	<b>0.2</b>	<b>0.3</b>	<b>48.9</b>	<b>53.4</b>	<b>53.5</b>	<b>53.2</b>	<b>52.8</b>

Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

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

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

<sup>3</sup> Gobierno federal y provincias; incluye intereses pagados en base al criterio devengado.

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

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

<sup>6</sup> El gasto primario de Suriname excluye préstamos netos.

<sup>7</sup> Corresponde sólo al gobierno general; los datos de El Salvador incluyen las operaciones de los fideicomisos de pensiones.

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

<sup>9</sup> Gobierno central bajo ingresos, gastos y balances, y sector público bajo deuda bruta.

<sup>10</sup> Los datos fiscales corresponden al sector público no financiero, excluyendo la Autoridad del Canal de Panamá.

<sup>11</sup> Los balances totales y primarios incluyen las actividades no presupuestadas y las público-privadas para Barbados y el sector público no financiero. Los componentes de ingresos y gastos de estas partidas no están disponibles y no son incluidos en las estimaciones de ingresos y gastos primarios.

<sup>12</sup> La Unión Monetaria del Caribe Oriental incluye a Anguila, Antigua y Barbuda, Dominica, Granada, Montserrat, Saint Kitts y Nevis, Santa Lucía y San Vicente y las Granadinas. Gobierno central bajo ingresos, gastos y balances; sector público bajo deuda bruta.

## Referencias

- Adler, Gustavo, y Camilo E. Tovar, 2011, "Foreign Exchange Intervention: A Shield against Appreciation Winds?" IMF Working Paper 11/165 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Alesina, Alberto, y Roberto Perotti, 1997, "Fiscal Adjustment in OECD Countries: Composition and Macroeconomic Effects", *IMF Staff Papers*, Vol. 44, págs. 210–48.
- Ball, Laurence, 2009, "Hysteresis in Unemployment", in *Understanding Inflation and the Implementation of Monetary Policy: A Phillips Curve Retrospective*, ed. by J. Fuhrer, Y. Kodrzycki, J. Little, y G. Olivei (Cambridge, Massachusetts: MIT Press).
- \_\_\_\_\_, Nicolas De Roux, y Marc Hoffstetter, 2011, "Unemployment in Latin America and the Caribbean", NBER Working Paper No. 17274 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- \_\_\_\_\_, y N. Gregory Mankiw, 2002, "The NAIRU in Theory and Practice", *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 16, No. 4 (Fall), págs. 115–36.
- Barsky, Robert B. y Lutz Kilian, 2004, "Oil and the Macroeconomy since the 1970s." *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 18, No. 4 (Fall), págs. 115–34.
- Batini, Nicoletta, y J. Felman, 2011, "Why Are U.S. Firms Hoarding Money?" in *United States—Selected Issues*, IMF Country Report No. 11/202 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Brick, Kate, A. E. Challinor, y Marc R. Rosenblum, 2011, "Mexican and Central American Immigrants in the United States" (Washington: Migration Policy Institute).
- Calvo, Guillermo, Alejandro Izquierdo, y Ernesto Talvi, 2003, "Sudden Stops, the Real Exchange Rate, and Fiscal Sustainability: Argentina's Lessons", NBER Working Paper No. 9828 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Celasun, Oya, y Grace Bin Li, "Household Deleveraging and the Recovery", in *United States—Selected Issues*, IMF Country Report No. 11/202 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Cerutti, Eugenio, Stijn Claessens, y Patrick McGuire, 2011, "Systemic Risks in Global Banking: What Available Data Can Tell Us and What More Data Are Needed", Working Paper 11/222 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Chinn, Menzie D., y Hiro Ito, 2008, "A New Measure of Financial Openness", *Journal of Comparative Policy Analysis: Research and Practice*, Vol. 10, No. 3, págs. 309–22.
- Cho, Yoonyoung, y David Newhouse, 2011, "How Did the Great Depression Affect Different Types of Workers: Evidence from 17 Middle Income Countries", IZA Discussion Paper No. 5681 (Bonn: Institute for the Study of Labor).
- Comité de Basilea de Supervisión Bancaria, 2006, *Core Principles for Effective Banking Supervision*, octubre (Basilea: Banco de Pagos Internacionales).
- Consejo de Estabilidad Financiera, Fondo Monetario Internacional, y Banco Mundial, 2011, "Financial Stability Issues in Emerging Market and Developing Economies", informe presentado a los Ministros de Hacienda y Gobernadores de Banco Central del Grupo de los Viente.
- Cubeddu, Luis, y Camilo E. Tovar, 2011, "Today's Information Is Ammunition for Tomorrow", iMFDirect blog. Available at <http://blog-imfdirect.imf.org/2011/01/21/todays-information-tomorrows-ammunition/>
- Delgado, Fernando, y Mynor Meza, de próxima publicación, "Developments in Financial Supervision in Central America, the Use of Macroprudential Measures and the Impact of Basel III", IMF Working Paper (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Estevão, Marcello, y Evridiki Tsounta, 2011, "Has the Great Recession Raised U.S. Structural Unemployment?" IMF Working Paper 11/105 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Estevão, Marcello, y Geoffrey Keim, 2011, "Policies to Facilitate Labor Market Adjustment", in *United States—Selected Issues*, IMF Country Report No. 11/202 (Washington: Fondo Monetario Internacional).

