

Estudios económicos y financieros

Perspectivas económicas

Las Américas

Aprovechando el viento a favor



MAYO 10

©2010 Fondo Monetario Internacional

### Cataloging-in-Publication Data

Perpectivas económicas: Las Américas—[Washington, D.C.] : Fondo Monetario Internacional, 2010.

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

“Aprovechando el viento a favor.”

“May 10.”

Includes bibliographical references.

ISBN 978-1-58906-966-4

1. Economic forecasting—North America. 2. Economic forecasting—Latin America. 3. Economic forecasting—Caribbean Area. 4. North America—Economic conditions. 5. Latin America—Economic conditions. 6. Caribbean Area—Economic conditions. 7. Fiscal policy—North America. 8. Fiscal policy—Latin America. 9. Fiscal policy—Caribbean Area. I. International Monetary Fund. II. Series (World economic and financial surveys)

HC94 .R445 2010

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

# Índice

<b>Prefacio</b>	<b>v</b>
<b>Resumen ejecutivo</b>	<b>vii</b>
<b>1. Panorama mundial y perspectivas para Estados Unidos y Canadá</b>	<b>1</b>
El panorama mundial: Recuperación a distintas velocidades	1
Estados Unidos: La recuperación sigue impulsada por las políticas económicas	3
Canadá: La recuperación se está afianzando	8
Implicaciones para la región de América Latina y el Caribe	9
<b>2. Perspectivas para América Latina y el Caribe</b>	<b>13</b>
El crecimiento cobra impulso	13
A diferente velocidad de recuperación, diferentes desafíos macroeconómicos	16
Países exportadores de materias primas con fuertes vínculos con los mercados financieros	20
Retomando el crecimiento	20
Desafíos de política macroeconómica: Cómo gestionar la bonanza	25
Reforzar más los marcos de política macroeconómica	29
Importadores de materias primas con fuertes ingresos por turismo	30
Persisten los shocks mundiales	30
Desafíos de política macroeconómica: Garantizar la sostenibilidad fiscal en un contexto de bajo crecimiento	35
Otros exportadores de materias primas	36
Sosteniéndose en el ciclo de las materias primas	36
Desafíos de política macroeconómica: Evitar los peligros de la prociclicidad	38
¿Volver a los mercados financieros?	38
Otros importadores de materias primas	40
Avanzando por el terreno medio	40
Desafíos de política macroeconómica: Recomponer recursos	41
Conclusión	43
<b>3. Desafíos que plantean las condiciones favorables de financiamiento externo</b>	<b>45</b>
¿Cuáles son las inquietudes?	45
El vigor de la demanda interna...	46
... y la apreciación de la moneda...	50
... pueden crear vulnerabilidades...	52

... y obstaculizar la competitividad, y posiblemente el crecimiento	53
Las políticas tienen importancia...	56
... en el pasado...	56
... y en el futuro, cuando habrá que contemplar una variedad de opciones de política	62
<b>Hemisferio Occidental: Principales indicadores económicos</b>	<b>66</b>
<b>América Latina y el Caribe: Principales indicadores fiscales</b>	<b>67</b>
<b>Referencias</b>	<b>68</b>
<b>Recuadros</b>	
1.1. Evolución reciente de la reforma de la regulación financiera	4
1.2. El equilibrio de la demanda mundial: ¿Quién tomará el lugar del consumidor estadounidense?	5
1.3. La política monetaria de Estados Unidos: ¿Cuán expansiva y por cuánto tiempo?	10
2.1. Las repercusiones potenciales de EGIP en América Latina	15
2.2. Grupos analíticos de países de América Latina y el Caribe	18
2.3. Repercusiones del terremoto de Haití y la función del FMI	21
2.4. La crisis mundial y los resultados sociales	22
2.5. Entradas de capital: Una faceta de las buenas épocas	26
2.6. Impacto de las condiciones de empleo en el turismo y del turismo en el producto	32
2.7. Evolución fiscal y ciclos de las materias primas: Una trayectoria sui géneris	39
3.1. ¿Cuándo son “favorables” las condiciones financieras?	49
3.2. Las entradas de capital en medio de condiciones financieras externas favorables	54
3.3. La apreciación real y el crecimiento: Una mirada general a la “enfermedad holandesa” y problemas similares	57

## Prefacio

La presente edición de *Perspectivas económicas: Las Américas* fue preparada por un equipo dirigido por Steven Phillips y Ana Corbacho bajo la dirección de Rodrigo Valdés y Nicolás Eyzaguirre. Este informe refleja información hasta el 15 de abril de 2010. El equipo estuvo formado por Jorge Iván Canales-Kriljenko, Herman Kamil, Kornélia Krajnyák, Leandro Medina, Rafael Romeu, Bennett Sutton y Secil Topak. Charles Kramer aportó el 1er Capítulo, Gabriel Di Bella hizo contribuciones al 2do Capítulo, y Nicolás Magud, Aurelie Martin, Stephanie Medina Cas, Aditya Narain, y Sebastián Sosa aportaron recuadros. Patricia Attix, Lucía Castro Herrera, María S. Gutiérrez, Leandro Medina, Breno Oliveira, Bennett Sutton y Secil Topak colaboraron en la investigación y producción. Martha Bonilla y Joanne Blake del departamento de Relaciones Exteriores editaron el manuscrito y coordinaron la producción.



## Resumen ejecutivo

*La recuperación mundial se encuentra en marcha, pero a paso diferenciado, con algunos mercados emergentes creciendo rápidamente y un crecimiento más lento en las economías avanzadas. En la mayoría de estas últimas, la reactivación es frágil y sigue dependiendo de políticas económicas de apoyo extraordinarias. En Estados Unidos, el peso de la crisis global se seguirá sintiendo durante algún tiempo dado que el proceso de sanear los balances de los hogares y el sector financiero, junto con la debilidad del mercado laboral, mantendrán contenido el crecimiento de la demanda. Aunque los riesgos sobre las perspectivas de crecimiento estadounidenses parecen estar equilibrados en 2010, se inclinan a la baja en 2011 a medida que se vaya retirando el estímulo fiscal.*

*El ambiente macroeconómico actual ya ha permitido el regreso de condiciones financieras externas favorables y de elevados precios de las materias primas, una situación que se podría prolongar pero que no se espera sea permanente. Se espera que las tasas de interés de política monetaria en las economías avanzadas se mantengan bajas durante cierto tiempo. Como los mercados financieros internacionales ya recuperaron el apetito por el riesgo, muchos países de mercados emergentes estarán enfrentando costos de endeudamiento muy bajos. Al mismo tiempo, el crecimiento más vigoroso de las economías de mercados emergentes, especialmente las de Asia, continuará apuntalando los precios de las materias primas.*

*La reactivación de América Latina y el Caribe está ocurriendo más rápido de lo esperado, pero su velocidad varía en cada país. Se espera un crecimiento más fuerte en muchos de los países exportadores de materias primas que se encuentran más integrados con los mercados financieros mundiales. En otros países, la expansión no será tan dinámica, especialmente en aquellos que sufren el efecto de la lenta recuperación de las economías avanzadas, como es el caso de las economías que dependen del turismo. Para algunos países se proyecta un crecimiento más lento debido a estrangulamientos sectoriales y a otras limitaciones del lado de la oferta, y en ciertos casos se prevé una contracción del producto tendencial.*

*En los países exportadores de materias primas con vínculos más fuertes con los mercados financieros internacionales, el desafío es el buen manejo de la fase de expansión del ciclo económico en medio de condiciones externas muy favorables. Esto incluye la necesidad de recalibrar las políticas macroeconómicas para darles una orientación neutral, una tarea más inmediata en las economías que se encuentran más avanzadas dentro del ciclo. Será especialmente importante eliminar paulatinamente el estímulo fiscal, aliviando parcialmente la carga de la política monetaria, y permitiendo que las tasas de política monetaria retornen al terreno neutral de manera más pausada. Para algunos de los otros países exportadores de materias primas, los desafíos de política serán más estructurales, incluyendo el evitar los riesgos de prociclicidad en el campo fiscal, anclar políticas macroeconómicas, y recuperar el acceso a los mercados financieros.*

*La débil recuperación de los países importadores de materias primas con fuertes ingresos por turismo constituirá un gran desafío para las autoridades, ya que los niveles elevados de deuda y el acceso limitado al financiamiento dan lugar a difíciles dilemas de política.* La prioridad debe ser proteger a los grupos vulnerables y liberar el potencial de crecimiento a través de reformas estructurales. Otros países importadores de materias primas se están recuperando paulatinamente gracias al aumento de la exportación, pero la entrada de remesas continúa disminuyendo. Muchas de estas economías prácticamente han agotado el margen para estímulo macroeconómico y deben reservar el remanente con prudencia para hacer frente a los riesgos a la baja.

*Esta edición de Perspectivas económicas: Las Américas elabora sobre las prioridades de política económica en América Latina y el Caribe durante la fase de expansión.* El capítulo 1 pasa revista a la situación mundial y las perspectivas para Estados Unidos y Canadá haciendo particular hincapié en las implicaciones para los demás países de la región; el capítulo 2 describe las perspectivas para América Latina y el Caribe.

*El capítulo 3 profundiza en los desafíos que plantean las condiciones financieras externas holgadas, que son favorables pero no están libres de riesgos.* Al mismo tiempo que brinda oportunidades para mejorar la composición de la deuda pública y reducir el costo de la inversión, el financiamiento externo barato trae consigo el riesgo de dar lugar a ciclos de auge seguido por otros de colapso, dado que puede llevar a escaladas de la demanda interna, los precios de los activos y el crédito y los déficits en cuenta corriente. Un alza de los precios de exportación de las materias primas podría recalentar aún más la demanda. Las respuestas de política económica afectan la probabilidad de que esos riesgos se materialicen o no: es importante permitir una flexibilidad considerable del tipo de cambio, así como tener disciplina fiscal e implementar políticas macroprudenciales. Otro tipo de medidas, como los impuestos a las entradas de capital pueden complementar esas respuestas, pero adolecen de importantes limitaciones.



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

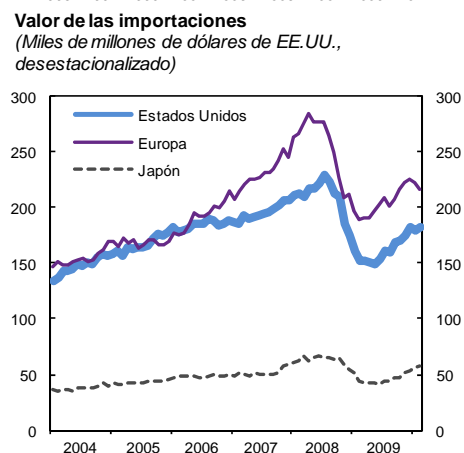
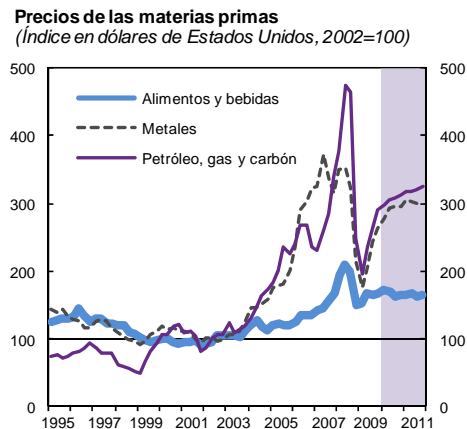
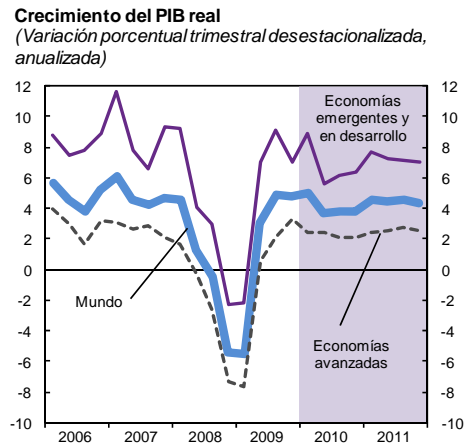
*La recuperación económica se encuentra en marcha y las previsiones de crecimiento mundial ha aumentado gracias a que los mercados financieros se normalizaron más rápido de lo esperado y las políticas de estímulo surtieron efecto. La reactivación de las economías avanzadas todavía es moderada y depende del apoyo de las políticas públicas; en cambio, muchas economías emergentes están experimentando una recuperación más vigorosa gracias al financiamiento externo favorable y precios de las materias primas cada vez más altos.*

## El panorama mundial: Recuperación a distintas velocidades

Los niveles extraordinarios de estímulo fiscal y monetario están apoyando una recuperación mundial, tras la profunda recesión que siguió a la crisis financiera. Las expansiones fiscales implementadas durante la primera parte de 2009 en las grandes economías —que promediaron alrededor de 2% del PIB en los países avanzados del G-20 en 2009, y alrededor de 2½% del PIB en los países emergentes del G-20— comenzaron a surtir pleno efecto durante el segundo semestre del año. Las políticas monetarias altamente expansivas —con tasas de interés de política monetaria a niveles mínimos y relajamiento monetario no convencional— implementadas en una serie de países durante la crisis, apoyaron tanto la demanda como la estabilidad financiera. Gracias al afianzamiento de la confianza y a la mejora en las condiciones financieras, la producción manufacturera y el comercio mundial experimentaron una fuerte recuperación, y los precios de las materias primas repuntaron después

Nota: El autor de este capítulo es Charlie Kramer.

**Gráfico 1.1. La recuperación mundial se encuentra en marcha, con el repunte del comercio y los precios de las materias primas.**



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

el primer semestre de 2009 (gráfico 1.1). Según las previsiones, los precios de las materias primas seguirán altos en 2010–11, debido a la limitada capacidad instalada ociosa de estos sectores y a la fuerte recuperación cíclica de algunos mercados emergentes clave; sin embargo, las presiones inflacionarias potenciales no deberían descarrilar la recuperación.

A su vez, en las grandes economías se observan pocos indicios de una reanimación autosostenida de la demanda privada. El crecimiento del consumo sigue bajo en 2010 en general, a pesar de la mejora sustancial en la confianza de los hogares y también algunas señales preliminares de que el deterioro del empleo está finalizando. La inversión empezó a reactivarse a fines de 2009, pero como la intermediación financiera no se ha recuperado plenamente y la capacidad instalada ociosa sigue alta, es improbable que un boom de inversión sostenido consiga impulsar la recuperación. De hecho, la solidez reciente en la demanda de las economías avanzadas se debe en gran medida a un giro brusco en el ciclo de inventarios, reflejando los recortes excesivos de las existencias que anteriormente profundizaron la recesión. Según nuestras proyecciones, las economías avanzadas registrarán un crecimiento de 2% en 2010, luego de una contracción de 3¼% en 2009 —con la lenta recuperación aún contenida por el saneamiento de los balances patrimoniales de los consumidores y de los bancos, y el nivel elevado del desempleo. Se espera que un legado de esta crisis a mediano plazo sea alguna pérdida permanente de producto.

No obstante, un número creciente de economías emergentes y en desarrollo están mostrando señales de fuerte recuperación a comienzos de 2010. Durante la recesión, la mayoría evitaron la inestabilidad financiera interna y, en la medida de lo posible y dentro de las restricciones domésticas, emplearon estímulo fiscal para respaldar la actividad. Desde mediados de 2009, el crecimiento de estas economías se ha apoyado en la fuerte recuperación del comercio internacional, y algunos países se beneficiaron del repunte de los precios mundiales de las materias primas, particularmente de la energía y de los metales.

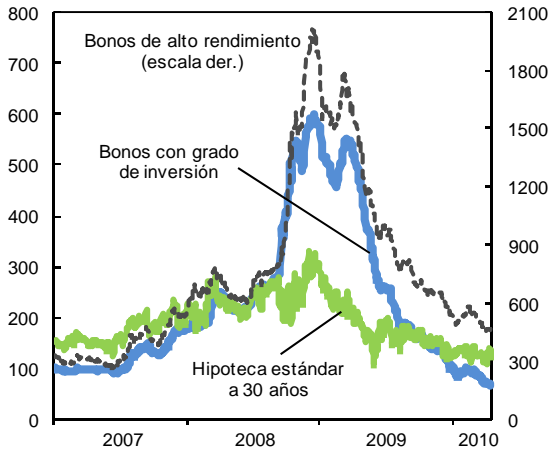
Según nuestras previsiones, las economías emergentes y en desarrollo alcanzarán un crecimiento de 6% en 2010 comparado con aproximadamente 2% en 2009, encabezadas por el crecimiento vigoroso de las economías en desarrollo de Asia.

Entre tanto, las condiciones financieras internacionales mejoraron desde el punto más bajo de la crisis, pero algunos segmentos siguen con dificultades, sobre todo el crédito bancario en las economías avanzadas (gráfico 1.2). Los mercados de dinero se han estabilizado y al mismo tiempo se ha moderado el ajuste restrictivo de los estándares de crédito bancario; aun así, los balances bancarios siguen bajo presión, con niveles de capitalización bajos y todavía acumulando pérdidas crediticias. La mayoría de los intermediarios financieros continúan desapalancándose, y los clientes sin acceso a los mercados de capital (consumidores y empresas pequeñas y medianas) enfrentan restricciones crediticias. Por otra parte, los mercados de capitales están recuperándose, y a comienzos de 2010 los deudores con grado de inversión —entre ellos, prestatarios soberanos de mercados emergentes— podieron emitir bonos a tasas cercanas a las vigentes antes de la crisis. Mientras tanto, se están extrayendo lecciones de la crisis para la regulación financiera (recuadro 1.1).

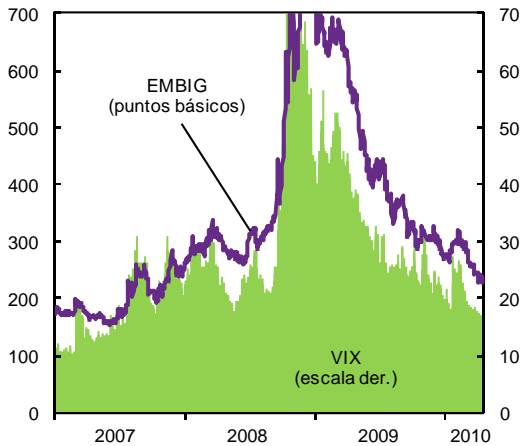
La amplia liquidez mundial y la caída en la aversión al riesgo desde los máximos registrados durante la crisis han facilitado la situación de los mercados emergentes. Con mejores perspectivas de crecimiento, algunos de los mercados emergentes están recibiendo entradas de capital sustanciales desde mediados de 2009, y en ciertos casos, se ven presiones de revaluación en sus monedas. Los principales activos de los mercados emergentes avanzados ya se cotizan a niveles observados antes de la crisis. Sin embargo, dados la fragilidad del apetito por el riesgo y el riesgo en ciertos países, aún es posible que los inversionistas reduzcan sus posiciones de riesgo (como aparentemente sucedió a principios de este año al surgir las preocupaciones por Grecia), lo cual moderaría las entradas de capital hacia las economías emergentes y en desarrollo.

**Gráfico 1.2. Las condiciones en los mercados financieros mejoraron más rápido de lo anticipado y en algunas medidas han vuelto a los niveles previos a la crisis.**

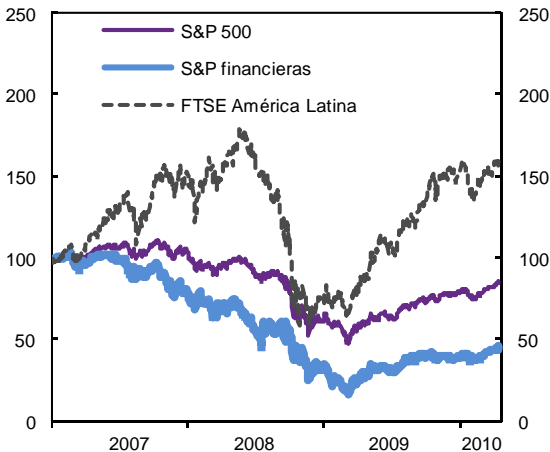
**Estados Unidos: Diferenciales de tasas de interés**  
(Diferencial respecto de los títulos del Tesoro de Estados Unidos a 10 años; puntos básicos)



**Aversión al riesgo global y diferenciales en mercados emergentes**



**Precios de las acciones**  
(4 de enero de 2007 = 100)



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

Esta recuperación “a distintas velocidades” exige que los países ajusten sus políticas económicas de acuerdo a sus propias circunstancias. En las economías avanzadas, las brechas del producto son considerables y el crecimiento todavía está apoyado por el sector público más que por el privado. A su vez, algunos mercados emergentes ya experimentan una recuperación impulsada por la demanda privada, están llegando a casi plena capacidad, y están atrayendo capital del exterior. Estas diferencias implican distintos ritmos y secuencias para el retiro de las políticas de apoyo implementadas durante la crisis. En las grandes economías avanzadas, el retiro de las políticas de apoyo seguirá siendo un proceso lento, y las bajas tasas de política monetaria contribuirán a condiciones favorables de financiamiento en los mercados emergentes por un tiempo. A mediano plazo, la salida de estas políticas —incluido un ajuste fiscal gradual en Estados Unidos— ayudará a corregir lentamente las deficiencias que originaron los desequilibrios globales (recuadro 1.2).

## Estados Unidos: La recuperación sigue impulsada por las políticas económicas

Las políticas de estímulo y el ciclo de inventarios impulsaron la recuperación de la actividad económica estadounidense (gráfico 1.3). El PIB creció 5,6% (tasa anual desestacionalizada) durante el cuarto trimestre de 2009 como resultado de la aceleración de la inversión y de la desaceleración de la reducción de inventarios (esta última aportó más de la mitad del crecimiento del PIB). La contribución de las exportaciones netas pasó de negativa a positiva porque repuntó el crecimiento de las exportaciones en medio de la recuperación de la demanda mundial, mientras que el crecimiento de las importaciones se desaceleró.

A pesar de que la inversión en bienes raíces rompió su caída libre a mediados de 2009, la misma continuó deprimida el resto del año, no obstante el

### Recuadro 1.1. Evolución reciente de la reforma de la regulación financiera

**El proceso de reforma de la regulación financiera que puso en marcha el G-20 busca corregir las deficiencias en los marcos regulatorios que quedaron evidenciadas por la crisis.** De ese proceso están surgiendo poco a poco recomendaciones a nivel nacional e internacional, lo que produce cierta incertidumbre regulatoria para el sector financiero.

**Las propuestas están más avanzadas en el área del fortalecimiento de los capitales bancarios.** A mediados de 2009 se anunciaron cambios al marco regulatorio de Basilea II —se especificaron mayores niveles de capitalización para las operaciones propias de los bancos en valores (*trading books*) y algunas titulizaciones— que deberán estar implementadas para fines de 2010.