- Eyzaguirre, Nicolás, Martin Kaufman, Steven Phillips, y Rodrigo Valdés, 2011, "Managing Abundance to Avoid a Bust in Latin America", IMF Staff Discussion Note 11/07 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Fondo Monetario Internacional, 2006, *World Economic Outlook* (Washington, septiembre).
- , 2008a, *World Economic Outlook* (Washington, abril).
- , 2008b, *World Economic Outlook* (Washington, octubre).
- , 2010, *United States: Publication of Financial Sector Assessment Program Documentation—Financial System Stability Assessment*, IMF Country Report No. 10/247 (Washington).
- , 2011a, *Fiscal Monitor* (Washington, septiembre).
- , 2011b, *Global Financial Stability Report* (Washington, septiembre).
- , 2011c, *Macprudential Policy: What Instruments and How to Use the Lessons from Country Experience* (Washington, Fondo Monetario Internacional).
- , 2011d, *Regional Economic Outlook: Asia and Pacific—Managing the Next Phase of Growth* (Washington: abril).
- , 2011e, *Perspectivas económicas: Las Américas — Atentos al sobre calentamiento* (Washington: abril).
- , 2011f, *United States: Spillover Report—2011 Article IV Consultation*, IMF Country Report No. 11/203 (Washington).
- , 2011g, *World Economic Outlook* (Washington, abril).
- , 2011h, *World Economic Outlook* (Washington, septiembre).
- , y Banco de Corea, 2011, *Managing Real Estate Booms and Busts* (Seúl, abril).
- Frankel, Jeffrey, 2006, "The Effect of Monetary Policy on Real Commodity Prices", *Asset Prices and Monetary Policy*, editado por John Campbell (Chicago: University of Chicago Press).
- Gourinchas, Pierre-Olivier, Rodrigo Valdés, y Oscar Landerretche, 2001, "Lending Booms: Latin America and the World", NBER Working Paper No. 8249 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Holtz-Eakin, Douglas, Whitney Newey, y Harvey S. Rosen, 1988, "Estimating Vector Autoregressions with Panel Data", *Econometrica*, Vol. 56, No. 6, págs. 1371–95.
- Iizetzki, Ethan, Carmen Reinhart, y Kenneth Rogoff, 2008, "Exchange Rate Arrangements Entering the 21st Century: Which Anchor Will Hold?" (inédito; University of Maryland y Harvard University).
- Kiff, John, y Evridiki Tsounta, 2011, "The Challenge of Dealing with Mortgage Delinquencies", *United States—Selected Issues*, IMF Country Report No. 11/202 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Kumar, Manmohan, Andrea Schaechter, y Baldacci Emanuele, 2009, "Fiscal Rules Can Help Improve Fiscal Performance", *IMF Survey Magazine*, diciembre 22.
- Lane, Philip R., y Gian Maria Milesi-Ferretti (2007), "The External Wealth of Nations Mark II: Revised and Extended Estimates of Foreign Assets and Liabilities, 1970–2004", *Journal of International Economics* 73 (noviembre), págs. 223–50.
- Lederman, D., W.F. Maloney, y J. Messina, 2011, "The Fall of Wage Flexibility: Labor Markets and Business Cycles in Latin America and the Caribbean since the 1990s" (inédito; Washington: Banco Mundial).
- Levy Yeyati, Eduardo, 2006, "Financial Dollarization: Evaluating the Consequences," *Economic Policy*, Vol 21, No. 45, págs. 61–118.
- Mendoza, Enrique, y Marco Terrones, 2008, "An Anatomy of Credit Booms: Evidence from Macro Aggregates and Micro Data", IMF Working Paper 08/226 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Ostry, Jonathan D., Atish R. Ghosh, Karl Habermeier, Marcos Chamon, Mahvash S. Qureshi, y Dennis B.S. Reingardt, 2010, "Capital Inflows: The Role of Controls", IMF Staff Position Note 10/04 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Ostry, Jonathan D., Atish R. Ghosh, Karl Habermeier, Luc Laeven, Marcos Chamon, Mahvash S. Qureshi,

- y Annamaria Kokenyne, 2011, "Managing Capital Inflows: What Tools to Use?" IMF Staff Discussion Note 11/06 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Pindyck, Robert, y Julio Rotemberg, 1990, "The Excess Co-movement of Commodity Prices", *Economic Journal*, Vol. 100, No. 4.
- Rennhack, Robert, 2009, "Global Financial Regulatory Reforms: Implications for Latin America and the Caribbean", IMF Staff Position Note 09/19 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Restrepo, Jorge, 2008, "Estimaciones de la Nairu para Chile", *Economía Chile*, Vol. 1, No. 2, págs. 31–46.
- Roache, Shaun, forthcoming, "China's Impact on World Commodity Markets", Working Paper (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Segoviano, Miguel A., 2006a, "Consistent Information Multivariate Density Optimizing Methodology", Discussion Paper No. 557, Financial Markets Group, London School of Economics.
- \_\_\_\_\_, 2006b, "The Conditional Probability of Default Methodology", Discussion Paper No. 558, Financial Markets Group, London School of Economics.
- \_\_\_\_\_, y Charles Goodhart, 2009, "Banking Stability Measures", IMF Working Paper 09/04 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Sommer, M., 2011, "Budget Institutions for Federal Fiscal Consolidation", *United States—Selected Issues*, IMF Country Report No. 11/202 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Staiger, Douglas, James Stock, y Mark Watson, 1997, "Nairu, Unemployment and Monetary Policy", *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 11, No. 1, págs. 33–49.
- Taylor, Paul, Richard Fry, y Rakesh Kochhar, 2011, *Wealth Gaps Rise to Record Highs between Whites, Blacks, Hispanics*, Pew Research Center, publicado en: <http://pewsocialtrends.org/2011/07/26/wealth-gaps-rise-to-record-highs-between-whites-blacks-hispanics/>
- Terrier, Gilbert, Rodrigo Valdés, Camilo E. Tovar, Jorge Chan-Lau, Carlos Fernández-Valdovinos, Mercedes García-Escribano, Carlos Medeiros, Man-Keung Tang, Mercedes Vera Martin, y Chris Walker, 2011, "Policy Instruments to Lean against the Wind in Latin America", IMF Working Paper 11/159 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Teixeira da Silva Filho, Tito, 2010, "The Natural Rate of Unemployment in Brazil, Chile, Colombia, and Venezuela: Some Results and Challenges", Documento de trabajo No. 212 (Brasilia: Banco Central de Brasil).
- Tsounta, Evridiki, 2011, "The U.S. Housing Market Outlook—What Are the Potential Benefits of Mitigating Distressed Sales?" *United States—Selected Issues*, IMF Country Report No. 11/202 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Valdés, Rodrigo, 1997, "Emerging Markets Contagion: Evidence and Theory", Documentos de Trabajo del Banco Central, Banco Central de Chile.