**Otras propuestas de reforma (anunciadas en diciembre de 2009) centradas en el capital y la liquidez bancaria aún no han sido finalizadas; los nuevos niveles de capitalización quedarán calibrados a fines de 2010 y la implementación está contemplada para fines de 2012.** Estas propuestas tienen por objetivo:

- Mejorar la calidad del capital bancario, incrementando la proporción del capital básico (tier 1); armonizando la definición del capital complementario (tier 2) a nivel internacional; y mejorando la cobertura de riesgo del marco de capitalización, por ejemplo con respecto al riesgo de contraparte).
- Complementar requisitos de capitalización ponderada por riesgo con límites de apalancamiento, cuyos detalles aún no se han finalizado.
- Reducir la prociclicidad, mediante ajustes conservadores en los requisitos de capital para reflejar períodos de estrés; un provisionamiento dinámico; metas de reservas de capital amortiguadoras; y aumentos de reservas de capital amortiguadoras tras períodos de expansión crediticia fuertes). Los detalles de estas propuestas se están finalizando.
- Abordar el riesgo sistémico y de interconexión, a través de un factor de correlación de los valores de los activos mejor calibrados en las calificaciones internas, que implicaría exigir mayores niveles de capitalización para la exposición crediticia a grandes empresas financieras reguladas o entidades no reguladas con alto apalancamiento como *hedge funds*).
- Reducir la dependencia en calificaciones externas dentro del marco de adecuación del capital.
- Introducir estándares comunes internacionales para reservas mínimas de liquidez de alta calidad, con el doble objetivo de i) poder hacer frente a salidas de liquidez durante un período de estrés de 30 días y ii) igualar los perfiles de vencimiento de los pasivos y los activos dentro de un plazo de un año.

**Las recomendaciones en otros ámbitos están menos avanzadas.** El marco de supervisión macroprudencial aún está evolucionando, y se busca aliviar los ciclos crediticios y los riesgos de interconexión. El diálogo sobre cuestiones relacionadas con el riesgo sistémico y las instituciones sistémicamente importantes es complicado, entre otras razones, por cuestiones políticas y jurídicas. Los temas que están sobre la mesa son la ampliación del perímetro regulatorio, la introducción de regulaciones prudenciales diferentes para instituciones sistémicamente importantes, la posibilidad de crear un regulador de riesgo sistémico, el establecimiento de un marco de resolución para las instituciones sistémicamente importantes, y el replanteamiento de la función de los reguladores en los mercados de titulización y derivados extrabursátiles.

**Obviamente, estas propuestas no abarcan todos los ámbitos que requieren mejoras para reforzar la estabilidad financiera.** Sigue pendiente lograr una respuesta de supervisión adecuada, mejorar el manejo del riesgo y la buena administración (*governance*) en el sector financiero, y fomentar la igualdad de condiciones internacionales (mediante la implementación adecuada y consistente de normas prudenciales) a través de sectores (acelerando las reformas en los sectores de seguros y mercados de valores que aún no se han tomado).

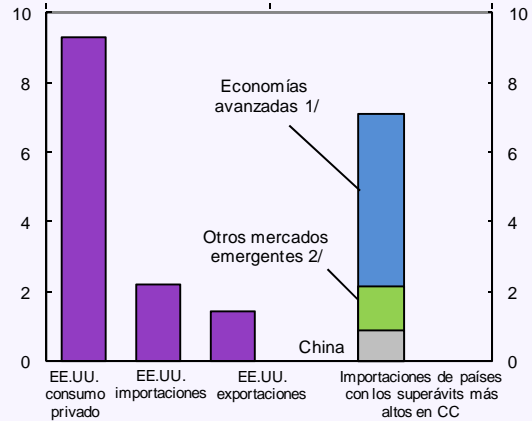
Nota: Los autores de este recuadro son Aditya Narain y Kornélia Krajnyák.

**Recuadro 1.2. El equilibrio de la demanda mundial: ¿Quién tomará el lugar del consumidor estadounidense?**

En los próximos años, mientras los hogares estadounidenses recortan el consumo y recomponen sus ahorros, ¿qué podrá llenar el vacío que dejarán en la demanda mundial? Llenar ese vacío no es trivial —el consumo privado de Estados Unidos es uno de los montos más importantes de la economía mundial: en 2006, el último año completamente a salvo de la crisis, ascendió a \$9,3 billones (gráfico 1). Supongamos que ese nivel disminuye de manera permanente en 10%, que es aproximadamente la diferencia entre el consumo a mediano plazo proyectado por el FMI y el nivel que se hubiera observado si desde 2007 el consumo hubiera seguido creciendo al ritmo previo a la crisis. ¿Qué tipo de ajuste se necesitaría en otras cifras —por ejemplo, las exportaciones de Estados Unidos y las importaciones de los países socios— para llenar ese vacío? (Obviamente, compensar una tasa de crecimiento del consumo permanentemente más baja sería aún más problemático, pero para evitar complicaciones nos enfocaremos en niveles, y no en tasas de crecimiento.)

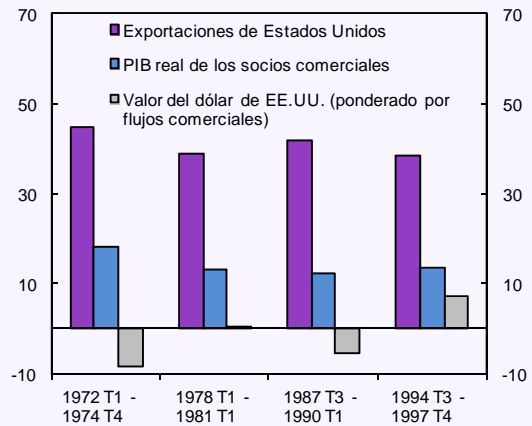
Parte del ajuste ocurriría a través de una caída de las importaciones, pero el impacto quizás no sería muy grande. Concretamente, al bajar el gasto en consumo bajarían también las importaciones de consumo, pero alrededor de 70% del consumo de Estados Unidos es servicios y la cantidad de bienes de consumo importados es pequeña. En 2006, el consumo de bienes importados fue alrededor de \$446.000 millones, en comparación con el consumo privado nominal de alrededor de \$9,3 billones (según las cuentas de ingreso y producto nacional de Estados Unidos). No hay duda de que esta comparación subestima considerablemente la importancia de las importaciones porque excluye los productos automotrices (\$256.000 millones, incluyendo piezas) e insumos intermedios utilizados en la producción de bienes de consumo (por ejemplo, el petróleo). No obstante, el volumen global de importaciones es relativamente bajo, lo cual implica que el impacto sería pequeño, aun si las importaciones de bienes de consumo son muy sensibles (digamos, con una elasticidad de 2) a la caída del consumo.

**Estados Unidos: Consumo, exportaciones e importaciones de los países con los superávits más altos en cuenta corriente, 2006**  
(Miles de millones de dólares de Estados Unidos)



Fuentes: FMI, *Direction of Trade Statistics*; y cálculos del personal técnico del FMI.  
1/ Suma de los 15 países con mejor desempeño.  
2/ Suma de los 7 países con mejor desempeño que son mercados emergentes, excluida China.

**Exportaciones de Estados Unidos y condiciones externas durante escaladas de las exportaciones de Estados Unidos**  
(Variación porcentual acumulativa)



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

Nota: El autor de este recuadro es Charles Kramer y Kornélia Krajnyák.

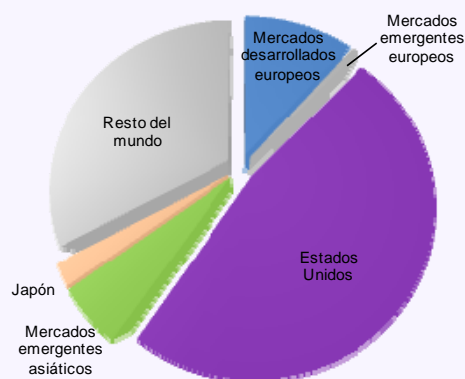
**Recuadro 1.2. (conclusión)**

**Si el resto del ajuste recayera en las exportaciones, requeriría un aumento muy grande: con exportaciones de alrededor de \$1,4 billones, el aumento rondaría el 60%.** Históricamente, aumentos en exportaciones estadounidenses han sido menores (gráfico inferior). El crecimiento acumulado (de mínimos a máximos) más fuerte de las exportaciones reales estadounidenses totalizó alrededor de 40–45% y ocurrió a lo largo de varios años. En dos de los cuatro casos, coincidió con una depreciación importante del dólar. Y en dos episodios también coincidió con importantes iniciativas de política económica (o bien ocurrió justo después); a saber, el final del sistema de Bretton Woods a comienzos de los años setenta, y cuando se firmaron los acuerdos del Plaza/Louvre en los años ochenta. Por último, períodos de crecimiento en las exportaciones de Estados Unidos también estuvieron acompañadas de períodos de crecimiento sustancial de los países socios (un crecimiento acumulado de hasta 15%). En resumen, las circunstancias fueron más bien —y quizás inusualmente— propicias para la exportación.

**Esto exige, naturalmente, un aumento de igual magnitud en el total de importaciones procedentes de Estados Unidos en otros países.** Por ejemplo, el ajuste de las importaciones globales (procedentes de todos los países) de los 15 países con los superávits externos más elevados no sería trivial, pero tampoco gigantesco (12%). Ahora bien, las exportaciones estadounidenses se dirigen desproporcionadamente a los países del G-7: alrededor de \$400.000 millones va al G-7; o sea, casi el doble de ALC o de Asia. Tomando en cuenta la proporción relativamente pequeña de la exportación de Estados Unidos que está destinada a los países de mercados emergentes, si el ajuste recayera en los siete principales países de mercados emergentes con superávits, sus importaciones tendrían que subir 45%. Y si, para poner un ejemplo, recayera únicamente en China, sus importaciones globales tendrían que incrementarse más o menos 100%. Usando como regla general una elasticidad de 2,0 para las importaciones en relación con la demanda interna, el aumento de la demanda interna en esos países equivaldría más o menos a la mitad de esas magnitudes.

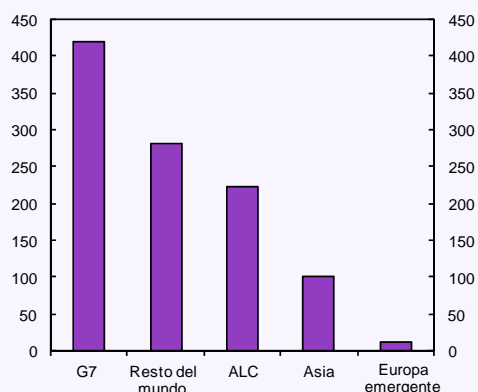
**Todos estos elementos, y otros más, probablemente tendrían que coincidir para llenar poco a poco el vacío que dejaría el consumo estadounidense.** Las importaciones y las exportaciones estadounidenses son más bien pequeñas en comparación con el consumo privado, y tendrían que ajustarse juntas para generar las cantidades necesarias. En este sentido, si ocurriera una depreciación real del dólar, podría haber más incentivos para la exportación y menores importaciones. Y finalmente, tendría que aumentar la demanda interna en el extranjero, para absorber el aumento de las exportaciones de Estados Unidos.

**Destinos de las exportaciones latinoamericanas, 2006**  
(Millones de dólares de Estados Unidos)



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

**Exportaciones de Estados Unidos a otras regiones, 2006**  
(Miles de millones de dólares de Estados Unidos)



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

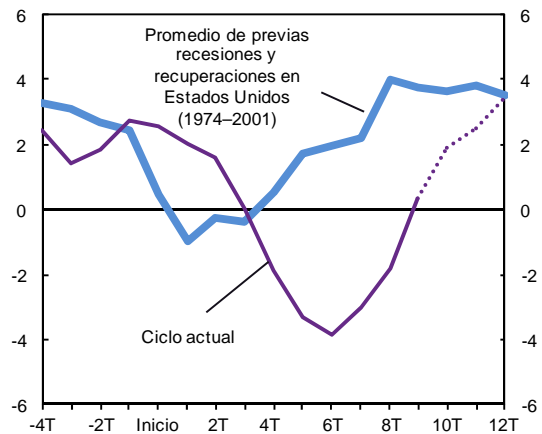
apoyo del programa de compras de bonos respaldados por hipotecas de la Reserva Federal y los créditos fiscales para la compra de viviendas. Entre tanto, la inversión en bienes raíces comerciales continuó contrayéndose fuertemente en el segundo semestre de 2009 debido al deterioro del mercado inmobiliario comercial. El crecimiento del consumo privado cayó un poco a fines de 2009, al suavizarse el gasto en bienes duraderos por la expiración del programa gubernamental de permutas de automóviles (conocido como “efectivo por su cacharro”).

La situación de los mercados laborales se está estabilizando, pero sigue sombría. En marzo de 2010, la tasa de desempleo llegó a 9,7% aún 2 puntos porcentuales por encima del nivel registrado un año atrás y alrededor del máximo de los últimos 25 años. El desempleo de largo plazo y la subutilización de la mano de obra (incluyendo trabajadores desalentados) también se mantuvieron elevados y actualmente rozan los máximos históricos. Las condiciones laborales son mucho peores en sectores como la construcción —que ya se recuperó de sus niveles más bajos pero sigue con problemas— y para los trabajadores hispanos, que en marzo registraban tasas de desempleo de 24,9% y 12,6%, respectivamente.

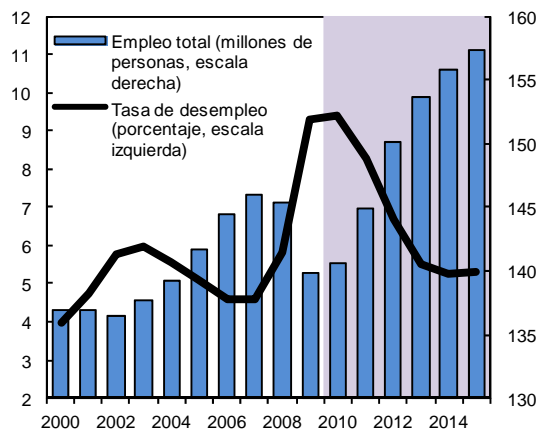
A pesar del aumento en las proyecciones de crecimiento, las perspectivas apuntan a una recuperación tímida. El FMI proyecta un crecimiento de 3,1% en 2010, cifra considerablemente más alta que el 1,5% proyectado en la edición de octubre de 2009 de *Perspectivas de la economía mundial*, pero aún menor que en la salida de otras recesiones. El crecimiento disminuiría a 2,4% en 2011, a medida que se reduzca la brecha del producto, madure el ciclo de inventarios y se retraiga el estímulo fiscal. La tasa de desempleo caerá lentamente, y seguirá rezagada con respecto a la recuperación de la actividad (como suele ocurrir históricamente). Las presiones inflacionarias se mantendrán contenidas, dada la capacidad ociosa sustancial en los mercados de trabajo y de productos. En general, el perfil de la recuperación será el propio de una economía enfrentada a una

**Gráfico 1.3. Una leve recuperación ha empezado con ajustes en hojas de balance afectando a los consumidores.**

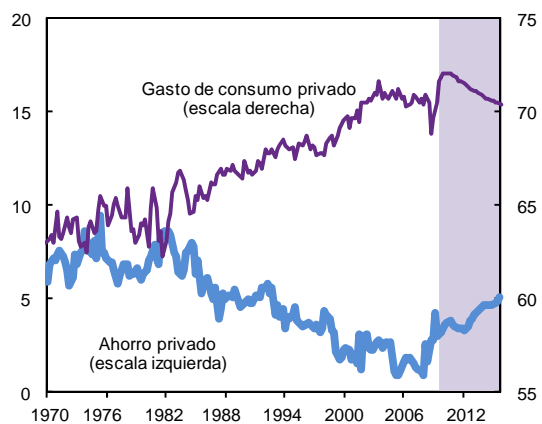
**Estados Unidos: Recuperación en perspectiva**  
(Variación porcentual interanual)



**Estados Unidos: Perspectivas del empleo**



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



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

doble dificultad: los débiles balances patrimoniales en los hogares y en las instituciones financieras.

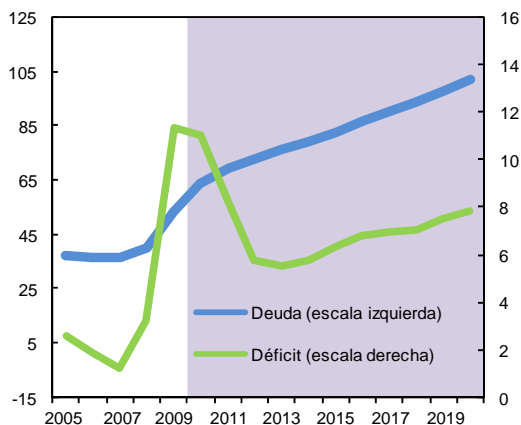
Los riesgos están relativamente equilibrados en 2010, pero se inclinan a la baja en 2011. A corto plazo, los sectores de bienes raíces residenciales y comerciales plantean riesgos a la baja para el crecimiento. Aún así, estos riesgos están más o menos contrarrestados por una recuperación del ciclo de inventarios sólida e inesperada. Pero más allá del muy corto plazo predominan los riesgos a la baja; especialmente, el de un empeoramiento de los mercados inmobiliarios, con tasas de ejecución hipotecaria más altas de lo esperado. A mediano plazo

los riesgos de un aumento de las tasas de interés serán cada vez mayores, debido a la preocupación en torno a la situación fiscal.

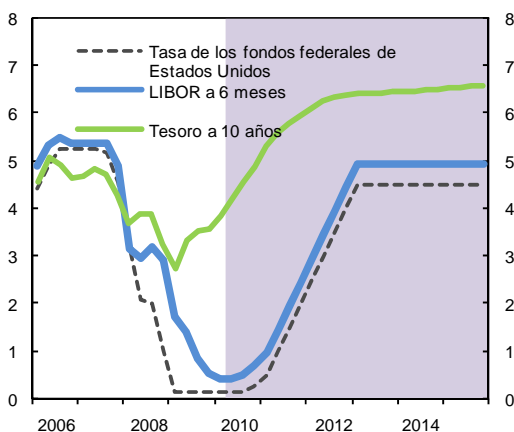
En ese contexto, la política macroeconómica estadounidense probablemente continúe sesgada fuertemente hacia apoyar la economía en el futuro (gráfico 1.4). Aunque la Reserva Federal de Estados Unidos sigue preparando una estrategia para retirar las facilidades de liquidez de emergencia, también continúa señalando que la tasa de política monetaria se mantendrá a niveles excepcionalmente bajos durante un período prolongado (véase el recuadro 1.3). En consecuencia, los mercados de futuros y las previsiones privadas no contemplan un endurecimiento significativo de la política de la Reserva Federal durante 2010, y algunos observadores piensan que se mantendrá sin cambios hasta mediados de 2011. La política fiscal es expansiva en 2010 e incluye algunas iniciativas recientes para brindar ayuda a los desempleados y al mercado laboral. El presupuesto de 2011 contempla un apoyo adicional de corto plazo para la economía y el empleo. Pero más allá del corto plazo, el principal reto macroeconómico para Estados Unidos es lograr controlar sus desequilibrios fiscales. Aunque la reforma reciente del sistema de salud ampliará la cobertura y ayudará un poco a reducir los déficits a mediano plazo, un ajuste fiscal más profundo y firme (que incluya medidas para incrementar los ingresos y controlar los costos médicos) será necesario para mejorar las perspectivas fiscales a mediano plazo. Sin este tipo de ajuste el personal técnico del FMI proyecta que la deuda pública superará el 100% del PIB durante la próxima década, con el riesgo cada vez mayor de que las preocupaciones a raíz de la situación fiscal aumenten las tasas de interés.

**Gráfico 1.4. Los ajustes de política macroeconómica tendrán que mantenerse por algún tiempo.**

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



**Estados Unidos: Tasas de interés a corto plazo**  
(Porcentaje)



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

## Canadá: La recuperación se está afianzando

A diferencia de lo ocurrido en Estados Unidos, la demanda interna se mantuvo relativamente resistente en Canadá. El país se vio afectado fuertemente por la recesión mundial, y sufrió una reducción sustancial del producto en medio del

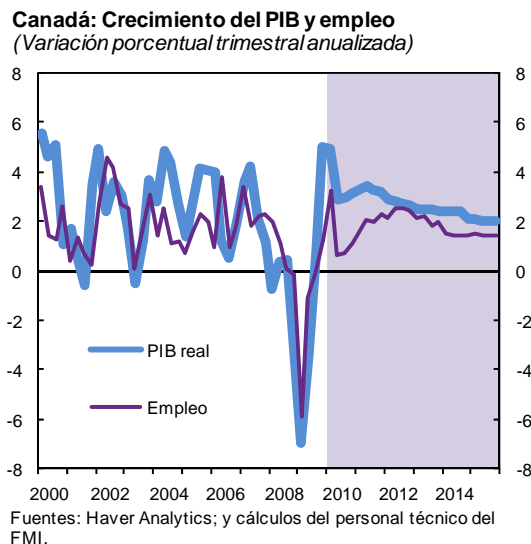


colapso del comercio internacional y de los precios de las materias primas (gráfico 1.5). Sin embargo, el sector financiero canadiense salió relativamente ileso de la recesión gracias a una regulación rigurosa y a prácticas bancarias prudentes. La demanda interna también resistió: durante el segundo semestre de 2009 se regularizó el crecimiento del consumo y el mercado de la vivienda se mantuvo robusto, con avances tanto en la construcción como en los precios de la vivienda. En el mercado laboral, la tasa de desempleo subió durante la crisis, pero se mantuvo tendencialmente por debajo de las tasas estadounidenses por primera vez en varias décadas. El empleo tendió a mostrar un crecimiento positivo desde mediados de 2009 (comparado con la caída continuada, aunque cada vez menor, del empleo en Estados Unidos). Las condiciones financieras, por su parte, se mantienen favorables, gracias al bajo nivel de los costos de crédito y a la ausencia de estrés en el sistema financiero, a diferencia de lo acontecido en otros países.

No obstante, el fortalecimiento del dólar canadiense contrarrestó el estímulo que la demanda externa aportó gracias a la recuperación de la actividad económica mundial. Como consecuencia del repunte de los precios de las materias primas y dado que los inversionistas ya no buscan refugiarse tanto en el dólar de EE.UU., la moneda canadiense se fortaleció frente a la estadounidense y desde octubre del año pasado se encuentra cerca de la paridad. El resultado ha sido una recuperación débil de las exportaciones y un déficit continuo en cuenta corriente.

La resistencia de la economía canadiense se debe en gran medida a políticas macroeconómicas bien calibradas, y se prevé que el crecimiento ronde 3% tanto en 2010 como en 2011. Un estímulo fiscal de 2% del PIB tanto en 2009 como en 2010 está contribuyendo a fomentar la demanda, pero no ha puesto en duda la credibilidad fiscal de Canadá, legado de más de una década de consolidación antes de que estallara la crisis. De la misma manera, el extraordinario apoyo monetario — la tasa de política monetaria se encuentra en su piso efectivo y existe un compromiso condicional de

**Gráfico 1.5. En Canadá, el crecimiento se ha recuperado y se ha restablecido el crecimiento del empleo.**



mantenerla a ese nivel, sumado a la generosa provisión de liquidez— está sustentando tanto la demanda como la estabilidad financiera. A su vez, las expectativas inflacionarias a mediano plazo se mantienen bien ancladas y rondan el objetivo de inflación de 2% fijado por el Banco de Canadá, prueba de la credibilidad del marco de metas de inflación.

## Implicaciones para la región de América Latina y el Caribe

La recuperación mundial está estimulando las exportaciones latinoamericanas, con especial vigor en el sector de las materias primas. Tras el colapso del comercio internacional, los flujos comerciales comenzaron a repuntar a mediados de 2009, pero los volúmenes actuales se encuentran significativamente por debajo de los niveles registrados antes de la crisis. La recuperación continua del comercio internacional en 2010–11 y la normalización de los vínculos de producción transfronterizos seguirán siendo factores de tracción importantes para los exportadores de la región. A la vez, el crecimiento vigoroso de Asia emergente seguiría apoyando los precios de las materias primas y favoreciendo a los exportadores de

### Recuadro 1.3. La política monetaria de Estados Unidos: ¿Cuán expansiva y por cuánto tiempo?

Uno de los elementos centrales de las políticas instituidas por Estados Unidos ante la crisis fue una expansión sin precedentes de la política monetaria. La Reserva Federal desplegó medidas de política monetaria no convencionales, que abarcan una variedad de mecanismos de liquidez novedosos junto con una “expansión crediticia” para apoyar a los mercados financieros. A medida que las presiones financieras se descomprimieron, se desactivaron muchos de esos mecanismos, particularmente los que tenían por objeto aumentar la liquidez; las compras de activos financieros continuaron hasta fines de marzo, pero a un ritmo decreciente. Siguiendo la evolución de la crisis, la Reserva Federal fue recortando sucesivamente la tasa de fondos federales (desde 5¼%) hasta 0–25 puntos porcentuales en diciembre de 2008, un mínimo histórico.

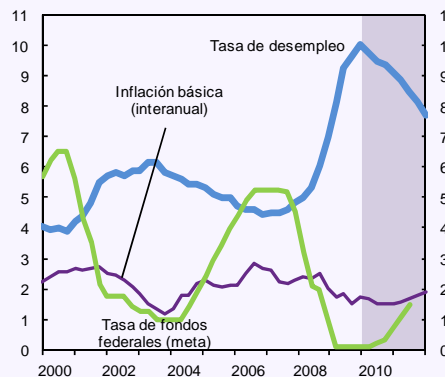
**¿Cuánto tardará la Reserva Federal en contraer la política monetaria?** Los últimos datos y las perspectivas sugieren que la posición sumamente expansiva se mantendrá durante algún tiempo. La economía tiene abundante capacidad ociosa: la tasa de desempleo se redujo ligeramente tras tocar 10% —el máximo de los 26 últimos años—, pero sigue siendo elevada, y probablemente caiga muy gradualmente. Entre tanto, la inflación básica (*core*) sigue moderándose, y las expectativas de inflación a largo plazo se mantienen estables. Además, aunque las condiciones financieras mejoraron considerablemente, aún se mantienen algo restrictivas.

**Las cotizaciones en los mercados son consistentes con la expectativa de que la Reserva Federal mantendrá una política sumamente expansiva a corto plazo;** los analistas de mercado también pronostican un endurecimiento muy paulatino. A fines de 2006, la curva de futuros de los fondos federales mostraba una tasa de política monetaria de alrededor de 5% a lo largo de los 24 meses siguientes. (Los precios de los futuros de fondos federales deben interpretarse con cuidado; los contratos no son del todo líquidos, particularmente a vencimientos más largos, y posiblemente incluyan una prima por plazo). Para fines de 2008, cuando la Reserva Federal había recortado la tasa a un mínimo histórico, la curva se había desplomado e implicaba que las tasas permanecerían a niveles bajos. Desde entonces, la curva se empinó, y ahora muestra una tasa de política monetaria implícita de alrededor de 2% en dos años, que aún es baja. De acuerdo con las proyecciones del grupo Blue Chip, la tasa de fondos federales seguirá una trayectoria ascendente en línea con el mercado de futuros. Algunos analistas económicos, sobre todo los más optimistas, proyectan una contracción monetaria más pronta. Otros —entre ellos dos de los grandes bancos de inversión— no proyectan que la Reserva Federal aumentará las tasas hasta mediados de 2011.

**Resumiendo, aunque hay discusión sobre el sendero preciso que seguirá la tasa de interés, el consenso es que la política monetaria estadounidense seguirá siendo sumamente expansiva durante un período prolongado.** De hecho, la última declaración del Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal repitió que, “el Comité ... continúa previendo que las condiciones económicas, incluidas las bajas tasas de utilización de factores, las tendencias moderadas de inflación, y la estabilidad de perspectivas de inflación, probablemente justifican niveles excepcionalmente bajos de la tasa de fondos federales durante un período prolongado”. Por lo tanto, es probable que las condiciones financieras mundiales —incluyendo las que influyen en los flujos de capital destinados a los mercados emergentes— sigan favorables durante algún tiempo a raíz de la postura monetaria estadounidense.

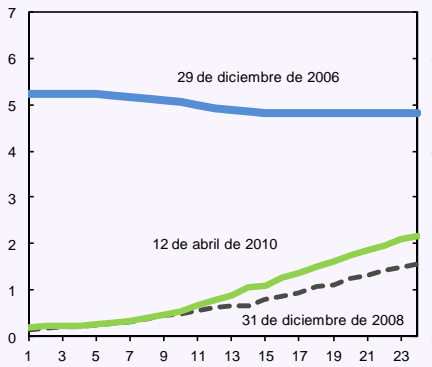
Nota: El autor de este recuadro es Charles Kramer.

**Estados Unidos: Inflación, desempleo y tasa de fondos federales**  
(Porcentaje)



Fuentes: Blue Chip Financial Forecasts; y cálculos del personal técnico del FMI.

**Rendimiento de los futuros de los fondos federales**  
(Porcentaje; el eje de la abscisa representa los meses hasta el vencimiento)



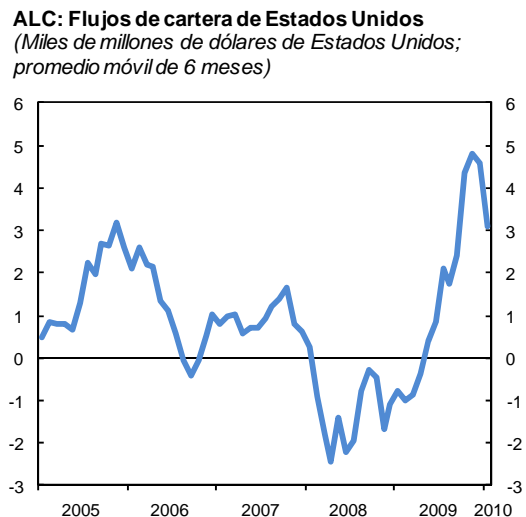
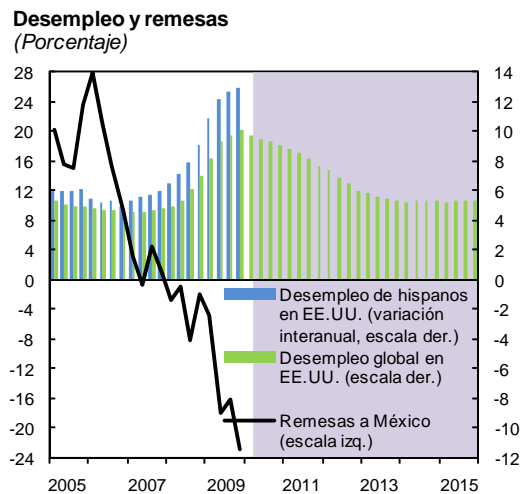
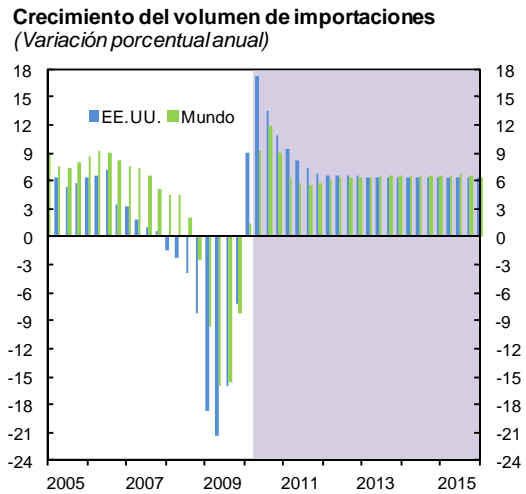
Fuente: Bloomberg, L.P.

materias primas de la región de América Latina y el Caribe (ALC), principalmente al estimular la demanda interna.

En medio de la recuperación mundial, algunos factores negativos surgirán debido a las condiciones macroeconómicas en Estados Unidos, especialmente en 2011 cuando el crecimiento se desacelere (gráfico 1.6). La debilidad persistente del consumo nacional debido a la recomposición del ahorro de los hogares en los próximos años reducirá la demanda de bienes importados. La lenta recuperación del empleo frenará aún más la recuperación del turismo, postergando el repunte de las economías que dependen de este sector. A la vez, dada la debilidad del mercado de la vivienda estadounidense y de la construcción, la recuperación del empleo en la construcción seguirá siendo moderada. Dados los estrechos vínculos que existen entre ese sector y las remesas de trabajadores a América Latina, son bajas las perspectivas de un rápido repunte de las remesas, que en muchos países se encuentran un 10% o más por debajo de los niveles previos a la crisis.

En contraste, Estados Unidos probablemente contribuya al empuje financiero que están experimentando una serie de países de la región. A lo largo de los últimos trimestres, la abundancia de liquidez mundial, la recuperación del apetito de riesgo y la mejora de las perspectivas de crecimiento han canalizado flujos de capital hacia algunas regiones emergentes; entre ellas, América Latina. Dadas las perspectivas de la política monetaria estadounidense — que seguiría apoyando la actividad durante un período prolongado— y de los mercados financieros, esta tendencia probablemente continúe. El bajo nivel de la tasa de los fondos federales, la debilidad de la demanda interna de crédito en Estados Unidos y un apetito de riesgo aún mayor —sumados al atractivo perfil de riesgo de algunos mercados latinoamericanos— podrían continuar atrayendo capital hacia ciertos mercados y aumentar los precios de los activos de la región. Si se mantienen esos factores financieros de empuje y tracción, el panorama regional continuará caracterizándose por condiciones favorables de financiamiento externo y presiones generadas por los flujos de capital durante un período sostenido.

**Gráfico 1.6. La situación macroeconómica en Estados Unidos está asociada con cierta desaceleración; sin embargo, EE.UU. contribuye al impulso financiero en América Latina.**



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



## 2. Perspectivas para América Latina y el Caribe

La región de América Latina y el Caribe se está recuperando de la crisis algo más rápidamente de lo previsto. No obstante, la velocidad de la recuperación y los correspondientes desafíos de política macroeconómica difieren marcadamente entre los países. En el caso de algunos de los mayores exportadores de materias primas, el contexto externo favorable y un fuerte repunte de la demanda interna están impulsando el crecimiento. Los desafíos en el futuro se refieren al manejo de la fase ascendente del ciclo económico y la adaptación a las condiciones financieras externas más favorables. En cambio, para algunos de los países importadores de materias primas más pequeños, los retos probablemente estén determinados por una recuperación económica lenta, especialmente en aquellos países que dependen más del turismo y que se ven limitados por sus altos niveles de endeudamiento.

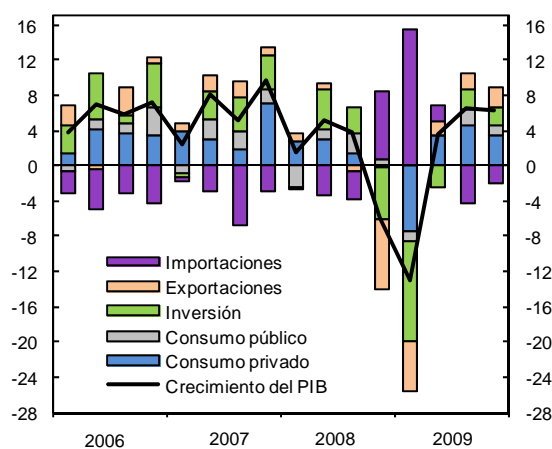
### El crecimiento cobra impulso

La reactivación económica de la región de América Latina y el Caribe (ALC) en su conjunto está avanzando más rápidamente de lo esperado. Tras sufrir una profunda caída al final de 2008 y comienzos de 2009, el crecimiento promedio regional, ponderado por la paridad de poder adquisitivo (PPA), se reanudó en el segundo semestre de 2009. La recuperación está impulsada por un fuerte repunte del consumo privado. Se prevé también que la inversión, que se desplomó en lo peor de la crisis, se acelerará en los períodos venideros (gráfico 2.1).

Para 2010, se proyecta que el PIB regional crecerá 4%, lo que constituye un buen desempeño en

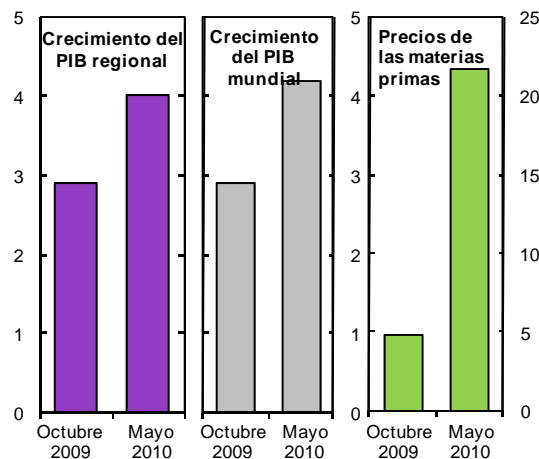
**Gráfico 2.1. El rebote en el consumo y las mejores condiciones externas están ayudando a la recuperación de la economía.**

**ALC: Contribución al crecimiento del PIB 1/**  
(Variación porcentual trimestral, desestacionalizada a tasa anual; promedios ponderados por la PPA)



1/ Incluye Argentina, Brasil, Chile, Colombia, Ecuador, México, Perú, la República Dominicana y Venezuela.

**ALC: Previsiones para 2010 1/**  
(Variación porcentual anual)



1/ Promedio ponderado según la PPA

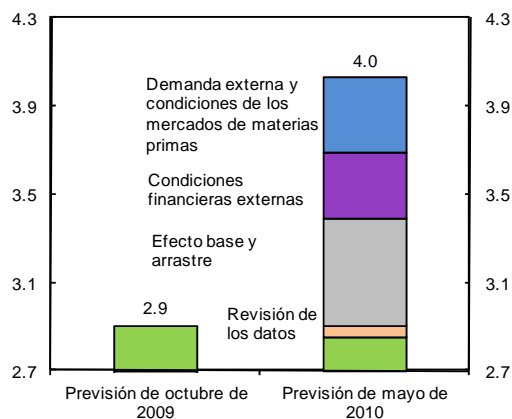
Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: Este capítulo fue preparado por Ana Corbacho y Rafael Romeu, quienes contaron con la colaboración de Jorge Iván Canales-Kriljenko, Gabriel Di Bella, Herman Kamil, Kornélia Krajnyák, Leandro Medina, Bennett Sutton y Secil Topak.

**Gráfico 2.2. Mejoras en las condiciones externas explican alrededor del 60% de la revisión en el pronóstico para 2010.**

**ALC: Revisión de los pronósticos de crecimiento del PIB para 2010**

(Variación porcentual anual; ponderado por el PIB en función de la PPA.)



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

relación a los estándares históricos<sup>1</sup>. Esto representa una revisión al alza en torno a 1 punto porcentual en comparación con el pronóstico para 2010 presentado en la edición de octubre de 2009 de *Perspectivas económicas: Las Américas*. Las mejores perspectivas para las exportaciones de materias primas contribuyen a explicar alrededor del 30% de la revisión de las previsiones del crecimiento, la mejora en las condiciones financieras externas alrededor de otro 30%, mientras que las revisiones a los datos históricos y el efecto base de un mayor crecimiento en el segundo semestre de 2009 explican el 40% restante (gráfico 2.2)<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> El crecimiento regional fue del 2,5% desde los años 80, para luego acelerarse a más del 5% durante el período de bonanza de 2004–07.

<sup>2</sup> Estas estimaciones están basadas en el modelo regional BVAR del FMI para América Latina, comparando el pronóstico de crecimiento bajo diferentes escenarios: i) el escenario previsto en la edición de octubre de 2009 de *Perspectivas económicas: Las Américas*; ii) un escenario que incorpora revisiones de los datos históricos; iii) un escenario que incorpora los resultados efectivamente observados del segundo semestre de 2009, y iv) el escenario actual que incorpora los pronósticos más recientes sobre el contexto externo para 2010.

Las perspectivas presentan riesgos en ambos sentidos. Tal como se señala en el capítulo 1, en el escenario de referencia se supone que las condiciones financieras externas se mantienen relativamente favorables durante algún tiempo. Una mejora del entorno financiero implicaría riesgos al alza para el crecimiento en aquellos mercados emergentes de la región que tienen perspectivas de crecimiento más auspiciosas y vínculos más fuertes con los mercados internacionales de capital. Los precios de las materias primas también podrían repuntar más si la recuperación de Asia resultara ser más veloz de lo que actualmente se prevé, lo cual sería una buena noticia para los principales exportadores de materias primas de la región. Una cuidadosa gestión macroeconómica será fundamental para mitigar los riesgos derivados de un potencial ciclo de auge y caída (*boom and bust*) apuntalado por las condiciones externas favorables.

Los riesgos a la baja siguen presentes, siendo más pronunciados de 2011 y los años subsiguientes. El crecimiento de las economías avanzadas sigue dependiendo en gran medida del respaldo público, con la incertidumbre aumentando a medida que se reduce el estímulo después de 2010. El lento avance del proceso de saneamiento de los balances del sector financiero o los temores acerca de la sostenibilidad fiscal podrían socavar la confianza en la recuperación mundial e intensificar la aversión al riesgo en todo el mundo. El alza de los diferenciales de los bonos públicos registrada en Grecia desde enero de 2010, y la propagación de sus efectos a España, Portugal y otras economías avanzadas que enfrentan importantes desafíos fiscales, han puesto de relieve una persistente situación de fragilidad. Los vínculos con la economía real de la región de ALC son limitados, pero la región podría resultar afectada de materializarse los riesgos extremos (recuadro 2.1). Una recuperación más débil de las economías avanzadas también podría traer aparejado un menor nivel de empleo y de consumo, planteando riesgos a la baja para aquellas economías de la región de ALC que dependen más de los ingresos del turismo y de las remesas de los trabajadores.

**Recuadro 2.1. Las repercusiones potenciales de EGIP en América Latina**

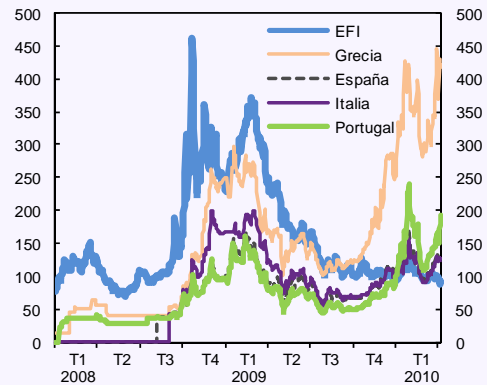
**La desaceleración mundial agravó los factores subyacentes de vulnerabilidad fiscal en las economías avanzadas y desencadenó una crisis de confianza en Europa meridional a comienzos de 2010.** Grecia ha sido el epicentro. La trayectoria de los diferenciales de los bonos públicos griegos empezó a divergir notablemente de la de otros países de la Unión Europea en octubre de 2009. Los diferenciales soberanos en Portugal, España e Italia han sido los más afectados. De hecho, desde finales del año pasado, España, Grecia, Italia y Portugal (EGIP) han sido los países que más aportaron al contagio intersoberano en la zona del euro (GFSR, 2010).

**Los vínculos con la economía real de la región de ALC son limitados, pero podría haber repercusiones financieras si se materializaran los riesgos extremos.** Las exportaciones a EGIP representan menos del 5% de las exportaciones totales de ALC, y eso limita el contagio a través de canales reales. Pero en un caso extremo, una crisis de deuda soberana en Europa meridional podría desbordarse a través de la confianza del mercado. Según nuestro análisis, los diferenciales de los *credit default swaps* (CDS) soberanos de ALC no son muy sensibles a las fluctuaciones de los diferenciales de los CDS griegos, pero son relativamente más sensibles a la aversión al riesgo mundial, representada por la volatilidad implícita del índice S&P 500 (VIX). Se observó un salto repentino del VIX en enero de 2010 y nuevamente en abril, en línea con los diferenciales griegos. Pero el VIX ha permanecido relativamente bajo para estándares históricos.

**Los bancos españoles con operaciones en ALC representan un canal de transmisión directo, aunque hay fuentes de resistencia.** Las presiones de financiamiento soberano podrían desplazar al crédito privado e inducir a los bancos internacionales a replugar sus actividades transfronterizas. Sin embargo, los bancos internacionales con operaciones en ALC, incluidos los bancos españoles, han dependido principalmente de subsidiarias financiadas con depósitos locales, y no tanto de los flujos transfronterizos. Esta ha resultado ser una fuente de resistencia durante la crisis mundial (véase el capítulo 4 de la edición de mayo de 2009 de *Perspectivas económicas: Las Américas*). Por otro lado, los bancos españoles con operaciones en la región siguen estando bien capitalizados y cuentan con provisiones considerables, gracias a regulaciones que tienen en cuenta el ciclo económico. Algunas autoridades están considerando limitar más estrictamente los préstamos a entidades vinculadas para mitigar cualquier riesgo que pudiera surgir.

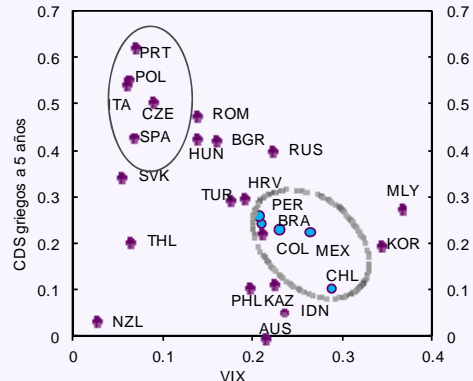
Nota: Este recuadro fue preparado por Ana Corbacho y Secil Topak.