# Publicaciones recientes del Departamento del Hemisferio Occidental, enero 2010–agosto 2011

## 1. Working Papers

**WP/11/199** – Shocks, Financial Dependence, and Efficiency: Evidence from U.S. and Canadian Industries, por Marcello Estevão y Tiago Severo.

**WP/11/197** – External Adjustment and the Global Crisis, por Philip R. Lane y Gian Maria Milesi-Ferretti.

**WP/11/191** – Home Sweet Home: Government’s Role in Reaching the American Dream, por Evridiki Tsounta.

**WP/11/165** – Foreign Exchange Intervention: A Shield against Appreciation Winds? por Gustavo Adler y Camilo E. Tovar.

**WP/11/159** – Policy Instruments to Lean against the Wind in Latin America, por Gilbert Terrier, Rodrigo O. Valdés, Camilo E. Tovar Mora, Jorge A. Chan Lau, Carlos Fernandez Valdovinos, Mercedes Garcia-Escribano, Carlos I. Medeiros, Man-Keung Tang, Mercedes Vera Martin, y W. Christopher Walker.

**WP/11/157** – The Dynamic Implications of Debt Relief for Low-Income Countries, por Alma Lucia Romero-Barrutieta, Ales Bulir, y Jose Daniel Rodriguez-Delgado.

**WP/11/105** – Has the Great Recession Raised U.S. Structural Unemployment? por Marcello M. Estevão e Evridiki Tsounta.

**WP/11/92** – International Mutual Funds, Capital Flow Volatility, and Contagion—A Survey, por Gaston Gelos.

**WP/11/84** – The Dynamics of the Term Structure of Interest Rates in the United States in Light of the Financial Crisis of 2007–10, por Carlos I. Medeiros y Marco Rodriguez Waldo.

**WP/11/72** – An Analysis of U.S. Fiscal and Generational Imbalances: Who Will Pay and How? por Nicoletta Batini, Giovanni Callegari, y Julia Guerreiro.

**WP/11/58** – Creditless Recoveries, por Abdul Abiad, Giovanni Dell’Ariccia, y Bin (Grace) Li.

**WP/11/44** – Sovereign Credit Ratings and Spreads in Emerging Markets: Does Investment Grade Matter?, por Michelle Tejada y Laura Jaramillo.

**WP/11/32** – Recession and Policy Transmission to Latin American Tourism: Does Expanded Travel to Cuba Offset Crisis Spillovers?, por Andrew M. Wolfe y Rafael Romeu.

**WP/11/17** – Strengthening Chile’s Rule-Based Fiscal Framework, por Teresa Dabán Sánchez.

**WP/11/14** – Interpreting Currency Movements During the Crisis: What’s the Role of Interest Rate Differences?, por Thomas Dowling y Nicoletta Batini.

**WP/11/10** – What Is Driving Financial De-dollarization in Latin America?, por Mercedes Garcia-Escribano y Sebastián Sosa.

**WP/11/2** – The Chilean Output Gap, por Nicolas E. Magud y Leandro Medina.

**WP/10/292** – Weathering the Global Storm: The Benefits of Monetary Policy Reform in the LA5 Countries, por Jorge Iván Canales Kriljenko, Luis Ignacio Jácome, Ali Alichí e Ivan Luis de Oliveira Lima.

**WP/10/279** – A Note on Terms of Trade Shocks and the Wage Gag, por David O. Coble Fernandez y Nicolas E. Magud.

**WP/10/271** – When and Why Worry About Real Exchange Rate Appreciation? The Missing Link between Dutch Disease and Growth, por Nicolas E. Magud y Sebastián Sosa.

**WP/10/248** – Structural Breaks in Fiscal Performance: Did Fiscal Responsibility Laws Have Anything to Do with Them?, por Carlos Caceres, Ana Corbacho y Leandro Medina.

**WP/10/241** – On the Distributive Effects of Terms of Trade Shocks: The Role of Non-tradable Goods, por Sebastián Galiani, Daniel Heymann y Nicolas E. Magud.