**Diferenciales de CDS en EFI y EGIP**



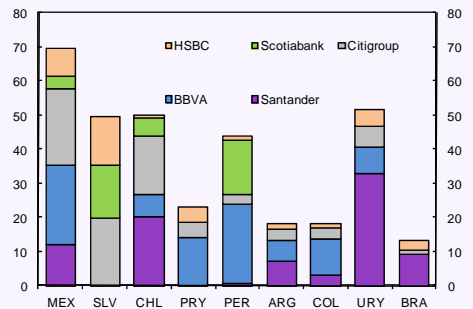
Fuente: Bloomberg, L.P.

**Sensibilidad de los diferenciales de CDS soberanos a los diferenciales griegos y la volatilidad mundial 1/ (Porcentaje)**



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.  
1/ Basada en regresiones de cada país sobre las variaciones porcentuales semanales de los diferenciales de CDS griegos y el índice VIX durante el período de octubre de 2009 a febrero de 2010.

**Proporción de los activos bancarios en subsidiarias o sucursales de bancos extranjeros con operaciones mundiales 1/ (Porcentaje del total de activos del sistema bancario, fin de 2009)**

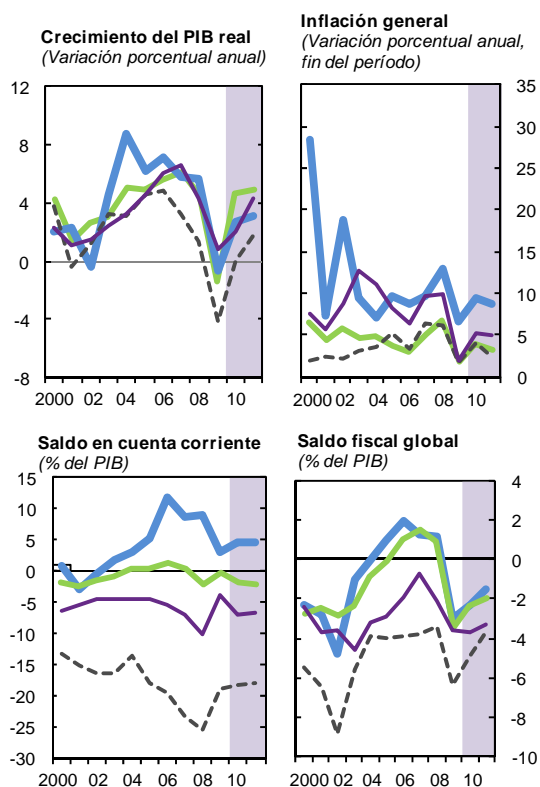


Fuentes: Autoridades nacionales; Bankscope; y cálculos del personal técnico del FMI.  
1/ En los cálculos se incluyen los cinco principales bancos extranjeros con operaciones mundiales. En algunos países, la proporción de activos en bancos de propiedad extranjera podría ser mayor debido a la presencia de otros bancos internacionales o regionales.

**Gráfico 2.3. Se observa considerable heterogeneidad en las perspectivas dentro de la región.**

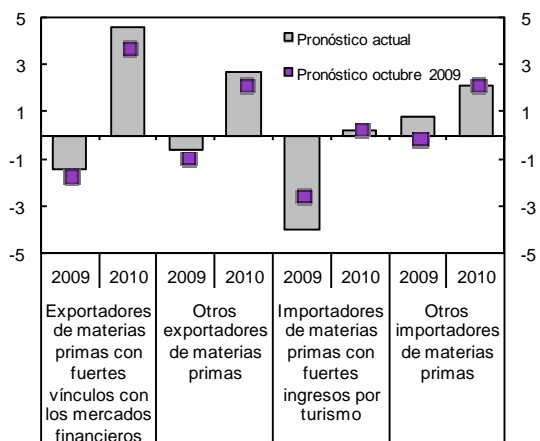
**ALC: Panorama macroeconómico 1/**

- Exportadores de materias primas con fuertes vínculos con los mercados financieros
- Otros exportadores de materias primas
- - - Importadores de materias primas con fuertes ingresos por turismo
- Otros importadores de materias primas



1/ Promedio simple.

**ALC: Perspectivas de crecimiento**  
(Variación porcentual anual)



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

## A diferente velocidad de recuperación, diferentes desafíos macroeconómicos

Las perspectivas de crecimiento más sólidas para la región de ALC en su conjunto ocultan importantes diferencias entre los países. Dado que la velocidad de recuperación de la economía mundial no es uniforme, la región de ALC se ve expuesta a un contexto externo heterogéneo y por lo tanto presenta ritmos de recuperación desiguales entre sus países. Al igual que en ediciones anteriores de *Perspectivas económicas: Las Américas*, se ha dividido la región en cuatro grupos analíticos de países, con el objeto de reflejar las diferencias en su exposición a los shocks externos (recuadro 2.2 y panel 2.1)<sup>3</sup>.

Se prevé que el repunte del crecimiento será más fuerte en los países exportadores de materias primas con fuertes vínculos con los mercados financieros internacionales (gráfico 2.3). Sus perspectivas se sustentan en condiciones externas favorables. Los precios de las materias primas han subido fuertemente desde los mínimos registrados a fines de 2008 y, en el caso de los metales y la energía, se espera que sigan una tendencia ligeramente alcista en 2010–11 (véase el capítulo 1). La demanda de los productos que estos países exportan también está creciendo más de lo previsto, y se ha restablecido el acceso al capital extranjero en términos relativamente favorables. Por último, las importantes medidas de estímulo implementadas durante 2009 aún siguen dando sus frutos.

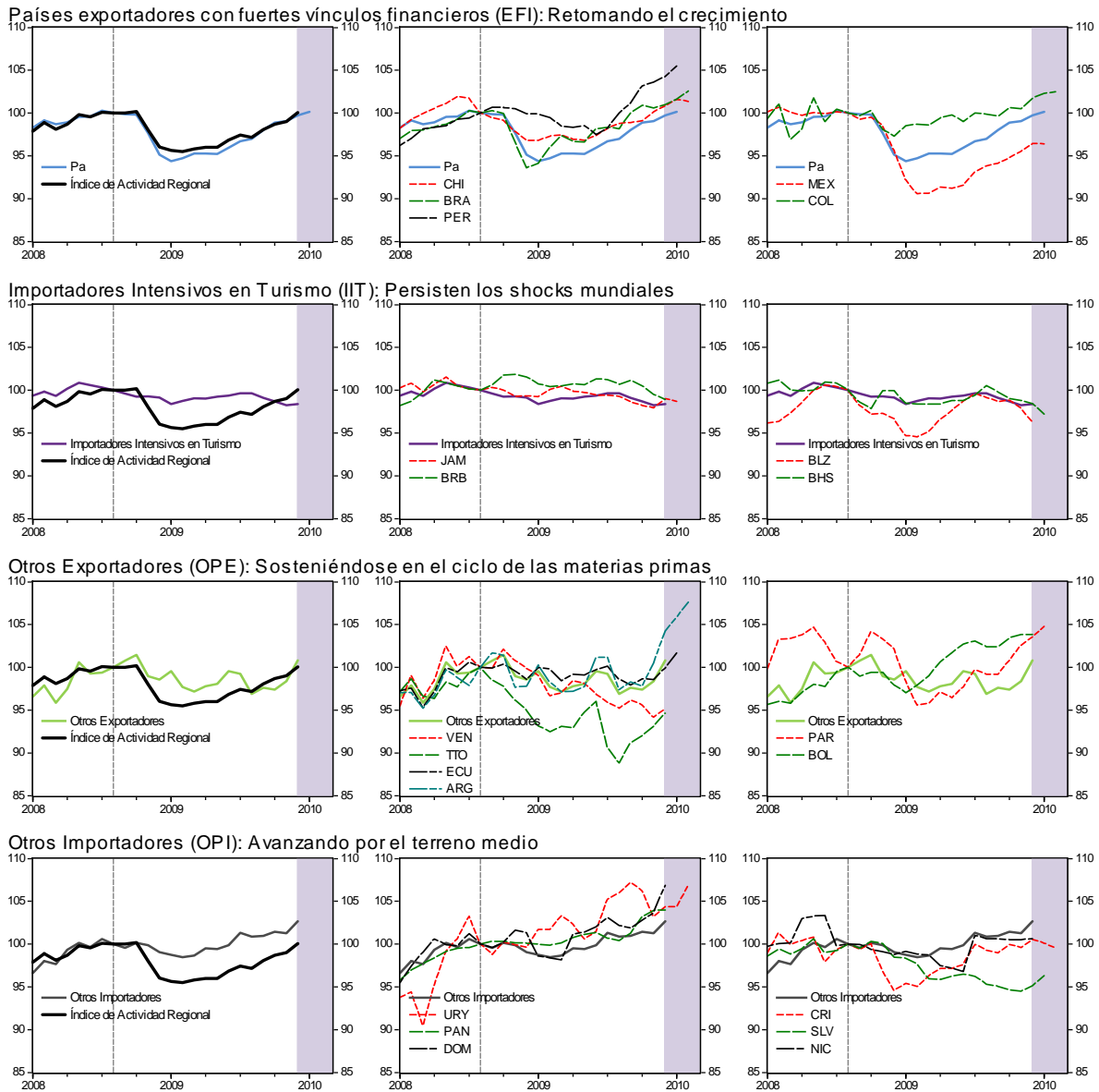
En el extremo opuesto del espectro, las previsiones de crecimiento para los países importadores de materias primas con fuertes ingresos por turismo se han reducido, y se prevé que su desempeño será peor en el ciclo actual que en anteriores episodios de turbulencia económica mundial. Las condiciones externas son menos benignas para estos países. Debido a su estrecha interrelación con la debilidad del empleo en las

<sup>3</sup> Los grupos analíticos tienen por objeto captar las diferencias estructurales entre las economías y no implican una clasificación de los países.



### Panel 2.1. ALC: Índice mensual de actividad económica<sup>1</sup>

*Aunque ambos grupos de exportadores netos de materias primas están retomando el crecimiento, los exportadores con fuertes vínculos financieros internacionales se han recuperado a niveles anteriores a la crisis, debido en parte a un entorno externo favorable y al fuerte crecimiento de la demanda interna. Para algunos de los importadores de materias primas más pequeños, la recuperación sigue siendo lenta, en particular para los que dependen del turismo y se ven restringidos por niveles elevados de endeudamiento.*



Fuentes: Autoridades nacionales; CMC; CTO; Haver Analytics; FMI, *International Financial Statistics*; IMF, *Perspectivas de la economía mundial*, y estimaciones del personal técnico del FMI.

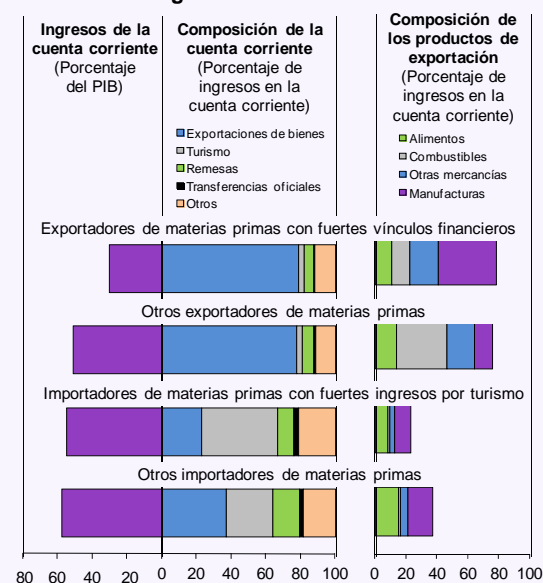
<sup>1</sup> El Índice Mensual de Actividad Económica se construye en base a un conjunto de indicadores mensuales de la actividad económica real, como moneda en circulación, importaciones de bienes de capital, ventas al por menor, y de bienes intermedios/industriales, consumo de energía y electricidad, producción industrial, indicadores de la actividad agregada, entre otros. El índice del PIB mensual es normalizado al nivel de agosto de 2008. El promedio ponderado por el PIB en función de la PPA se ve en la columna izquierda (sólido) para los cuatro grupos analíticos de ALC. El promedio de cada grupo se muestra en las columnas del medio y derecha (sólido) contra los índices de países individuales. El área sombreada muestra el pronóstico del PIB basado en indicadores mensuales.

### Recuadro 2.2. Grupos analíticos de países de América Latina y el Caribe

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

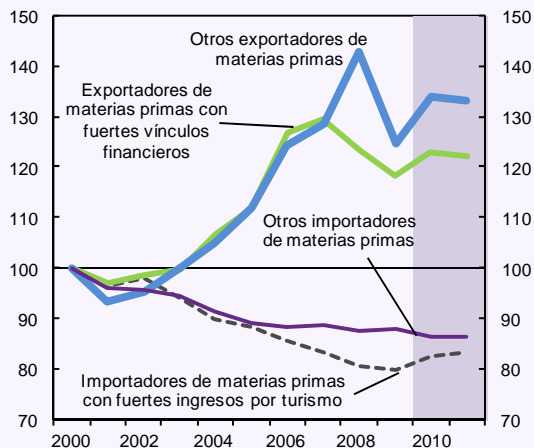
- Exportadores netos de materias primas que tienen pleno acceso a los mercados financieros internacionales.** Para simplificar, estos se denominan *países exportadores de materias primas con fuertes vínculos con los mercados financieros*. Este grupo comprende cinco países que representan dos terceras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

**Estructura de ingresos en la cuenta corriente**



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

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



Fuentes: Cálculos del personal técnico del FMI.

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

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

**Recuadro 2.2. (conclusión)**

- **Países importadores netos de materias primas con importantes sectores turísticos.** Para simplificar, estos se denominan *países importadores de materias primas con fuertes ingresos por turismo*. Este grupo incluye Antigua y Barbuda, Las Bahamas, Barbados, Belice, Dominica, Granada, Jamaica, Saint Kitts y Nevis, San Vicente y las Granadinas y Santa Lucía. Estos países dependen principalmente del turismo para sus ingresos en cuenta corriente externa. Si bien tienen una alta carga de deuda externa, no están muy integrados en los mercados financieros mundiales. Durante 2000–08, los términos de intercambio de estos países experimentaron pérdidas muy significativas dado su limitada base de bienes de exportación y su dependencia de las importaciones de combustibles.
- **Otros importadores de materias primas.** Este grupo incluye a Costa Rica, El Salvador, Guatemala, Guyana, Haití, Honduras, Nicaragua, Panamá, la República Dominicana y Uruguay. Muchos de estos países dependen en gran medida de las remesas. Algunos exportan volúmenes considerables de materias primas, pero aun así sufrieron pérdidas en sus términos de intercambio durante 2000–08 debido a sus fuertes importaciones de combustibles.

economías avanzadas, los shocks al turismo aún no se han superado totalmente y los elevados precios de las materias primas importadas deprimen la actividad económica. Además, en algunos de estos países los altos niveles de deuda restringen el margen de maniobra de la política económica. Si bien algunos países lograron implementar una política fiscal anticíclica en 2009, su rédito en términos de crecimiento fue limitado, probablemente debido a que los multiplicadores fiscales son pequeños. Por otra parte, las iniciativas de estímulo fiscal quizá sean de corta duración, dadas las restricciones de financiamiento que se plantean para el futuro.

Por tanto, en los próximos años los desafíos para las políticas económicas variarán según el país de que se trate. Para muchos de los países exportadores de materias primas con fuertes vínculos con los mercados financieros, el desafío será tener un buen manejo de la fase ascendente del ciclo económico. Un aspecto importante será el momento y la secuencia en que se desmonten las medidas de estímulo macroeconómico implementadas en 2009, y el ajuste a un contexto externo más benigno. A su vez, para muchos de los países importadores de materias primas con importantes entradas por turismo, la demora que muestra la reactivación, unida a los grandes desequilibrios externos y

fiscales, exigirá tomar difíciles decisiones de política económica.

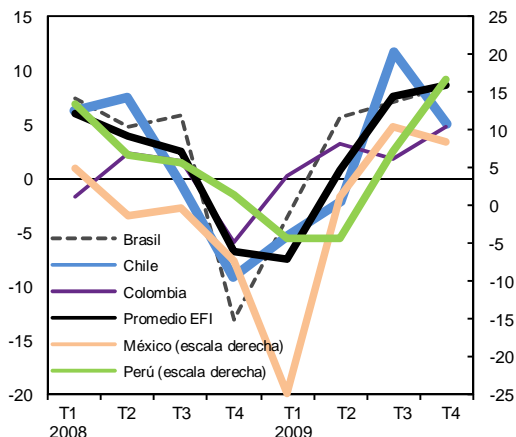
La recuperación en otros países de la región avanza por un terreno intermedio, pero con llamativas diferencias. Los otros países exportadores de materias primas comienzan a transitar un nuevo ciclo de estos productos, especialmente los exportadores de energía. Los desafíos en materia de política económica consistirán en evitar los peligros de la prociclicidad que han sido frecuentes en el pasado, anclar las políticas macroeconómicas y recobrar la credibilidad y el acceso a los mercados financieros internacionales. A diferencia de lo que ocurre en muchos países del mundo que deben lidiar con una demanda deprimida, para algunos de los otros exportadores de materias primas el problema es la restricción de la oferta. En estos países, mejorar el clima de negocios será crucial para atraer la inversión del sector privado y apuntalar el crecimiento potencial.

Los otros países importadores de materias primas se están recuperando gradualmente. El aumento de las exportaciones fomenta el crecimiento, pero las remesas, estrechamente vinculadas al aún debilitado mercado de trabajo de Estados Unidos, siguen

**Gráfico 2.4. El crecimiento se volvió positivo en la segunda mitad de 2009, con una disminución en los balances externos dado el aumento de las importaciones.**

**EFI: Crecimiento del PIB**

(Variación porcentual respecto del trimestre anterior, desestacionalizada a tasa anual)



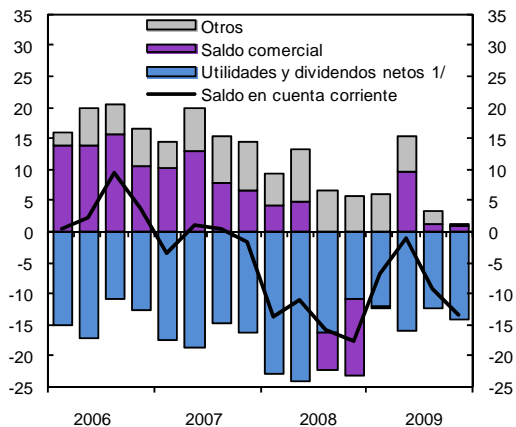
**EFI: Valores de las exportaciones y las importaciones**

(Variación porcentual en 6 meses)



**EFI: Componentes de la cuenta corriente**

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



1/ Incluye beneficios reinvertidos y montos repatriados.

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

disminuyendo. Los posibles riesgos a la baja del futuro crecimiento mundial podrían requerir una mayor austeridad fiscal que la que exige la etapa actual del ciclo económico, para recomponer los márgenes fiscales agotados durante la crisis. Dentro de los otros países importadores de materias primas, Haití enfrenta un panorama especialmente difícil, ya que el devastador terremoto exigirá grandes esfuerzos para mejorar las condiciones sociales y reconstruir la infraestructura económica (recuadro 2.3).

**Países exportadores de materias primas con fuertes vínculos con los mercados financieros (EFI)**

**Retomando el crecimiento**

La actividad económica recobró dinamismo en el segundo semestre de 2009 en los países exportadores de materias primas y fuertemente integrados con los mercados financieros (gráfico 2.4). A partir de septiembre de 2009, el crecimiento respecto al trimestre previo paso a ser positivo en todos los países, y tomó impulso en estos últimos meses. El fuerte consumo interno y el ciclo de reposición de inventarios han sido los principales motores de ese incremento. En Colombia, el crecimiento ya se había reanudado en el primer trimestre de 2009, pero se atenuó hacia fines de año por el menor nivel de exportaciones a Venezuela. En Chile, por otro lado, el reciente terremoto podría desacelerar el fuerte proceso de recuperación en curso. En 2010, se espera que el PIB real de los países exportadores con fuertes vínculos con los mercados financieros crezca alrededor del 4,5%, tras experimentar una baja de aproximadamente 1,5% en 2009. A corto plazo, las perspectivas de crecimiento están sesgadas al alza.

No hay duda de que los indicadores sociales han sido afectados por la crisis financiera mundial. Pero a diferencia de lo ocurrido en el pasado, los significativos avances logrados en este campo en la última década no sufrirán un retroceso (recuadro 2.4). En los países integrados con los mercados

### Recuadro 2.3. Repercusiones del terremoto de Haití y la función del FMI

**El 12 de enero de 2010, un poderoso terremoto de magnitud 7,0 azotó a Haití.** El área de Puerto Príncipe (80% del PIB) sufrió daños muy extensos en materia de transporte, infraestructura de comunicación y vivienda. La mayoría de los edificios públicos se dañaron o destruyeron, entre ellos, la oficina de impuestos y aduanas y el Banco Central. El sistema de pagos se paralizó y el sistema bancario dejó de funcionar temporalmente. La evaluación de las necesidades después del desastre llevada a cabo por las Naciones Unidas y el Banco Mundial estimó daños y pérdidas por unos US\$8.000 millones, que equivalen a alrededor del 120% del PIB de 2009. Murieron más de 225.000 personas y un millón todavía carece de refugio.

**Las perspectivas macroeconómicas de 2010 son difíciles.** El terremoto representa un serio revés para Haití, tras varios años de avances significativos en el mantenimiento de la estabilidad macroeconómica. Se prevé que en 2010 el PIB caerá un 8,5%, a pesar de la recuperación proyectada para el segundo semestre del año. Se espera que esta recuperación sea impulsada por las actividades de reconstrucción, una buena cosecha, y el crecimiento de la manufactura. Se prevé que la inflación se mantenga acotada a un dígito, a pesar de algunos aumentos de precios de los materiales de construcción y de la vivienda.

- **El colapso del ingreso fiscal está generando una brecha fiscal de US\$250 millones–US\$350 millones.** Se estima que en este ejercicio la recaudación tributaria se reducirá cerca de la mitad, ya que las empresas han sido dañadas por el huracán y el organismo de administración tributaria ha sido debilitado por la destrucción parcial de su infraestructura.
- **Las autoridades están tratando de obtener donantes que efectúen desembolsos de apoyo al presupuesto a fin de cerrar esta brecha.** Ese apoyo será crucial para ayudar a evitar los riesgos inflacionarios que ocasionaría un aumento sustancial del financiamiento del presupuesto por parte del banco central.
- **Para ayudar a reactivar el crédito bancario a la economía, el Banco Central está trabajando para establecer un fondo de garantía parcial de crédito.** La incertidumbre respecto al valor de las garantías y a la situación financiera de los clientes de los bancos creó una contracción del crédito. Este fondo apoyaría a las empresas viables y, en consecuencia, al empleo y a la actividad económica. También ayudaría a abordar los activos dañados del sistema bancario, que está bien capitalizado y en general es sólido.

**A mediano plazo, será necesario gestionar con cuidado las cuantiosas entradas de ayuda externa previstas y el aumento de las remesas.** Un desafío será evitar los efectos de la enfermedad holandesa y asegurar que se establezcan las condiciones apropiadas para estimular las exportaciones y el crecimiento económico del sector privado. El plan de reconstrucción del gobierno representa una oportunidad excepcional para implementar un nuevo modelo de desarrollo en Haití, basado en la creación de polos viables de actividad económica fuera de la capital, el impulso de la infraestructura y la mejora de las condiciones sociales. A ese efecto, el plan de reconstrucción deberá incluir un programa ambicioso de reformas estructurales, así como el apoyo sostenido por parte de donantes y asistencia técnica durante los próximos años.

**El FMI ha actuado rápidamente para proporcionar apoyo de emergencia a Haití y está preparado para apoyar los planes de reconstrucción a mediano plazo de las autoridades.** En el término de las dos semanas posteriores al terremoto, el FMI aprobó la sexta revisión en el marco del Servicio de Crédito Ampliado (SCA) y un aumento de acceso del 80% de la cuota. A fines de enero se llevó a cabo un desembolso de US\$114 millones. Las autoridades utilizaron estos recursos adicionales para evitar la escasez de efectivo en circulación, engrosar las reservas y financiar las importaciones esenciales para la reconstrucción. El FMI también está brindando asistencia técnica sobre los sectores financiero y fiscal para apoyar a las autoridades en las necesidades resultantes del terremoto y las nuevas prioridades a mediano plazo. Continuará apoyando a las autoridades en su estrategia de reconstrucción y crecimiento y, en ese contexto, se prevé que en mayo de 2010 se inicien las conversaciones sobre un nuevo programa del SCA.

Nota: Este recuadro fue preparado por Aurelie Martin y Stephanie Medina Cas.

### Recuadro 2.4. La crisis mundial y los resultados sociales

**En el pasado, las crisis económicas en ALC han hecho retroceder considerablemente la lucha contra la pobreza.**

Durante las tres últimas crisis, la pobreza en la región fluctuó significativamente y alcanzó un máximo de 48,3% en 1990. La región tardó 24 años en revertir el aumento de la pobreza originado en la crisis de la deuda de los años ochenta, cuando la brecha de ingresos frente a los países de la OCDE se agrandó drásticamente. En los últimos años se han registrado avances notables; entre 2003 y 2008, la pobreza disminuyó constantemente hasta llegar a un mínimo histórico de 33,2%.

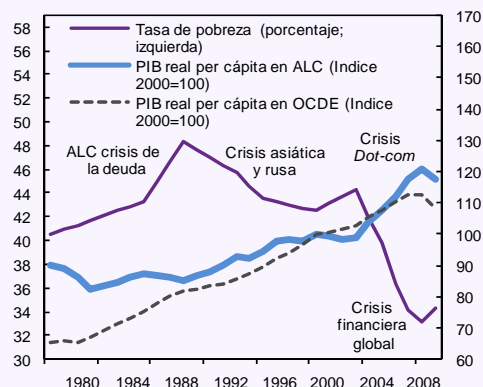
**El impacto de la actual crisis financiera mundial en la pobreza quizá sea menor de lo que cabría esperar dada la intensidad de los shocks externos.** Pese a la fuerte caída del producto, se prevé que la actual crisis tendrá un impacto relativamente pequeño en la tasa de pobreza, de alrededor de 1,1 puntos porcentuales en 2009 (CEPAL, 2009), porque desde 1990 los países se han comprometido a destinar fondos públicos cada vez mayores a la implementación de políticas sociales.

El gasto público social por persona en 2006–07 prácticamente se duplicó en comparación con 1990–91, y aumentó un 18% en comparación con 2004–05. No obstante, hay diferencias significativas entre los países. Concretamente, los países menos desarrollados no pueden aplicar políticas anticíclicas durante las desaceleraciones económicas debido a sus limitaciones presupuestarias. Por eso la pobreza sigue siendo un problema considerable en estos países.

**Las pérdidas de empleo en los países exportadores de materias primas con fuertes vínculos financieros han sido más moderadas.** Esto contrasta con la experiencia en Estados Unidos y otras economías avanzadas (capítulo 3 de la edición de mayo de 2010 de *Perspectivas de la economía mundial*). El sólido sistema bancario de ALC está complementando la fuerte demanda interna y eso promete una recuperación económica relativamente rápida.

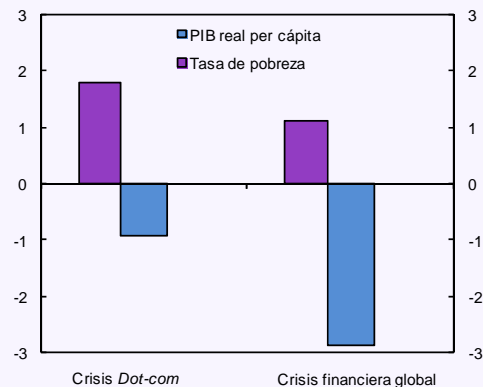
**Entraron en juego redes de protección social activas para los más vulnerables.** Las transferencias en efectivo a los hogares han incrementado los ingresos de un 40% de los hogares más pobres (CEPAL, 2009). Entre los diferentes tipos de transferencias se destacan las pensiones y prestaciones jubilatorias por su contribución a paliar la pobreza en la región. Las transferencias de los sistemas de bienestar social han sido claves para elevar los niveles de vida de los segmentos más pobres de la sociedad y han incrementado el ingreso per cápita de los más pobres en un 15%.

**ALC: Pobreza y PIB per cápita**



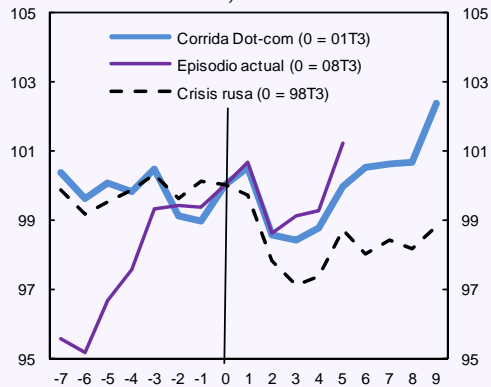
Fuentes: ECLAC; y cálculos del personal técnico del FMI.

**ALC: Cambio en el PIB real per cápita y la tasa de pobreza en periodos de crisis (Porcentaje, promedio simple)**



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

**EFI: Empleo antes y después de episodios de crisis 1/ (Índice trimestral, promedio simple dentro del grupo, comienzo de la crisis=100)**



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

Nota: Este recuadro fue preparado por Secil Topak.

financieros, la pérdida de empleos fue más moderada en comparación con crisis anteriores (y también con la dinámica del empleo registrada recientemente en Estados Unidos). Este es un hecho destacable, teniendo en cuenta que en esta oportunidad los shocks externos han sido mucho más severos. Esto prueba también que se adoptaron políticas anticíclicas activas y se evitaron crisis financieras internas que, de producirse, habrían amplificado el impacto de los shocks mundiales.

La mejora gradual de la cuenta corriente externa se frenó en el tercer trimestre de 2009, al reducirse el saldo comercial dada la suba de las importaciones. Aun así, el déficit de cuenta corriente será moderado en 2010, por cuanto se prevé que los altos precios de las materias primas y la recuperación de la demanda externa sostendrán las exportaciones.

El crédito interno al sector privado se está reactivando, luego de la fuerte desaceleración que sufrió a fines de 2008 y principios de 2009 (gráfico 2.5). El mayor crecimiento del crédito se registró en Brasil, gracias al importante flujo de préstamos otorgados por las instituciones públicas<sup>4</sup>. En México, los bancos públicos también han intensificado sus actividades, pero partiendo de una base mucho menor<sup>5</sup>. En general, el crédito de las instituciones privadas está resurgiendo, pero solo tímidamente. No obstante, con la normalización de las condiciones financieras internas, gradualmente se está eliminando el respaldo brindado a través de las líneas extraordinarias de liquidez<sup>6</sup>.

En términos generales, la crisis tuvo un impacto limitado en la estabilidad de los sectores financieros. En este sentido, los marcos de política más sólidos,

<sup>4</sup> Se estima que el estímulo cuasi-fiscal de los bancos públicos de Brasil representó más del 3% del PIB en 2009, una magnitud mayor que el estímulo fiscal canalizado a través del presupuesto.

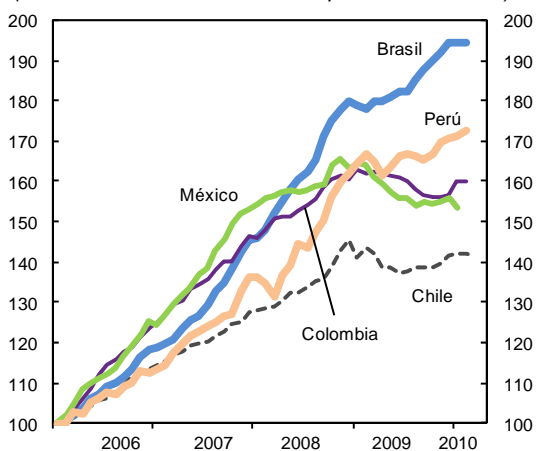
<sup>5</sup> Si bien en Brasil el crédito al sector privado otorgado por las entidades del sector público representa alrededor de 40% del crédito total, en México equivale a menos del 10% del total.

<sup>6</sup> Por ejemplo, Brasil ha eliminado ya casi todas las líneas de emergencia en moneda extranjera implementadas durante la crisis, que incluían préstamos directos en dólares de EE.UU. contra garantía real, líneas de *swap* de dólares de EE.UU. para exportadores y la venta de futuros sobre dólares de EE.UU.

**Gráfico 2.5. La lenta recuperación del crédito bancario en algunos países contrasta con la mejora en el financiamiento externo bancario.**

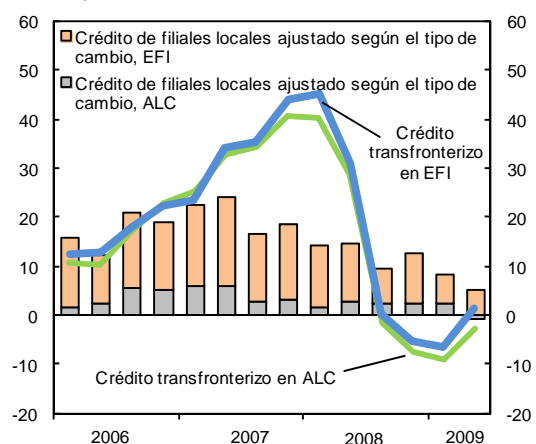
**EFI: Crédito real**

(Enero de 2006 = 100; deflactado por el IPC nacional)



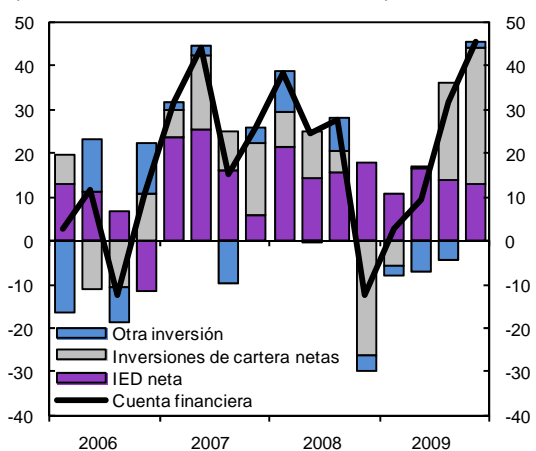
**ALC: Crédito de bancos extranjeros**

(Variación porcentual anual en valor en dólares de EE.UU.)



**EFI: Componentes de la cuenta financiera**

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

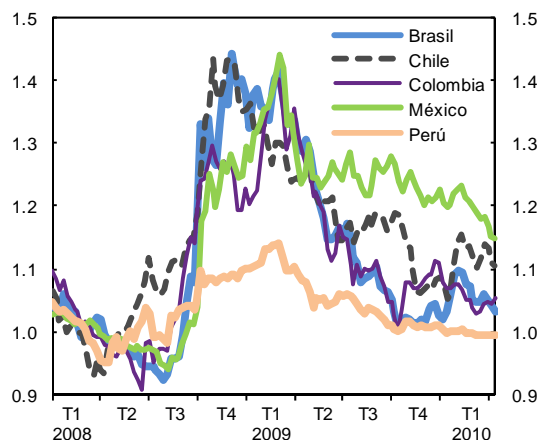


Fuentes: Banco de Pagos Internacionales; Haver Analytics; EMED y cálculos del personal técnico del FMI.

**Gráfico 2.6. Los precios de los activos se han recuperado generalmente a los niveles previos a la crisis.**

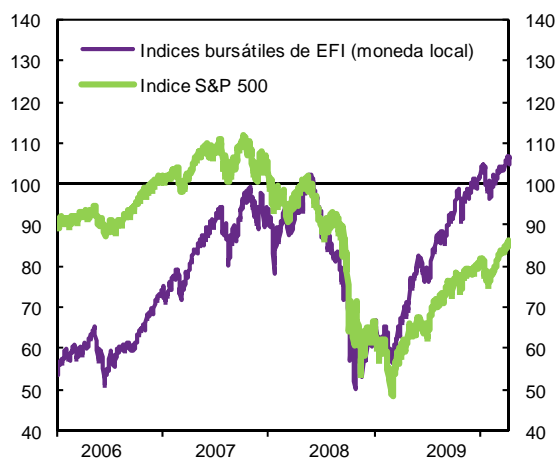
**EFI: Tipos de cambio**

(Moneda nacional/dólar de EE.UU.; S1 2008 = 100)

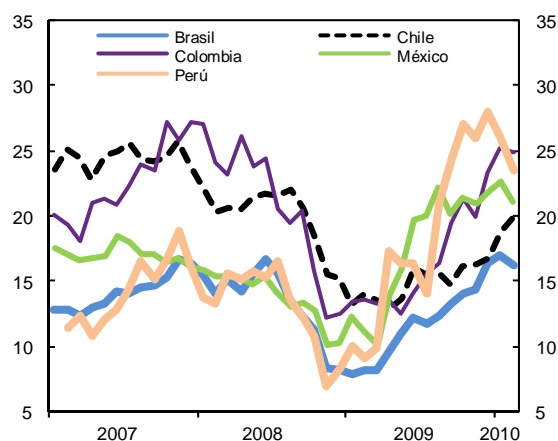


**Mercados de acciones: EFI vs. S&P 500**

(Mayo de 2008 = 100)



**EFI: Relaciones precios/beneficios**



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

fruto de las reformas financieras y regulatorias implementadas durante la última década, y los crecientes márgenes de liquidez y capital tuvieron una importancia fundamental<sup>7</sup>.

La fuerte desaceleración del crédito de los bancos extranjeros parece estar llegando a su fin. En el tercer trimestre de 2009, los préstamos totales otorgados por bancos extranjeros a la región de ALC crecieron 3% con respecto al segundo trimestre, con Brasil a la cabeza. Es importante destacar que los préstamos transfronterizos a la región dejaron de caer, mientras que en otras regiones de mercados emergentes persiste el repliegue de los bancos extranjeros.

El acceso al financiamiento externo no bancario ha mejorado notablemente. Tal como se anticipó en nuestra última edición, los países exportadores de materias primas con fuertes vínculos con los mercados financieros se han convertido en un destino atractivo para los inversionistas extranjeros. Las entradas de capital han vuelto a los niveles previos a la crisis, registrándose volúmenes récord de inversiones de cartera al final de 2009. Los datos más recientes sobre emisiones externas indican que esta tendencia se mantuvo en los primeros meses de 2010. Incluso las empresas que emiten títulos de deuda de alto rendimiento, que habían quedado postergadas durante el período más agudo de la crisis, han podido recurrir nuevamente a los mercados internacionales. Aun así, la evidencia anecdótica indica que las pequeñas y medianas empresas siguen teniendo dificultades para acceder financiamiento.

Al reanudarse las entradas de capital y disminuir la aversión mundial al riesgo, los precios de los activos financieros se han recuperado de las pérdidas sufridas durante la crisis (gráfico 2.6). Los mercados accionarios han repuntado, superando la evolución del mercado de Estados Unidos. Si bien en la mayoría de los países de la región, la relación precio-utilidad se mantiene dentro de los promedios

<sup>7</sup> Véase el capítulo 3 de la edición de mayo de 2009 de *Perspectivas económicas: Las Américas*.



históricos, en Brasil y Colombia, las valuaciones del mercado accionario parecen estar por encima de sus valores históricos. (Véase también la edición de abril de 2010 del Informe sobre la estabilidad financiera mundial, *Global Financial Stability Report*).

Desde marzo de 2009, los tipos de cambio se han fortalecido en forma generalizada hasta alcanzar los niveles previos a la crisis en la mayoría de los países, tanto en términos nominales como en valores reales efectivos. La apreciación de la moneda ha contribuido a contener las presiones generadas por el ingreso de capital extranjero. Además, las autoridades han acumulado reservas de divisas, reforzado las regulaciones macroprudenciales, subido los encajes legales y, en el caso de Brasil, reinstaurado controles de capital (recuadro 2.5).

### Desafíos de política macroeconómica: Cómo gestionar la bonanza

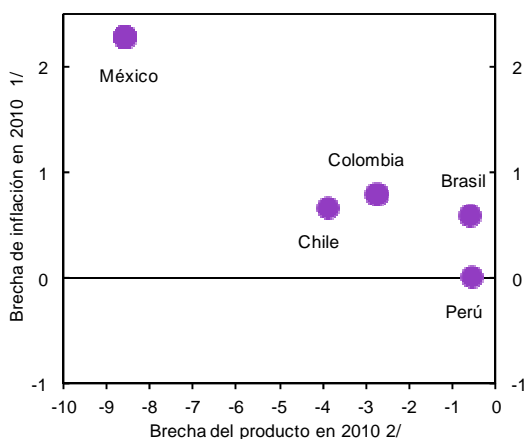
En un contexto de condiciones externas favorables, y con la recuperación económica avanzando a un ritmo más rápido que el previsto, el principal desafío para las políticas económicas de los países exportadores de materias primas con fuertes vínculos con los mercados financieros será el manejo de la fase ascendente del ciclo económico. Además, la reanudación de las entradas de capital y las condiciones financieras externas más favorables acentúan la complejidad de los desafíos que las políticas macroeconómicas deberán abordar en los próximos años.

El ritmo que deberá imprimirse al retiro de las medidas de estímulo dependerá de las diferentes condiciones iniciales. Según las previsiones, las brechas del producto llegarán casi a cerrarse en Brasil y Perú en 2010, pero seguirán siendo considerables en México. A su vez, en Colombia podría haber cierto aumento de la capacidad ociosa de la economía, como resultado de shocks idiosincráticos (gráfico 2.7).

También se proyecta que las brechas de inflación —la diferencia entre la inflación esperada y la meta de inflación— se cerrarán en 2010. La

### Gráfico 2.7. Se espera que la brecha de inflación se cierre en 2010.

EFI: El ciclo en 2010 (Porcentaje)



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

1/ Inflación prevista a fines de 2010 menos meta de inflación para fines de 2010. En México y Colombia, los shocks idiosincráticos explican la inflación temporal más alta en 2010. Véanse más detalles en el texto principal.

2/ PIB de 2010 menos PIB potencial, como porcentaje del PIB potencial.

inflación comenzó a crecer en los últimos meses, en parte debido a un gradual aumento en el precio de los alimentos y combustibles acompañados con el alza de los precios mundiales de las materias primas. Se espera que la inflación general alcance el punto medio de las bandas meta de inflación de aquí al final de 2010. En México, los efectos de las modificaciones de impuestos y precios administrados darán lugar a un aumento temporal de la inflación por encima del punto medio de la banda en 2010, antes de converger en 2011. En Colombia, las perturbaciones provocadas por el fenómeno climático de El Niño podrían empujar la inflación a la zona superior del rango objetivo.

La política monetaria sigue siendo altamente acomodaticia. Tras los sustanciales recortes de las tasas de política monetaria dispuestos durante la crisis, los bancos centrales las han mantenido estables, en niveles inferiores a los neutrales en todos los países en este grupo. Los mercados ya están incorporando a los precios de los activos financieros los aumentos de tasas de 2010.

### Recuadro 2.5. Entradas de capital: Una faceta de las buenas épocas

**La recuperación de los mercados mundiales de capital ha sido más rápida de lo previsto, lo que contribuyó a un crecimiento a corto plazo mayor de las economías avanzadas y mejoró las condiciones del financiamiento externo para los mercados emergentes.** La emisión de bonos externos por parte de los gobiernos y las empresas de los mercados emergentes repuntó en el segundo semestre de 2009, lo que sugiere que el acceso a los mercados internacionales de capital se ha normalizado, y según diversos criterios (por ejemplo, diferenciales del índice EMBI, volatilidad del mercado), las condiciones del mercado para las economías emergentes son igual de favorables que antes de la crisis. Como las tasas básicas del Tesoro de Estados Unidos están muy bajas, el costo del financiamiento externo con bonos (medido por los rendimientos) ha caído a mínimos casi históricos para los mercados emergentes con mejor calificación. Por otro lado, la reactivación de los préstamos bancarios transfronterizos sigue siendo lenta, ya que los bancos que operan a nivel mundial continúan reparando sus balances.

**En la coyuntura actual, hay factores tanto “de empuje” como “de atracción” que están conduciendo a los flujos de capital hacia las economías emergentes con perfiles de riesgo prometedores.**

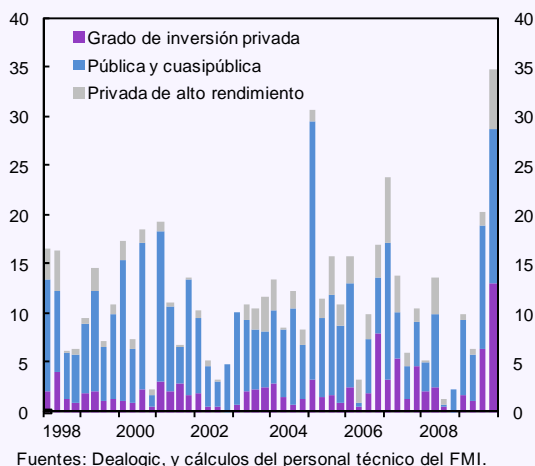
- Los factores “de empuje” tienen que ver con la evolución del mercado financiero: resurgimiento del apetito de riesgo, abundante liquidez mundial y bajas tasas de interés en las economías principales.
- Además de los factores estructurales, las diferencias de velocidad que se observan en la reactivación mundial también generan incentivos “de atracción”: se están beneficiando los mercados emergentes con buenas perspectivas de crecimiento estructural y recuperaciones cíclicas más generalizadas.