**WP/10/192** – The Dynamic Effects of Commodity Prices on Fiscal Performance in Latin America, por Leandro Medina.

**WP/10/169** – Peru: Drivers of De-dollarization, por Mercedes Garcia-Escribano.

**WP/10/168** – Does Procyclical Fiscal Policy Reinforce Incentives to Dollarize Sovereign Debt?, por Anastasia Guscina, Anna Ilyina y Herman Kamil.

**WP/10/117** – Determinants of Investment Grade Status in Emerging Markets, por Laura Jaramillo.

**WP/10/108** – The Global Financial Crisis and its Impact on the Chilean Banking System, por Jorge A. Chan-Lau.

**WP/10/107** – Balance Sheet Network Analysis of Too-Connected-to-Fail Risk in Global and Domestic Banking Systems, por Jorge A. Chan-Lau.

**WP/10/102** – The Global Credit Crunch and Foreign Banks' Lending to Emerging Markets: Why Did Latin America Fare Better?, por Herman Kamil y Kulwant Rai.

**WP/10/98** – Regulatory Capital Charges for Too-Connected-to-Fail Institutions: A Practical Proposal, por Jorge A. Chan-Lau.

**WP/10/86** – The Embodiment of Intangible Investment Goods: A Q-Theory Approach, por Nazim Belhocine.

**WP/10/62** – The U.S. Federal Debt Outlook: Reading the Tea Leaves, por Oya Celasun y Geoffrey Keim.

**WP/10/60** – The Influence of “Big Brothers”: How Important Are Regional Factors for Uruguay?, por Sebastián Sosa.

**WP/10/59** – Caribbean Bananas: The Macroeconomic Impact of Trade Preference Erosion, por Paul Cashin, Cleary Haines y Montfort Mlachila.

**WP/10/54** – Precautionary Reserves: An Application to Bolivia, por Fabian Valencia.

**WP/10/43** – Current Account Balance Estimates for Emerging Market Economies, por Leandro Medina, Jordi Prat e Alun Thomas.

**WP/10/42** – Informal Labour and Credit Markets: A Survey, por Nicoletta Batini, Young-Bae Kim, Paul Levine e Emanuela Lotti.

**WP/10/35** – Spillovers to Central America in Light of the Crisis: What a Difference a Year Makes, por Andrew Swiston.

**WP/10/23** – Financial Shocks and TFP Growth, por Marcello Estevão y Tiago Severo.

**WP/10/13** – Canada's Potential Growth: Another Victim of the Crisis?, por Marcello Estevão y Evridiki Tsounta.

**WP/10/5** – The Impact of the Global Crisis on Canada: What Do Macro-Financial Linkages Tell Us?, por Rupa Duttagupta y Natalia Barrera.

**WP/10/3** – Investment by Large Firms in Argentina, por Alvaro Piris.

**WP/10/2** – Public Debt Sustainability and Management in a Compound Option Framework, por Jorge A. Chan-Lau e Andre Santos.

**WP/10/1** – Post-Crisis Bank Behavior: Lessons from Mercosur, por Sarah Sanya y Montfort Mlachila.

## 2. Selected Issues Papers

### Barbados

- *Growth Dynamics*, por Gamal El-Masry y Lulu Shui.
- *External Stability*, por John Ralyea.
- *Barbados' Financial System in the Aftermath of the Global Crisis*, por Carla Macario.

### Bolivia

- *Hydrocarbon Revenue Sharing Arrangements*, por Fabian Bornhorst.
- *Precautionary Reserves: An Application to Bolivia*, por Fabian Valencia.