**En efecto, los flujos accionarios y de cartera hacia varias regiones se han recuperado.** En particular, repuntaron los flujos hacia los países de

Asia y América Latina con buenas perspectivas de crecimiento estructural y hacia los exportadores de materias primas; Brasil ha sido especialmente atractivo, con entradas netas de US\$70.000 millones en 2009. Al mismo tiempo, los flujos de capital hacia Europa emergente siguen siendo anémicos.

**El bajo costo del financiamiento externo y la posibilidad de que se aceleren las entradas de capital pueden plantear algunos problemas, especialmente en los países que están cíclicamente avanzados.** Entre otras cosas, sería necesario atenuar la volatilidad de los tipos de cambio y de los mercados financieros que está asociada a las entradas, evitar la excesiva apreciación de los tipos de cambio, reducir la probabilidad de las burbujas de activos y de los *booms* de crédito, y evitar el recalentamiento vinculado al “dinero barato”. Estas dos últimas consideraciones son especialmente importantes para las economías que están funcionando cerca del pleno potencial (tales como Brasil y Perú), aunque no son tan apremiantes en los países con mucha capacidad ociosa (tales como México).

**ALC: Emisión de bonos externos**  
(Miles de millones de dólares de EE.UU.)

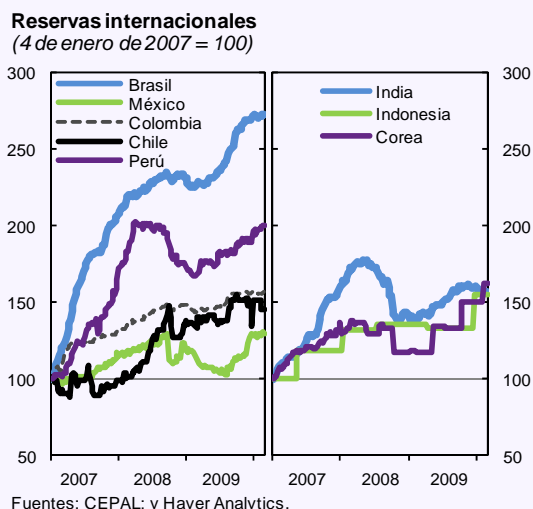


Nota: Este recuadro fue preparado por Kornélia Krajnyák.

### Recuadro 2.5 (conclusión)

Los países de mercados emergentes de todo el mundo han recurrido a diversos instrumentos para reducir los riesgos asociados a las afluencias de capital.

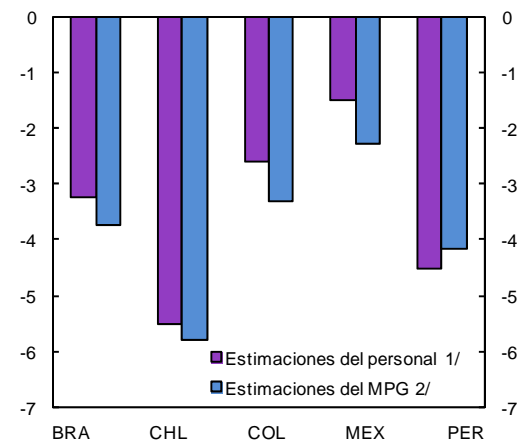
- Tipos de cambio y reservas.* La mayoría de los mercados emergentes —entre ellos, las principales economías de América Latina— reaccionaron combinando la apreciación del tipo de cambio (que reduce los incentivos para las entradas de capital) y la acumulación de reservas (que tienen así un efecto amortiguador mayor y pueden reducir la volatilidad). Entre los países de EFI, Brasil experimentó el mayor incremento de reservas: US\$35.000 millones desde la recuperación de los flujos de capital a mediados de 2009, frente a un aumento de US\$60.000 millones en el primer semestre de 2007, a pesar de que en ambos episodios el tipo de cambio se apreció en torno al 10%. En Perú, las reservas aumentaron US\$4.000 millones desde mediados de 2009, un monto similar al del primer semestre de 2007. Sin embargo, en estos últimos meses la moneda se apreció un 5% aproximadamente, en tanto que se mantuvo estable a principios de 2007. En Colombia, el tipo de cambio se apreció alrededor de un 10% y las reservas se mantuvieron en general sin cambios en los meses recientes. Las monedas de varias economías importantes de Asia (por ejemplo, Corea, India e Indonesia) también se apreciaron desde mediados de 2009 en términos efectivos reales, aun cuando estos países acumularon montos similares o menores de reservas que en el episodio de entradas de capital de 2007.
- Regulaciones prudenciales.* Estos instrumentos procuran desacelerar los auges de los precios de los activos o del crédito, así como fortalecer la resistencia del sector financiero. Por ejemplo, Corea, Hong Kong y Singapur recientemente tomaron medidas para enfriar el mercado de la vivienda y China ha aumentado el encaje legal y establecido medidas para fortalecer la gestión del riesgo del sector bancario. De los países de EFI, Perú ha aumentado los encajes legales sobre los préstamos externos a corto plazo (menos de 2 años) y Brasil anunció que aumentaría los encajes legales sobre los depósitos después de que los hubiera bajado durante la crisis. En México, la reglamentación de los fondos de pensiones ha sido revisada para aumentar la flexibilidad durante los episodios de gran volatilidad
- Controles de capital.* La restricción de las entradas o la reducción de las restricciones sobre las salidas (por ejemplo, Chile relajó los límites a la inversión extranjera y los requisitos de cobertura de divisas para los fondos de pensiones) pueden ayudar a manejar la situación, aunque la eficacia de algunas medidas de control puede ser menor en países con cuentas de capital sustancialmente abiertas. Recientemente, Brasil ha establecido un impuesto del 2% sobre las entradas de renta fija y variable. Por otro lado, Colombia no ha restablecido sus medidas de control de capitales previas a la crisis, tales como los encajes legales no remunerados y las disposiciones sobre la permanencia mínima de la IED.
- Combinación de medidas de política macroeconómica.* Hasta ahora, los países siguen en modalidad de evitar la recesión. Pero la velocidad para retirar las políticas de apoyo debería variar significativamente. Los países que están cíclicamente más avanzados pueden verse obligados a eliminar los estímulos fiscales antes de lo previsto, y antes que el estímulo monetario, para controlar los posibles riesgos que entrañan las entradas de capital.



**Gráfico 2.8. La política monetaria sigue siendo expansiva, mientras que el impulso fiscal se va desmontando parcialmente.**

**EFI: Estímulo monetario en 2010**

(Diferencia entre la tasa de política monetaria vigente y la tasa de política neutral en puntos porcentuales)

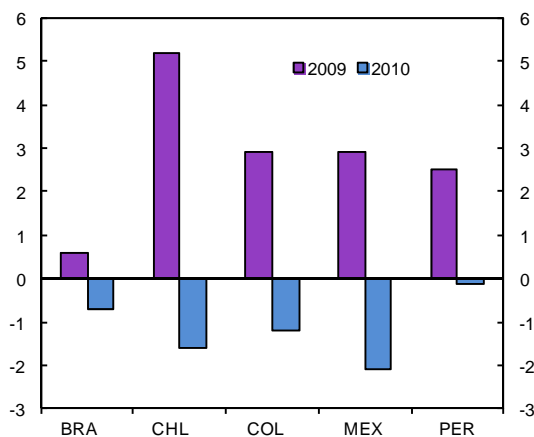


1/ Tasa de política neutral basada en el crecimiento potencial del PIB y la meta de inflación.

2/ Tasa de política neutral basada en el Modelo de Proyección Global.

**EFI: Impulso fiscal en 2009 y 2010**

(Porcentaje del PIB)



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

No se prevé un retiro total del estímulo fiscal implementado durante la crisis en 2010<sup>8</sup>. Según se describió en nuestra última edición, los países

<sup>8</sup> El estímulo fiscal se define como la variación del saldo fiscal interno ajustado por el ciclo (es decir, excluidos los ingresos fiscales vinculados a las materias primas y la donaciones extranjeras) y mide el impacto de la política fiscal discrecional en la demanda interna. Para más detalles, véase el capítulo 4 de la edición de octubre de 2009 de *Perspectivas económicas: Las Américas*.

exportadores de materias primas con fuertes vínculos con los mercados financieros pudieron aplicar políticas fiscales anticíclicas durante la crisis, en marcado contraste con lo ocurrido en episodios anteriores de tensión económica mundial. En 2010, el estímulo fiscal se revertirá solo parcialmente, excepto en Brasil y México<sup>9</sup>. En Chile, el gasto relacionado con las tareas de reconstrucción tendría un efecto expansivo en la política fiscal. Con el aumento de los ingresos fiscales, se espera que mejoren los balances fiscales de estos países, permitiendo una reducción moderada de la deuda (gráfico 2.8)<sup>10</sup>.

A medida que se recupera la actividad económica y se cierran las brechas de la inflación y del producto, la orientación de la política macroeconómica deberá volver a ser neutral. Tal como se señaló en nuestra anterior edición, dado que la recuperación de la región no depende exclusivamente del respaldo público los riesgos de retirar prematuramente el estímulo no son tan agudos como en las economías avanzadas. El actual pronóstico de una recuperación más acelerada refuerza tal conclusión. Los países en donde las brechas del producto se están cerrando más rápidamente deberán adoptar una estrategia contractiva antes que los demás. En general, el estímulo fiscal debe ser retirado antes que el monetario<sup>11</sup>.

Las favorables condiciones financieras externas plantean desafíos adicionales. Según se analiza en mayor detalle en el capítulo 3, de mantenerse durante períodos sostenidos, dichas condiciones pueden llevar a una apreciación de la moneda y una pérdida de competitividad, pero eso es solo parte de

<sup>9</sup> En México, el retiro del estímulo fiscal en 2010 responde al objetivo de las autoridades de garantizar la sostenibilidad a mediano plazo ante la perspectiva de una baja estructural en los ingresos petroleros.

<sup>10</sup> En Colombia, se prevé que en 2010 los ingresos públicos disminuirán como porcentaje del PIB, debido a la caída de los ingresos petroleros vinculada a los bajos precios internacionales de los combustibles registrados en 2009.

<sup>11</sup> La recomendación general es que la política fiscal vuelva a tener un papel pasivo o neutral en la gestión del ciclo de la demanda, facilitando también el manejo de la política monetaria.

una problemática más amplia. Quizá los riesgos más importantes derivados del relajamiento de las condiciones de financiamiento externo consisten en que estas también pueden provocar un sobrecalentamiento de la economía, desencadenando y luego alimentando un auge de la demanda interna y del crédito, así como un aumento del déficit en cuenta corriente. Si no se las administra correctamente, con el tiempo esas tendencias podrían generar una acumulación significativa de factores de vulnerabilidad y de riesgos.

Dado que en la mayoría de los países la reactivación del crédito bancario está avanzando lentamente, el riesgo de un *boom* crediticio quizá no sea inminente, pero el crecimiento de la demanda interna ya es robusto en algunos países. Las autoridades deben planificar con tiempo, ya que el episodio actual de condiciones financieras externas favorables puede persistir durante algún tiempo, con efectos que no se manifestarán de inmediato pero que pueden llegar a ser muy significativos.

Si bien la preocupación acerca de una apreciación de la moneda tiende a ser la más visible y de mayor carga política, las autoridades deberán concentrarse también en otros temas. Las políticas deberán formularse de manera tal de abordar los riesgos que un auge de la demanda conlleva, dadas las consecuencias potencialmente perjudiciales. A tal efecto, sería conveniente adoptar una combinación de políticas macroeconómicas que favorezca una orientación fiscal más restrictiva, algo que también contribuiría a contener las presiones de apreciación de la moneda. En el contexto de las fuertes políticas de estímulo adoptadas durante la crisis en 2009, esa combinación puede ser ajustada revirtiendo el impulso fiscal temporal, creándose así el espacio necesario para ajustar más lentamente la política monetaria. Las políticas macroprudenciales deben cumplir una importante función complementaria a la hora de moderar el ciclo y de influir en el comportamiento de asunción de riesgos por parte de las empresas y los hogares (véase el capítulo 3). Los controles sobre las entradas de capital y la intervención cambiaria para resistir las presiones de

apreciación pueden formar parte de los instrumentos utilizados. Pero las autoridades deben tener en cuenta sus limitaciones, porque algunas estrategias pueden tener el efecto contrario al deseado y atraer más entradas de capital<sup>12</sup>.

Las actuales condiciones financieras externas favorables también ofrecen algunas oportunidades. El acceso al financiamiento extranjero a bajo costo puede contribuir a cubrir las brechas de inversión y aliviar los cuellos de botella en materia de infraestructura. Esas condiciones favorables también crean buenas alternativas para mejorar la composición de la deuda pública. Por ejemplo, recientemente Colombia emitió un bono global del Tesoro a 11 años de plazo denominado en moneda nacional, la primera emisión soberana de ese tipo desde el comienzo de la crisis mundial.

### Reforzar más los marcos de política macroeconómica

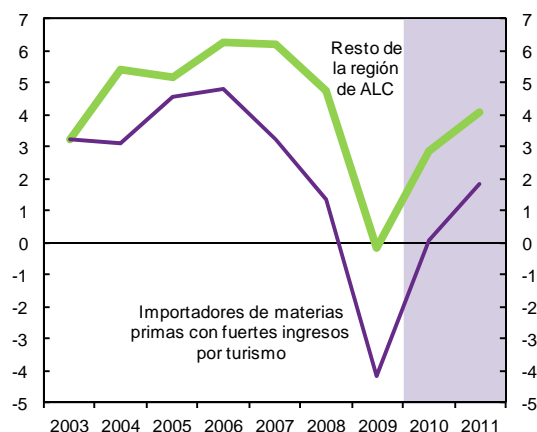
Los buenos tiempos que se avecinan brindan una oportunidad para consolidar la credibilidad y fortalecer más los marcos de política macroeconómica.

En el frente fiscal, el aumento de los ingresos a raíz del ciclo favorable de las materias primas y de la economía pondrá a prueba la determinación de las autoridades en cuanto a implementar una política fiscal anticíclica en tiempos de bonanza. Un objetivo fundamental debería ser el de ahorrar los ingresos extraordinarios y recomponer los ahorros disponibles. Con ello se aliviarían las restricciones fiscales durante los tiempos adversos que puedan sobrevenir. Segundo, los marcos fiscales podrían

<sup>12</sup> Una fuerte intervención en el mercado cambiario para frenar la apreciación *nominal* puede tener la consecuencia no deseada de atraer más entradas de capital, al generar expectativas de una mayor apreciación y reducir la volatilidad del tipo de cambio a medida que las autoridades intervienen para contrarrestar la tendencia. Esto puede exacerbar el consiguiente auge del crédito y de la demanda interna, provocando un sobrecalentamiento, e incrementar las vulnerabilidades del sector financiero. En este escenario, y a pesar de los esfuerzos iniciales para mitigar la apreciación y proteger el sector exportador, la inflación interna podría ejercer presión sobre el tipo de cambio *real*.

**Gráfico 2.9. El crecimiento y la inflación se desaceleraron significativamente.**

**IIT: Crecimiento del PIB**  
(Variación porcentual anual)



**Desaceleración de la inflación en los importadores de materias primas con fuertes ingresos por turismo**  
(Variación porcentual anual, final de período)

	2008	2009	Diferencia
Antigua y Barbuda	0.7	2.4	1.7
Bahamas, Las	4.5	1.3	-3.2
Barbados	7.2	3.2	-4.0
Dominica	2.1	3.2	1.0
Granada	5.2	-2.4	-7.5
Belice	4.4	-0.4	-4.8
Jamaica	16.8	10.2	-6.6
Saint Kitts y Nevis	7.6	1.0	-6.6
Santa Lucía	3.8	1.0	-2.7
San Vicente y las Granadinas	8.7	-1.5	-10.3
Promedio	6.1	1.8	-4.3

Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

reformularse para contemplar la incorporación explícita de disposiciones anticíclicas. Fijar metas para el saldo fiscal ajustado en función del ciclo es una alternativa posible. Reglas fiscales simples para controlar el gasto son otra alternativa. Por último, es necesario reforzar los estabilizadores automáticos por el lado del gasto. En este sentido, es fundamental mejorar la focalización, la eficiencia y la velocidad del gasto adicional que se implemente durante las recesiones.

Los tipos de cambio flexibles demostraron ser un valioso instrumento para absorber el impacto de los shocks externos recientes. Las mejoras adicionales de los balances ampliaría el margen para acomodar las oscilaciones del tipo de cambio sin provocar efectos desestabilizadores, particularmente en las economías más dolarizadas.

Mejoras en la credibilidad permitieron relajar la política monetaria durante la crisis sin que las expectativas de inflación se vean sujetas a riesgos. Pero aún quedan algunos interrogantes pendientes, dada la forma en que evolucionó la inflación en los países exportadores con fuertes vínculos con los mercados financieros durante el período que desembocó en la crisis mundial. Algunos países registraron un grado bastante alto de inercia y otros una fuerte transmisión de los shocks de oferta. El alza de los precios mundiales de las materias primas y el cierre de las brechas del producto probablemente comenzarán a ejercer presión sobre la inflación. Será importante asegurar que las expectativas inflacionarias permanezcan ancladas para reducir los coeficientes de sacrificio así como la necesidad de recurrir a un ajuste de política monetaria significativo.

En cuanto a los marcos macroprudenciales, se han logrado avances importantes. Los retos hacia el futuro se concentran en cinco aspectos concordantes con las iniciativas mundiales en curso (recuadro 1.3): i) ampliar el perímetro de regulación para abarcar todas las instituciones de importancia sistémica; ii) reforzar el mandato de mantener la estabilidad financiera; iii) mejorar la supervisión consolidada; iv) reducir la prociclicidad, y v) divulgar información y dar a conocer los riesgos sistémicos con altos estándares de transparencia<sup>13</sup>.

## Importadores de materias primas con fuertes ingresos por turismo (IIT)

### Persisten los shocks mundiales

Tanto la gravedad del impacto de la crisis, como las perspectivas de crecimiento para los países importadores de materias primas con fuertes ingresos por turismo se diferencian marcadamente del ritmo de recuperación proyectado para el resto de la región (gráfico 2.9). Mientras que en el resto de

<sup>13</sup> Para una evaluación detallada del estado actual de la regulación financiera y de sus correspondientes desafíos, véase Rennhack *et al.* (2009).

la región de ALC el producto declinó alrededor de 0,2% en 2009, en estos países la caída fue superior al 4%<sup>14</sup>.

Con la economía aún en proceso de contracción, la inflación promedio se moderó a menos del 2% al final de 2009, en parte debido al desplome de los precios de importación de alimentos y energía. El déficit medio en cuenta corriente se redujo al 20% del PIB (comparado con 25% en 2008), a pesar del fuerte shock a los ingresos por turismo y la apreciación indirecta de los tipos de cambio vinculados a un dólar de EE.UU. que se ha fortalecido.

La crisis financiera global se propagó a las economías que desarrollan una intensa actividad turística a través de sus estrechos vínculos con las economías avanzadas y, en particular, a través del aumento del desempleo en los países de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE) sin precedentes en casi tres décadas. El desempleo aumentó tanto en Estados Unidos como en Europa. En cambio, Canadá dio un oportuno impulso a las llegadas de turistas a la región gracias al desempeño más sólido de su economía durante la crisis (véase el capítulo 1). La caída porcentual de las llegadas de turistas prevista en la edición de octubre de 2009 de *Perspectivas económicas: Las Américas* se materializó en el extremo inferior de la banda de 10%–15% interanual, si bien con un grado significativo de heterogeneidad. Las llegadas cayeron a tasas de dos dígitos en la mayoría de los países y de hasta 25% en Saint Kitts y Nevis, pero aumentaron en Jamaica (gráfico 2.10)<sup>15</sup>.

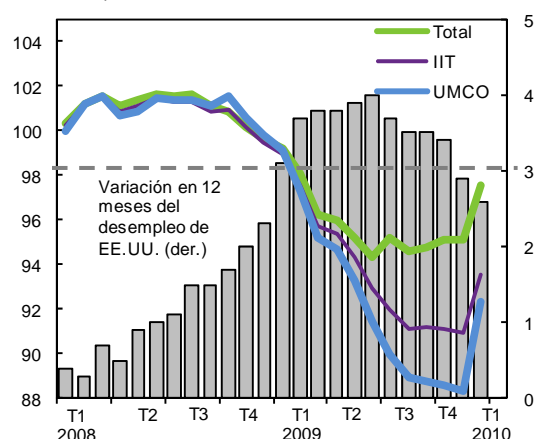
Las estimaciones sobre los determinantes de las llegadas de turistas a los países con fuertes ingresos por turismo indican que el impacto de un aumento del 1% en el desempleo en los países de la OCDE implica, en promedio, una caída concomitante de 4% en las llegadas (recuadro 2.6). En el caso de la actual recesión, el aumento aproximado de 3 puntos

<sup>14</sup> Promedio simple de los países.

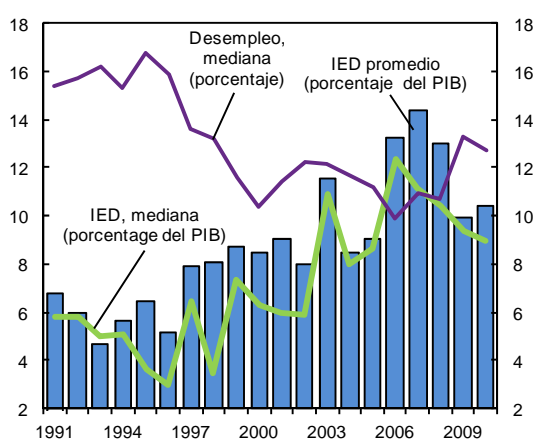
<sup>15</sup> Véase el recuadro 2.3 de la edición de octubre de 2009 de *Perspectivas económicas: Las Américas*.

### Gráfico 2.10. El turismo y la IED continúan deprimidos.

**IIT: Llegada de turistas al Caribe**  
(Diciembre de 2007 = 100, crecimiento acumulado en 12 meses)



**IIT: Desempleo e inversión extranjera directa**



Fuentes: Organización de Turismo del Caribe; Haver Analytics y estimaciones del personal técnico del FMI.

porcentuales en el desempleo de Estados Unidos se corresponde con la caída de 10% en el turismo del Caribe.

Las inversiones a más largo plazo en bienes raíces para fines vacacionales y otras formas de turismo cayeron de manera concomitante con las llegadas de turistas para estadías de corto plazo, al disminuir la riqueza de los hogares como consecuencia de la crisis financiera. Esta situación resulta especialmente gravosa para los países con alta dependencia de los ingresos por turismo, ya que la mediana de la IED (como porcentaje del PIB) se había triplicado,

**Recuadro 2.6. Impacto de las condiciones de empleo en el turismo y del turismo en el producto**

La crisis en las economías de la OCDE se transmite a las economías de los países importadores de materias primas con turismo intensivo (IIT) porque las mayores tasas de desempleo reducen el volumen de turistas. En principio, las llegadas de turistas son el resultado de decisiones individuales que toman los consumidores de la OCDE en función de factores como las condiciones de empleo, las tasas de ahorro, la confianza de los consumidores y el crecimiento salarial. Las regresiones bilaterales de llegadas de turistas y el desempleo en los países de la OCDE revelan un impacto heterogéneo en los IIT. La elasticidad promedio ponderada para los IIT es  $-4,5$ , lo que significa que un aumento de 1% en la tasa de desempleo del país de origen se traduce en una reducción de más de 4% en las llegadas (véase Romeu, de próxima publicación). Por ejemplo, la tasa de desempleo de Estados Unidos (la economía de la OCDE con más incidencia en el Caribe) aumentó 3,4 puntos porcentuales, de 5,8 en 2008 a 9,2 en 2009, lo que supone una disminución del 13% en el turismo de la región. Esta cifra coincide en general con la disminución observada.

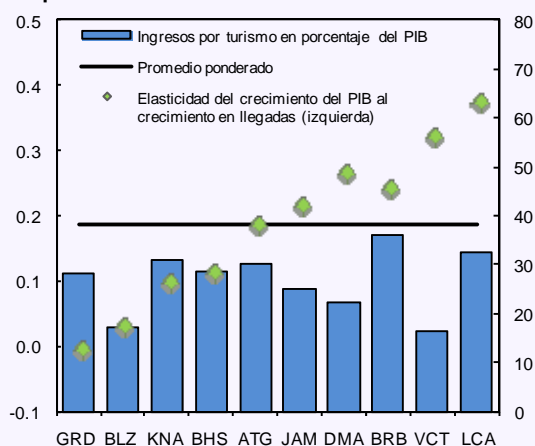
Las menores llegadas de turistas inciden de manera variada en el crecimiento del producto de la región. Se presentan estimaciones bilaterales para la región (en los gráficos, la línea horizontal denota el promedio ponderado de las estimaciones). Después de controlar por el efecto de las tormentas, el crecimiento del producto en las economías de la OCDE y otros factores como el precio del petróleo o las fluctuaciones del valor del dólar de EE.UU., la elasticidad del producto en función de las llegadas de turistas es 0,2 (promedio ponderado). Esto implica que una disminución de 10% en el volumen de llegadas en un año determinado provoca una reducción del crecimiento del PIB de  $-2\%$ , siempre que las demás condiciones no varíen. Estas estimaciones indican que un  $2-2\frac{1}{2}$  puntos porcentuales de la reducción de aproximadamente el 4% del producto regional registrada en 2009 es atribuible al menor volumen de turistas provenientes de países de la OCDE. La estimación por paneles, que reúne datos de los diferentes IIT para obtener una estimación conjunta del impacto del deterioro del empleo en los países de la OCDE, corrobora ampliamente estos resultados. Según la estimación por paneles, las llegadas de turistas disminuyen un 3% por cada incremento unitario de las tasas de desempleo de los países de la OCDE, mientras que el PIB se contrae aproximadamente el 1% por cada 10% de reducción en el volumen de turistas. Juntas, estas estimaciones

**IIT: Crecimiento en la llegada de turistas y del PIB, 2009**

	Llegadas	PIB
Antigua y Barbuda	-11.8	-7.0
Bahamas, Las	-9.3	-5.0
Barbados	-8.6	-5.3
Belice	-5.2	-1.1
Dominica	-9.7	-0.3
Granada	-10.4	-7.7
Jamaica	3.6	-2.8
Saint Kitts y Nevis	-25.6	-5.5
Santa Lucía	-5.8	-5.2
San Vicente y las Granadinas	-11.2	-1.9
Promedio simple	-9.4	-4.2
Promedio simple (excl. Jamaica)	-10.9	-4.3

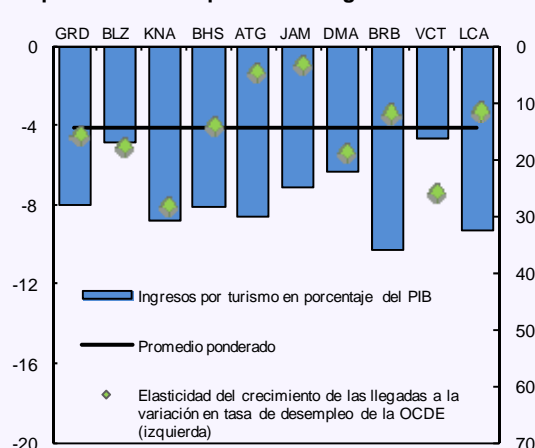
Fuentes: Autoridades nacionales; Organización del Turismo del Caribe, y cálculos del personal técnico del FMI.

**Impacto del turismo en el PIB**



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

**Impacto del desempleo en las llegadas de turistas**



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

Nota: Este recuadro fue preparado por Rafael Romeu.

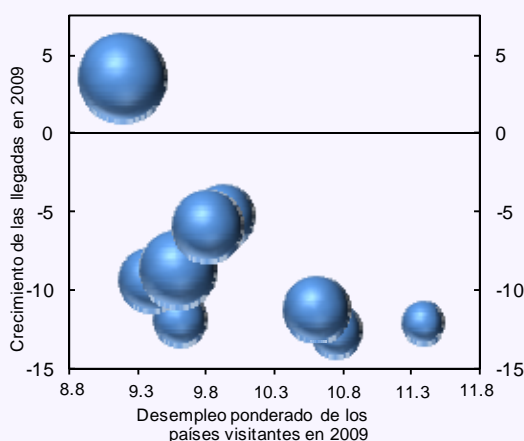


**Recuadro 2.6 (conclusión)**

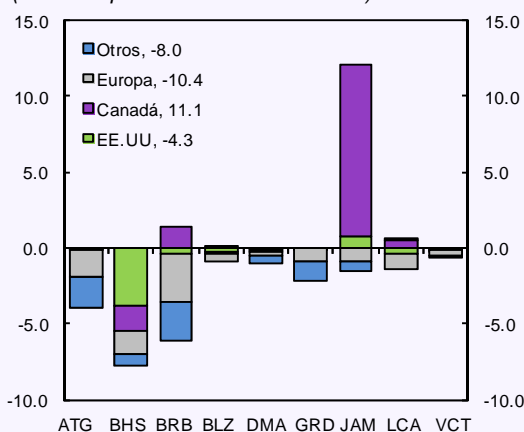
parecen indicar que aproximadamente la mitad de la reducción observada del producto en 2009 es consecuencia directa del aumento de las tasas de desempleo en los países de la OCDE<sup>1</sup>.

**Las diferencias en las condiciones económicas de los países de origen pueden aclarar más la evolución del turismo en los IIT.** En este recuadro, los visitantes de países de la OCDE a IIT se dividen en cuatro grupos: Canadá, Estados Unidos, Europa y una categoría denominada “otros”, que en muchos de los IIT se compone en gran medida de expatriados que viven en países de la OCDE y que están de visita. La evolución relativamente firme de Canadá durante la crisis (véase el capítulo 1) y, en particular, la solidez de su mercado laboral, propiciaron un crecimiento positivo del turismo en 2009. Esto constituyó un importante flujo anticíclico para algunos de los IIT, y dentro de ese grupo (así como dentro de la región del Caribe en general) los países que pudieron acoger el turismo de Canadá registraron cifras mucho mejores de llegadas de turistas durante la crisis. Por ejemplo, en Jamaica, la principal fuente de crecimiento de las llegadas en 2009 fue Canadá.

**El turismo proveniente de las economías europeas disminuyó de manera general durante la crisis, debido en parte a aumentos del desempleo levemente mayores en comparación con los de Canadá.** En el futuro esto podría convertirse en un factor de vulnerabilidad para la región, ya que el turismo de Europa en esta crisis se redujo en más de un 1% en promedio para las economías individuales—más del doble de la disminución del turismo estadounidense a la región (véase el gráfico inferior) pese a un mayor aumento observado del desempleo en Estados Unidos—y, además, Europa fue la región cuyo volumen de turistas no aumentó en ninguno de los IIT en 2009. Las llegadas de turistas estadounidenses a la región disminuyeron en general, pero aumentaron en ciertos destinos, como Jamaica. Por último, en cuanto a la categoría de “otros” visitantes de países de la OCDE, las estadísticas más detalladas (disponibles solo para algunos países) y algunos datos anecdóticos sugieren que una parte importante de estas llegadas se deben en buena medida a los ciudadanos expatriados de los países IIT. Una variable representativa del desempleo de este subgrupo es la tasa de desempleo de los hispanos en Estados Unidos. Pese a registrar el mayor aumento del desempleo de los cuatro subgrupos (y el doble que el de Canadá y Europa), la categoría de “otras” llegadas a los IIT presenta las menores disminuciones en 2009, debido en parte a los fuertes vínculos entre esos visitantes y las economías de los IIT.

**Desempleo y aumento del turismo en 2009 1/**

Fuentes: Organización de Turismo del Caribe; Oficina del Censo de Estados Unidos, y cálculos del personal técnico del FMI.  
1/ Burbujas a escala según el porcentaje de llegadas canadienses en 2008.

**Contribución de las llegadas en el Caribe al crecimiento, por visitante de la OCDE 1/ (Variación porcentual anual de turistas)**

Fuentes: Autoridades nacionales; Organización de Turismo del Caribe, y cálculos del personal técnico del FMI.  
1/ La suma horizontal de los colores arroja el crecimiento porcentual de las llegadas de turistas de países de la OCDE en 2009.

<sup>1</sup> La robustez de estos resultados está corroborada por las estimaciones por sistema, que distinguen entre la endogeneidad de los shocks en las llegadas y el PIB de factores exógenos como las catástrofes naturales, que reducirían tanto las llegadas como el crecimiento del producto pero que no están relacionados con el desempleo en la OCDE.

pasando de menos del 4% en 1996 a más del 16% del PIB para 2008. La importancia de este proceso puede observarse en las caídas concomitantes de la mediana del desempleo en la región, que pasó de más del 16% en 1996 a niveles de un dígito en estos últimos años. Al estallar la crisis, la inversión extranjera directa cayó fuertemente al 10% del PIB en 2009.

Se prevé que en las economías avanzadas el nivel de empleo mejorará solo en forma gradual, estimándose que las perspectivas para el turismo serán desalentadoras en los próximos años<sup>16</sup>. En esta edición de *Perspectivas económicas: Las Américas* se proyecta un aumento moderado de las llegadas de turistas de aproximadamente 5% en 2010. Esta proyección, sumada al escaso nivel de IED, implica que en 2010 la recuperación será lenta y supondrá un crecimiento virtualmente nulo del producto en los países de la región que son importadores netos y dependen principalmente de la actividad turística, oscilando el desempleo en torno a los actuales niveles de 13%. Las llegadas a los destinos más dependientes del turismo europeo tardarán más en aumentar, dada la previsión de que la recuperación se demorará más que en Estados Unidos. Si en los países de la OCDE llegaran a materializarse los riesgos a la baja, la reactivación de los países con importantes ingresos por turismo podría retrasarse aún más.

Los sectores financieros de estos países han sufrido importantes presiones derivadas de shocks tanto internos como externos. En el plano externo, los sectores financieros regionales extraterritoriales (*offshore*) están siendo objeto de un monitoreo más riguroso a nivel internacional, como resultado de las secuelas de la crisis financiera mundial y de las mayores presiones para subsanar los vacíos del marco regulatorio y, en algunos casos, evitar los casos de fraude liso y llano. Se les ha exigido a los centros financieros extraterritoriales (CFE) cumplir con normas internacionales cada vez más estrictas (en una

iniciativa encabezada por el G-20) tanto en temas fiscales e impositivos como financieros y regulatorios. De cara al futuro, los reguladores nacionales y los participantes de los mercados financieros deberán adaptarse para que el país pueda seguir clasificado entre los que cumplen con las normas internacionales mínimas. Aunque costosas, estas iniciativas fortalecerán a los actuales CFE en el largo plazo, manteniendo así los efectos beneficiosos de estas instituciones en las economías nacionales con fuerte actividad turística, incluidos el aporte (moderado) de ingresos fiscales y el flujo turístico asociado a la actividad de los CFE.

Además de esta presión externa, los países con fuertes ingresos por turismo han enfrentado shocks financieros intrarregionales:

- El colapso de CL Financial Group, entidad con sede en Trinidad y Tobago, en enero de 2009 tuvo repercusiones en todo el Caribe cuyas consecuencias aún se sienten. Gracias a su bajo nivel de deuda y fuertes niveles de reservas, Trinidad y Tobago pudo rescatar tres filiales nacionales del grupo a un costo de US\$850 millones (alrededor del 3,8% del PIB). No obstante, el mayor grado de exposición combinado con los altos niveles de deuda existentes en varios países del resto del Caribe representan un escollo significativo en la tarea de resolver los problemas creados por las filiales aseguradoras de la sociedad (Colonial Life Insurance Company, CLICO, y British American Insurance Company, BAICO). Según se estima, la exposición a estas dos compañías equivale al 17% del PIB combinado del Caribe Oriental. La gravedad de las dificultades financieras que presentan las filiales varía dentro de la región, siendo particularmente vulnerables los países integrantes de la Unión Monetaria del Caribe Oriental (UMCO), debido a que las brechas de financiamiento en esa zona representan un mayor porcentaje del PIB.
- El Caribe también ha experimentado un episodio de esquemas Ponzi. En febrero del año pasado, la Comisión de Valores y Bolsa de Estados Unidos acusó a Robert Allen Stanford y a tres de sus empresas de orquestar un esquema de inversión fraudulento por varios miles de millones de dólares.

<sup>16</sup> La recuperación tras las recesiones originadas por crisis financieras tiende a ser lenta (véase el capítulo 3 de la edición de abril de 2010 de *Perspectivas de la economía mundial*). Se prevé que el desempleo en Estados Unidos —que es con creces el mayor país cliente del Caribe— se mantendrá por encima del 9% durante el año en curso.

Este esquema fue la causa fundamental del colapso de Stanford Financial Group en Antigua y Barbuda y de la intervención del Banco de Antigua.

Ambas experiencias señalan la necesidad de mejorar la regulación financiera y la cooperación transfronteriza.

### Desafíos de política macroeconómica: Garantizar la sostenibilidad fiscal en un contexto de bajo crecimiento

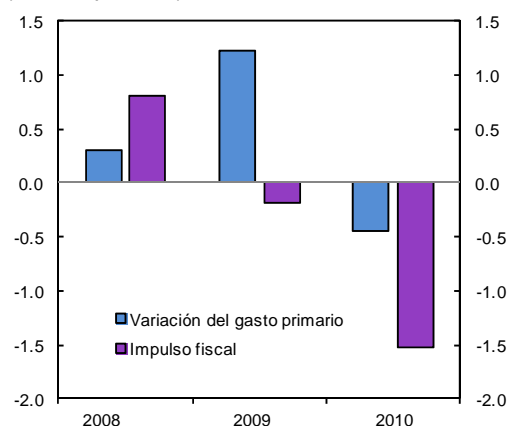
La lenta recuperación que se espera tendrán los países importadores de materias primas con fuertes ingresos turísticos pondrá a prueba la determinación de las autoridades. En efecto, las vulnerabilidades existentes —combinadas con niveles de deuda particularmente elevados y las restricciones de financiamiento— impondrán fuertes limitaciones a las políticas económicas dentro del contexto de una prolongada situación recesiva (gráfico 2.11).

El desafío primordial para las autoridades será el de manejar la política fiscal durante este año, lo que en algunos casos supone retirar una parte mayor del estímulo fiscal, a pesar del difícil contexto económico. Se espera que los recortes del gasto primario promedio sean del orden de 0,5% del PIB en 2010, con una reducción del impulso fiscal en torno al 1,5% del PIB en promedio en estos países. Por lo tanto, si bien en 2009 hubo algún limitado alivio fiscal disponible, es muy probable que las restricciones de recursos obliguen a retirar ese estímulo de aquí en adelante.

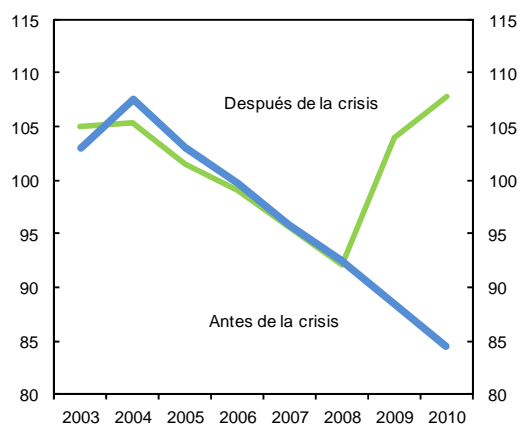
Teniendo en cuenta las oportunidades limitadas de endeudamiento que restringen la política fiscal y el hecho de que los tipos de cambio fijos limitan la política monetaria, es imprescindible seguir adelante con las reformas estructurales que destraben el crecimiento potencial mediante una mayor productividad. Al mismo tiempo, es importante reforzar las redes de contención social que protegen a los grupos más vulnerables y explorar alternativas para diversificar las fuentes de crecimiento.

### Gráfico 2.11. La crisis global ha aumentado los niveles de la deuda.

IIT: Indicadores de las limitaciones fiscales  
(Porcentaje del PIB)



IIT: Deuda pública  
(Porcentaje del PIB; promedio simple)



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

El balance de riesgos que enfrentan los países importadores de materias primas con fuertes ingresos por turismo incluye un posible repunte de los precios de las materias primas, la dependencia de la asistencia concesionaria bilateral en el marco de la iniciativa venezolana PetroCaribe y nuevos shocks a la economía real en 2011<sup>17</sup>. La alta dependencia de las importaciones de energía pondría más presión sobre las cuentas externas, ya que el alza de los precios del petróleo y de otras materias primas pesa más que los beneficios derivados de las exportaciones regionales (como azúcar, bauxita y bananas). PetroCaribe ha

<sup>17</sup> Para conocer más detalles sobre PetroCaribe, véase el recuadro 2.8 de la edición de octubre de 2008 de *Perspectivas económicas: Las Américas*.

ayudado a financiar parte de las importaciones de petróleo y, por ende, cualquier posible alteración de los términos del programa podría abrir un nuevo foco de vulnerabilidad regional.

Por último, el riesgo de que se produzcan nuevos shocks a la economía real en 2010 es bajo, pero podría aumentar en 2011 a medida que las economías avanzadas retiren las medidas de estímulo. En los próximos años, el aumento de los rendimientos soberanos como efecto indirecto al elevarse casi al doble la deuda de los países de la OCDE podría generar nuevas presiones financieras en los países importadores con fuertes ingresos por turismo. Los inversionistas internacionales tienen cada vez más en cuenta la sostenibilidad de la deuda a largo plazo (recuadro 2.1), mientras que los altos niveles de endeudamiento de estos países, entre los cuales se cuentan algunos de los históricamente más endeudados, representan un reto importante hacia adelante<sup>18</sup>. Además, ante la menor posibilidad de acceder a las fuentes internacionales de financiamiento, se ha recurrido al crédito de los bancos nacionales, lo que ha acentuado las vulnerabilidades existentes y dificultades las perspectivas de un proceso rápido de resolución de la deuda en algunos de los países con fuerte actividad turística.

En este contexto difícil, varios países han suscripto nuevos programas con el FMI. El reciente programa aplicado en Jamaica es ilustrativo del sustancial respaldo proporcionado por el FMI en respuesta a la crisis financiera mundial<sup>19</sup>. Dominica, San Vicente y las Granadinas y Santa Lucía también recibieron

<sup>18</sup> Véase FMI (2005) sobre la deuda en la región del Caribe.

<sup>19</sup> El acuerdo *Stand-By* a 27 meses convenido con Jamaica asciende al monto de US\$1.300 millones, la mitad del cual fue desembolsado por adelantado y asignado al Fondo del Sector Financiero. El fondo fue establecido para dar apoyo de liquidez a las instituciones financieras en caso de surgir problemas directamente relacionados con el canje de deuda del país. El canje alcanzó un 99,2% de participación y permitió lograr un ahorro en intereses equivalente al 3,5% del PIB y una reducción del 65% en los pagos de vencimientos de deuda en los próximos tres años. El acuerdo abrió el camino para que otros organismos multilaterales otorgaran financiamiento por US\$1.100 millones durante los próximos tres años.

apoyo financiero del FMI a través del servicio para shocks exógenos, ante el deterioro del ambiente externo y su impacto en el turismo y el PIB. En Granada, el FMI aprobó recientemente un programa sucesor del servicio de crédito ampliado, mientras que en Saint Kitts y Nevis el organismo ha prestado apoyo a través de su programa de Asistencia de Emergencia para Desastres Naturales. El personal técnico del FMI también convino un programa con las autoridades de Antigua y Barbuda a través de un acuerdo *Stand-By*. Por último, el Centro de Asistencia Técnica del Caribe del FMI (CARTAC) lanzó un programa de educación pública para la alfabetización financiera en respuesta a la crisis económica en el mundo. La UMCO también ha intensificado su labor de respuesta ante la crisis, como el recientemente anunciado programa de transición de ocho puntos para estabilizar la región, mientras que en CARICOM se está trabajando para establecer un Colegio de Reguladores con el objeto de reforzar la supervisión financiera regional.

## Otros exportadores de materias primas (OPE)

### Sosteniéndose en el ciclo de las materias primas

El alza de precios de las materias primas y el repunte del comercio mundial están apuntalando la recuperación en muchos de los otros países exportadores de materias primas. Junto con estos efectos directos, los efectos indirectos del fuerte desempeño económico de una de las principales economías de la región —Brasil— actúan como un motor más para el crecimiento en los países vecinos como Argentina, Bolivia y Paraguay<sup>20</sup>. De ahí que, al considerar el papel cumplido por las políticas durante la reciente recesión, también es importante reconocer los auspiciosos factores exógenos de cara al futuro.

Como se señaló en la edición de octubre de 2009 de *Perspectivas económicas: Las Américas*, algunos de los

<sup>20</sup> Los efectos secundarios también se observan en Uruguay, cuyo caso se analiza en la siguiente sección.

países que integran este grupo soportaron la crisis mundial relativamente bien, mientras que otros sufrieron bajas importantes de la actividad y del crecimiento tendencial. Para 2010 se prevé que el crecimiento medio del grupo se recuperará al 2,7%, luego de caer 0,6% en 2009. No obstante, una rápida recuperación en Bolivia y Paraguay contrasta marcadamente con la expectativa de que la actividad económica en Venezuela siga contrayéndose.