### Brasil

- *The Monetary Transmission Mechanism in Brazil* por Carlos Fernandez Valdovinos and Paulo Medas.
- *Brazil's Experience Managing Capital Inflows: The Role of Capital Flow Management Measures* por Roberto Benelli, Alex Segura-Ubiergo and Chris Walker
- *A Global Yield Model for Analyzing the Dynamics of Brazil's Term Structure of Interest Rate* por Marco Rodriguez y Richard Munclinger.
- *Brazil's External Competitiveness: What's the Impact of China's Competition* por Roberto Benelli, Karlye Dilts, and Kai Guo.
- *How Strong are Revenue Tailwinds in Brazil?* por Marialuz Moreno Badia and Fabian Bornhorst
- *Taking Stock of Housing Finance in Brazil* por Roberto A. Perrelli and Aloísio Costa.
- *The Savings-Investment Balance in Brazil: Medium-Term Challenges* por Roberto Benelli and Aloísio Costa .
- *Exchange Rate Pass-Through into Import Prices: Has the Impact Changed After the Stabilization of Domestic Inflation?* por Paulo Medas.
- *Potential Output and the Commodity Boom in Brazil* por Chris Walker.
- *The Puzzle of Brazil's High Real Interest Rates* por Alex Segura-Ubiergo
- *A Term Structure Model for Brazil: A Catalogue for the Stylized Facts and An Analysis of Macroeconomic Interactions* por Marco Rodriguez.
- *Brazil's Fiscal Framework: Successes and Challenges* por Fabian Bornhorst and Paulo Medas.

### Canadá

- *The Post-Crisis Canadian Housing Market*, por Evridiki Tsounta.
- *Interpreting Canada's Currency Movements during the Crisis*, por Nicoletta Batini y Thomas Dowling.

- *Canada's Potential Growth: A Post-Crisis Assessment*, por Evridiki Tsounta.
- *The Bumpy Road Ahead for North American Automakers*, por Nicoletta Batini, Grace Bin Li y John Dowling.
- *Canada's Housing Finance System: Policy Backdrop*, por John Kiff.
- *Canadian Banks and the Credit Turmoil*, por Lev Ratnovski y Rocco Huang.
- *Canadian Residential Mortgage Markets: Boring But Effective?*, por John Kiff.
- *How Do Commodity Prices Affect Economic Slumps in Commodity Exporters?*, por Rupa Duttagupta.
- *Is the Canadian Housing Market Overvalued? A Tale of Two Regions*, por Evridiki Tsounta.
- *The Impact of Global Shocks on Canada—What do Macro-Financial Linkages Tell Us?*, por Rupa Duttagupta y Natalia Barrera.

### Caribe

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

### Chile

- *Assessment of Real Exchange Rate and External Competitiveness*, por Jiri Podpiera y Yi Wu.
- *Capital Inflows, Exchange Rate Flexibility, and Domestic Credit*, por Nicolas Magud.
- *Do Dynamic Provisions Enhance Bank Solvency and Reduce Credit Procyclicality? A Study of the Chilean Banking System*, por Jorge A. Chan-Lau.
- *Strengthening Chile's Rule-based Fiscal Framework*, por Teresa Dabán.
- *Too-Connected-to-Fail Risk in the Chilean Banking System: A Balance Sheet Network Analysis*, por Jorge A. Chan-Lau.
- *A Note on Terms of Trade Shocks and the Wage Gap*, por Nicolas Magud.
- *Revisiting the Estimation of the Chilean Output Gap*, por Nicolas Magud y Leandro Medina.

### Colombia

- *Determinants of Investment Grade Status and Implications for Colombia's Public Debt*, por Laura Jaramillo.
- *Financial Soundness and Credit Growth* por Iva Petrova y Enrique Flores.

## Guyana

- *The Impact of the Global Crisis and Policy Response*, por Magda Kandil.
- *Assessing the Fiscal Structural Stance*, por Carla Macario.

## Estados Unidos

- *The U.S. Housing Market Outlook—What are the Potential Benefits of Mitigating Distressed Sales?* por Evridiki Tsounta.
- *Household Deleveraging and the Recovery*, por Oya Celasun y Grace Bin Li.
- *Policies to Facilitate Labor Market Adjustment*, por Marcello Estevão y Geoffrey Keim.
- *Why are U.S. Firms Hoarding Money?*, por Nicoletta Batini y Joshua Felman.
- *Fiscal Challenges Facing the U.S. State and Local Governments*, por Martin Sommer y Geoffrey Keim.
- *The Challenge of Dealing with Mortgage Delinquencies*, por John Kiff y Evridiki Tsounta.
- *The Great Recession and Structural Unemployment*, por Thomas Dowling, Marcello Estevão e Evridiki Tsounta.
- *Prospects for the U.S. Household Saving Rate*, por Martin Sommer.
- *Production and Jobs: Can We Have One Without the Other?*, por Nicoletta Batini, Marcello Estevão y Geoff Keim.
- *The Financing of U.S. Federal Budget Deficits*, por Oya Celasun y Martin Sommer.
- *The U.S. Government's Role in Reaching the American Dream*, por Evridiki Tsounta.
- *The U.S. Fiscal Gap: Who Will Pay and How?*, por Nicoletta Batini, Giovanni Callegari y Julia Guerreiro.
- *Spillovers from U.S. Federal Debt Issuance: The Case of Emerging Market Sovereign Borrowing*, por Oya Celasun.
- *Strategic Priorities for the Reform of U.S. Financial Regulation*, por Ashok Bhatia, Andrea Maechler y Paul Mills.
- *The U.S. Federal Debt Outlook: A Stochastic Simulation Approach*, por Oya Celasun y Geoffrey Keim.
- *U.S. Potential Growth in the Aftermath of the Crisis*, por Natalia Barrera, Marcello Estevao y Geoffrey Keim.

## México

- *Potential Growth and the Output Gap in Mexico*, por Enrique Flores y Francisco Vazquez-Ahued.
- *The Global Crisis and Potential Growth in Mexico*, por Kornelia Krajnyak.
- *Labor Market Informality and Macroeconomic Performance*, por Kristin Magnusson Bernard.

## Panamá

- *Benefits from Attaining Investment Grade Status and Implications for Panama*, por Mario Dehesa.
- *Macro-Financial Linkages in Panama*, por Juliana Araujo y Kristin Magnusson.

## Paraguay

- *Potential Output Growth in Spillovers from Agriculture*, por Santiago Acosta-Ormaechea.
- *Bank Excess Reserves in Paraguay—Determinants and Implications*, por Teresa Dabán-Sánchez.
- *Financial Sector Issues: Advances in the Implementation of the Financial Sector Assessment Program Recommendations*, por Sylwia Nowak.
- *Paraguay's Tax System in a Regional Perspective*, por Ernesto Crivelli.
- *Post-Crisis Behavior of Banks in Mercosur*, por Sarah O. Sanya y Montfort Mlachila.
- *Sustainable Management of Revenues from Itaipu*, por Teresa Dabán-Sánchez y Walter Zarate.
- *The Monetary Policy Transmission Mechanism in Paraguay*, por Santiago Acosta-Ormaechea y Teresa Dabán-Sánchez.

## Perú

- *Performance of Alternative Fiscal Rules: An Application to Peru*, por Isabel Rial.
- *What to Expect when you are Expecting...Large Capital Inflows? Lessons from Cross-Country Experiences*, por Mercedes Vera Martin.
- *Drivers of De-Dollarization*, por Mercedes Garcia-Escribano.
- *Potential Growth and Output Gap in Peru*, por Leandro Medina.
- *Progress in Strengthening Peru's Prudential Framework*, por Patrick Amir Imam y Jose Giancarlo Gasha.

## Trinidad and Tobago

- *Collapse of CL Financial and Government Intervention* por Hunter Monroe.
- *Monetary Policy in Trinidad and Tobago* por Yi Wu.

## Uruguay

- *Assessing the Structural Fiscal Stance*, por Manuel Rosales Torres.
- *Transmission of Policy Rates in Uruguay: A Cross-Country Perspective*, por Santiago Acosta-Ormaechea.
- *Commodity Prices, Growth and the Fiscal Position in Uruguay*, por Rita Babihuga.
- *Dynamic Loan Loss Provisioning in Uruguay*, por Torsten Wezel.
- *Exchange Rate and Competitiveness Assessment*, por Felipe Zanna.
- *How Important Are Regional Factors for Uruguay?*, por Sebastián Sosa.