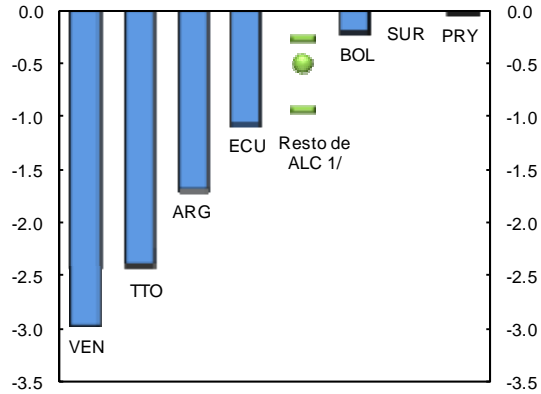
Para 2010 se prevé que el promedio de inflación del grupo aumentará a 9,5% (comparado con alrededor de 6,5% en 2009). En Bolivia, Paraguay y, en alguna medida, Suriname, la inflación podría tornarse preocupante a medida que se reactiva la demanda y el crecimiento cobra impulso. Otro factor que da pie a un posible rebrote de la inflación es el aumento real de dos dígitos en los indicadores de liquidez interna en el curso de los últimos doce meses, particularmente en Bolivia y en Paraguay. Por otra parte, si bien las brechas del producto en esos tres países siguen siendo negativas, en promedio son pequeñas. Un hecho importante es que la tendencia de crecimiento disminuyó, desde 2007, el 1,2% aproximadamente en promedio para todo el grupo — o el doble de la caída del resto de ALC— pero se mantuvo estable y robusta en Bolivia, Paraguay y Suriname, donde las perspectivas positivas tenderán a atraer IED en sectores clave (gráfico 2.12)<sup>21</sup>.

En algunos países del grupo de otros exportadores de materias primas, el deterioro del clima de inversión en el sector privado ha agravado más las restricciones de oferta, acelerando la inflación. Si la reciente reducción del crecimiento del producto tendencial se prolongara en el tiempo, y dada la lenta expansión de la oferta, algunos de estos países enfrentarán una situación de estanflación o una alta inflación, incluso

**Gráfico 2.12. Las pérdidas de producto tendencial y las presiones inflacionarias difieren sustancialmente entre otros exportadores.**

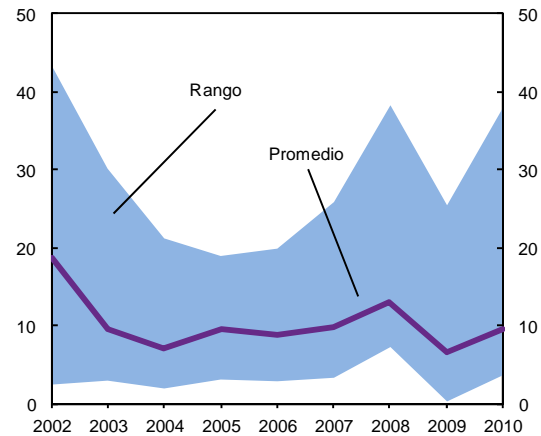
**OPE: Variación del crecimiento del PIB tendencial, 2007–10**

(Diferencial en puntos porcentuales)



1/ Mediana, percentil 25, y percentil 75.

**OPE: Inflación en los Precios del Consumidor (Porcentaje)**



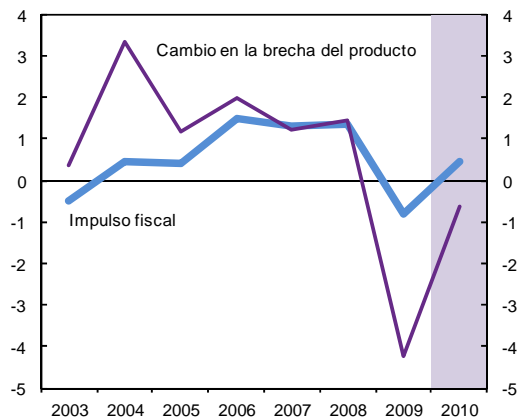
Fuentes: Haver Analytics, y estimaciones del personal técnico del FMI.

en un contexto de un crecimiento moderado del producto. Además, algunos de estos países recientemente concedieron oportunidades de inversión a empresas extranjeras al mismo tiempo que nacionalizaron activos productivos extranjeros. Es probable que las mayores primas de riesgo exigidas para hacer negocios en un clima de inversión volátil sigan restringiendo el crecimiento y empujando los precios al alza. De ahí que para aquellos países afectados la necesidad de implementar reformas estructurales orientadas a fomentar y diversificar el crecimiento económico es cada vez mayor.

<sup>21</sup> Las estimaciones del producto tendencial se obtuvieron mediante el filtro Hodrick-Prescott (HP) estableciendo el parámetro de suavización en diferentes valores (6, 10, 100 y 250). Para evitar el sesgo de fin del período, se aplicó el filtro a series que incluyen pronósticos hasta 2011 inclusive. Para un resumen de la metodología, véase el capítulo 4 de la edición de octubre de 2009 de *Perspectivas económicas: Las Américas*.

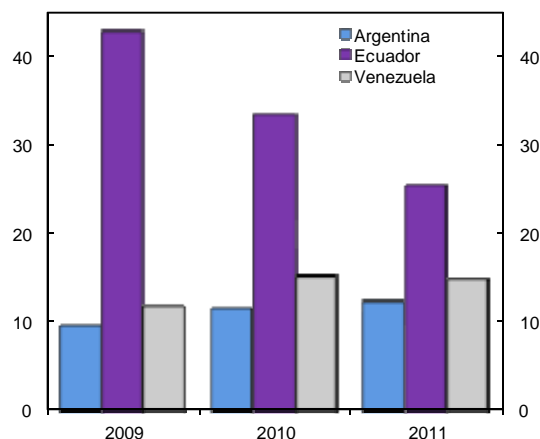
**Gráfico 2.13. La prociclicidad y la presión de financiamiento externo imponen desafíos importantes.**

**OPE: Impulso fiscal y cambios en la brecha del producto 1/**  
(Porcentaje del PIB)

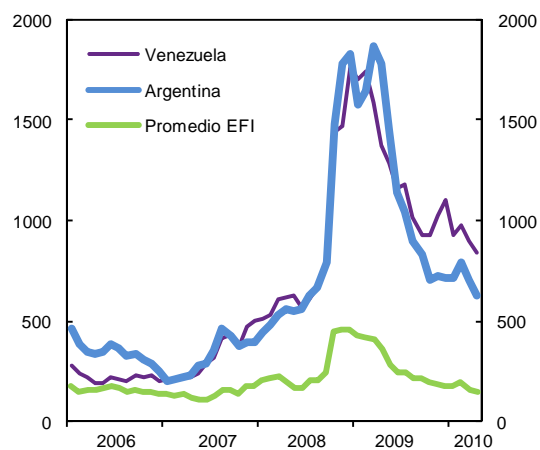


1/ Promedio simple dentro del grupo.

**OPE: Amortización de la deuda externa pública**  
(Porcentaje de las reservas internacionales de 2009)



**OPE: Diferenciales de retorno EMBI**  
(Puntos básicos)



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

## Desafíos de política macroeconómica: Evitar los peligros de la prociclicidad

Hubo marcadas diferencias entre las respuestas de política fiscal adoptadas durante la crisis. En promedio, el grupo de los otros exportadores de materias primas adoptó una orientación fiscal procíclica, con un impulso fiscal negativo de alrededor de 1% del PIB. Algunos países, sin embargo, lograron implementar políticas anticíclicas para amortiguar el impacto de la crisis<sup>22</sup>. Pero algunos de los otros exportadores de materias primas optaron por aplicar recortes presupuestarios procíclicos para hacer frente a la caída de los ingresos del sector público, que superó el 10% del PIB en 2009. En algunos países, los significativos aumentos del gasto registrados durante el auge de las materias primas agotaron toda la posibilidad de suavizar los shocks externos durante la crisis (recuadro 2.7). En adelante, un manejo eficaz de la demanda y la consolidación fiscal a largo plazo serán esenciales para evitar la prociclicidad que en el pasado ha perjudicado el desempeño de la economía.

Sin alternativas convencionales de políticas de estabilización, algunas economías recurrieron a medidas no ortodoxas como la transferencia de reservas de los bancos centrales, las nacionalizaciones (de bancos, fondos de pensiones y empresas del sector privado) y una devaluación combinada con tipos de cambio múltiples para ajustarse a la pérdida de ingresos derivados de las materias primas. La gestión durante la crisis siguió reflejando problemas previsibles y de larga data resultantes de la falta de un ancla macroeconómica o de un marco de políticas que permita moderar las variaciones cíclicas.

## ¿Volver a los mercados financieros?

La necesidad de administrar el stock de reservas será importante en algunos de los otros exportadores de materias primas con menos acceso a mercados financieros externos (gráfico 2.13). Se prevé que el saldo promedio en cuenta corriente del grupo en su

<sup>22</sup> Por ejemplo, el impulso fiscal en Suriname y en Paraguay excedió el 2% del PIB, y en Bolivia el crecimiento sostenido justificaba mantener la orientación de prudencia fiscal.

### Recuadro 2.7. Evolución fiscal y ciclos de las materias primas: Una trayectoria sui géneris

Los precios de las materias primas están afianzándose, y los países que exportan volúmenes considerables de materias primas podrían recibir importantes ingresos extraordinarios. Estos ingresos pueden ser transitorios, pero en algunos países de la región se han observado fuertes alteraciones del gasto fiscal en respuesta a shocks de los precios de las materias primas.

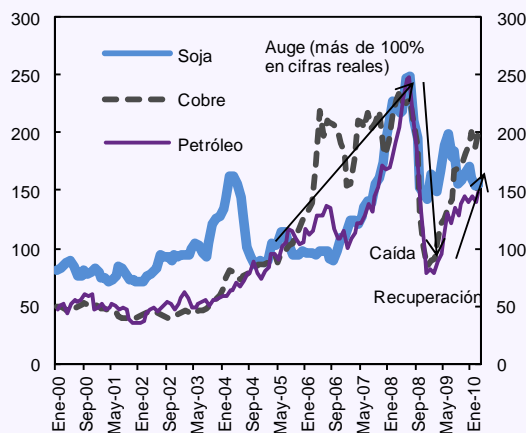
En este recuadro se analiza la respuesta dinámica de los indicadores fiscales ante fluctuaciones de los precios de las materias primas en los grandes exportadores de dichos productos en ALC y en algunas economías exportadoras avanzadas. Se estimaron modelos de autorregresión vectorial (VAR) basados en datos trimestrales correspondientes a 1994-2008<sup>1</sup>. Se observa que la reacción de los ingresos totales ante los shocks de los precios de las materias primas no varía mucho en los diferentes países. Sin embargo, las estimaciones del gasto primario hacen pensar que, si bien algunos países de América Latina sí se comportan de forma parecida a los países de ingreso alto con sólida prudencia fiscal, otros reaccionan con fuerza a los shocks de los precios de las materias primas. En un extremo del espectro está Chile, cuyo comportamiento es similar al de países de alto ingreso exportadores de materias primas, como Australia, Canadá y Noruega. Y en el otro extremo está Venezuela, en donde el gasto aumenta en una proporción aun mayor que los ingresos cuando un shock afecta a los precios de las materias primas.

La crisis actual ha demostrado que los países que han logrado el consenso político suficiente para aplicar marcos de mayor prudencia fiscal se encontraban mejor preparados para enfrentarla, especialmente debido a la acumulación de grandes reservas fiscales durante las épocas de bonanza. Esta observación tiene especial relevancia para los países cuyos ingresos vinculados a las materias primas representan una proporción importante del total de ingresos. En dichos países, los ingresos fiscales tienden a ser menos predecibles, dado que los ciclos de precios de las materias primas no necesariamente coinciden con el ciclo del producto interno.

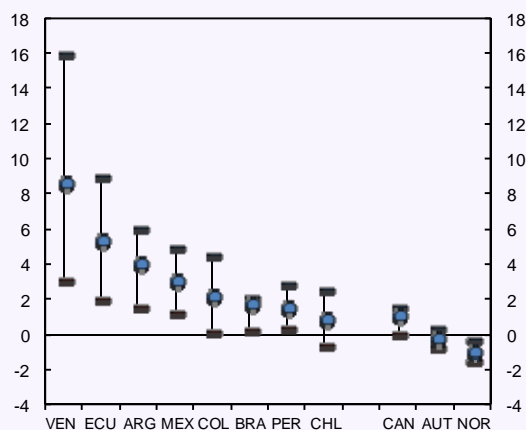
Nota: Este recuadro fue preparado por Leandro Medina.

<sup>1</sup> América Latina: Argentina, Brasil, Chile, Colombia, Ecuador, México, Perú y Venezuela; ingreso alto: Australia, Canadá y Noruega. Ver Medina (2010).

**Precios de las materias primas: Auge, caída y recuperación 1/**  
(Dólares de EE.UU., Índices 2005=100)



**Respuesta del gasto primario a shocks en los precios de las materias primas 2/**  
(Respuesta acumulada de un año a un shock en los precios de las materias primas equivalente a 1 desviación estándar)



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

1/ Soja: Contratos de futuros de soja en Chicago; cobre: precio LME al contado y petróleo: promedio simple del precio al contado de tres crudos; Dated Brent, West Texas Intermediate y Dubai Fateh.

2/ Un shock de precios equivalente a 1 desviación estándar varía desde 8% en el caso de Brasil hasta 16% en el caso de Venezuela. Las líneas representan intervalos de confianza de 1 desviación estándar.

conjunto se recuperará, pasando de 2,9% del PIB en 2009 al 4,5% en 2010, siendo una fuente importante de financiamiento externo. No obstante, están venciendo pagos importantes de amortización de deuda, en particular en Ecuador (por aproximadamente 25% de las reservas existentes en 2010 y nuevamente en 2011)<sup>23</sup>. En Venezuela, aunque las necesidades de financiamiento para cubrir amortizaciones son más reducidas, podrían surgir presiones cambiarias si continúa la considerable salida de capitales, que en 2009 superó los US\$20.000 millones y es equivalente a dos tercios de las reservas del banco central o 40% de las exportaciones petroleras.

Hasta ahora, en algunos países el manejo de reservas ha incluido la imposición de restricciones a las importaciones; impuestos a la exportación; financiamiento de la Corporación Andina de Fomento (CAF), el Banco Interamericano de Desarrollo (BID) y otros fondos multilaterales, y préstamos bilaterales negociados con Asia oriental vinculados principalmente a la explotación de los recursos naturales. No obstante, a mediano plazo algunas de las otras economías exportadoras de materias primas necesitarán más entradas de capital provenientes de los mercados tradicionales. Para algunos de estos países, recurrir a los mercados externos puede resultar costoso y difícil, ya que los *spreads* soberanos promedio excedieron 600 puntos básicos en 2009. Asimismo, los conflictos pendientes originados en pasados incumplimientos de pago también limitan las posibles fuentes de crédito<sup>24</sup>. En algunos países, la realización de las consultas regulares del Artículo IV con el FMI podría facilitar la reanudación del acceso a los mercados financieros internacionales<sup>25</sup>.

<sup>23</sup> Cerca de la mitad de las amortizaciones de Ecuador en 2009 consistieron en recompras de la deuda externa impaga.

<sup>24</sup> El Congreso de Argentina reabrió el proceso de reestructuración de la deuda, y se hicieron ofertas para los tenedores de bonos que no entraron en el canje de la deuda.

<sup>25</sup> Las consultas entre el FMI y cada país miembro sobre las políticas macroeconómicas están previstas en el Artículo IV del Convenio Constitutivo del organismo. Actualmente, solo cuatro países miembros que no tienen programas suscritos no han

(continued)

## Otros importadores de materias primas (OPI)

### Avanzando por el terreno medio

No sin cierta heterogeneidad, se está produciendo una recuperación gradual en los otros países importadores de materias primas. La actividad económica parece haber comenzado a remontar al final de 2009, registrándose el repunte más fuerte del crecimiento en Panamá, la República Dominicana, y Uruguay. En El Salvador y Honduras, la actividad económica finalmente dejó de contraerse (gráfico 2.14). En Haití, el potente terremoto tuvo efectos devastadores, cobrándose importantes pérdidas tanto humanas como económicas (recuadro 2.3). En 2010, se espera que el crecimiento medio de todo el grupo aumente a alrededor del 2%, frente a una tasa de 0,8% en 2009<sup>26</sup>.

El contexto externo para los otros países importadores de materias primas sigue siendo dispar. El crecimiento más rápido de lo previsto que experimenta Estados Unidos imprime cierto impulso a las exportaciones. No obstante, las remesas de los trabajadores siguen registrando caídas anuales significativas, lo que refleja la débil situación del empleo en Estados Unidos, especialmente entre la población hispana y en el sector de la construcción. El repunte de los precios de las materias primas también representa un shock negativo para estos países, ya que estos empiezan a enfrentar montos cada vez mayores por sus importaciones de energía. Se prevé que todos estos factores combinados eleven el déficit promedio en cuenta corriente a 7% del PIB en 2010, comparado con alrededor del 4% en 2009.

El crédito ha crecido lentamente. Los depósitos bancarios siguen creciendo y las tasas activas han bajado, señal de que los mercados financieros

---

realizado una consulta del Artículo IV con el FMI dentro del período habitual: Argentina, Ecuador, Somalia y Venezuela.

<sup>26</sup> Los indicadores económicos correspondientes a Haití no han sido promediados con el resto de los otros países importadores de materias primas, en razón de la magnitud del impacto del terremoto.



internos siguen normalizándose. El crédito, sin embargo, se recupera muy moderadamente y solo en unos pocos países (por ejemplo, la República Dominicana y Uruguay). Además, los préstamos bancarios transfronterizos siguieron contrayéndose durante el tercer trimestre de 2009.

No obstante la fuerte desaceleración del crecimiento, los sistemas financieros de los otros países importadores de materias primas soportaron la crisis mundial relativamente bien, en términos generales. Los indicadores de solidez financiera revelan cierto deterioro de la calidad de la cartera crediticia, pero los índices de suficiencia de capital de los bancos se mantienen en niveles adecuados.

### Desafíos de política macroeconómica: Reconstruir recursos

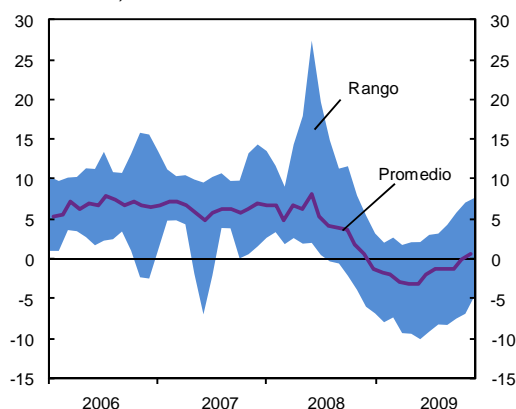
Los riesgos a la baja de la recuperación mundial en 2011 y en adelante requieren políticas macroeconómicas prudentes en los otros países importadores de materias primas, aun cuando el crecimiento no se recupere al mismo ritmo que en algunos otros países de la región.

En muchos países, la política fiscal brindó el necesario respaldo a la actividad económica durante lo peor de la crisis (gráfico 2.15). En promedio, los otros importadores de materias primas implementaron un impulso fiscal de alrededor de 1% del PIB en 2009<sup>27</sup>. Pero los recursos en su mayor parte se han agotado. En la mayoría de los países, los niveles de deuda pública no son preocupantemente altos, pero las limitadas oportunidades de obtener financiamiento restringen las alternativas para seguir inyectando un estímulo sustancial en 2010. Sería mejor ahorrar cualquier espacio fiscal que quede remanente por si se materializan los riesgos a la baja del crecimiento mundial. Los países cuyo crecimiento ya cuenta con una base sólida (por ejemplo, Uruguay) se beneficiarían de una política fiscal más restrictiva.

<sup>27</sup> Hubo diferencias significativas, que oscilaron entre un impulso fiscal de más de 3% del PIB en Costa Rica hasta un porcentaje muy bajo en Nicaragua.

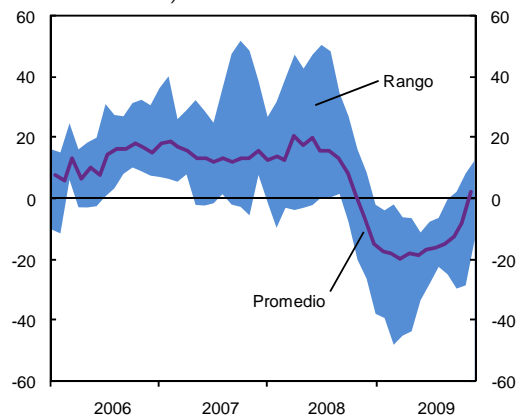
**Gráfico 2.14. Una recuperación gradual está en camino con un escenario externo mixto.**

**OPI: Indicadores de actividad económica 1/**  
(Variación porcentual en 12 meses del promedio móvil de 3 meses)



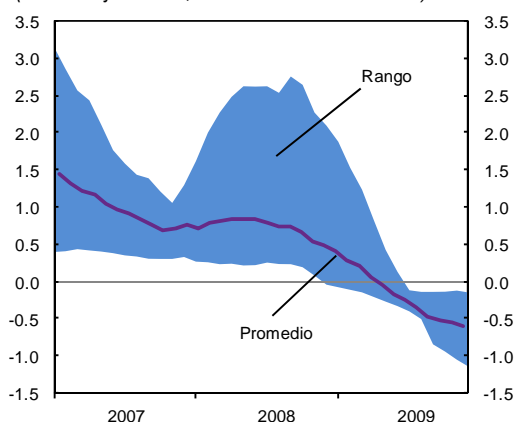
1/ Índice de actividad económica en Costa Rica, El Salvador, Guatemala, Honduras, Nicaragua, Panamá y la República Dominicana; producción manufacturera en Uruguay; no se dispone de indicadores para Guyana y Haití.

**OPI: Valores de las exportaciones 1/**  
(Variación porcentual en 12 meses del promedio móvil de 3 meses)



1/ Excluye Guyana y Haití.

**OPI: Remesas 1/**  
(Porcentaje del PIB; suma móvil en 12 meses)



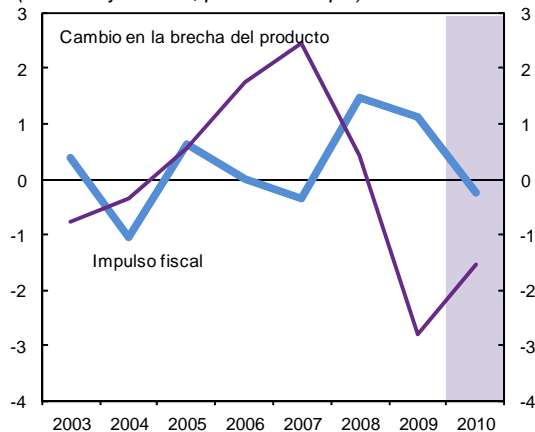
1/ Excluye Guyana, Haití y Uruguay.

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

**Gráfico 2.15. Los recursos fiscales deben recomponerse dados los riesgos a la baja en 2011 y en períodos posteriores.**

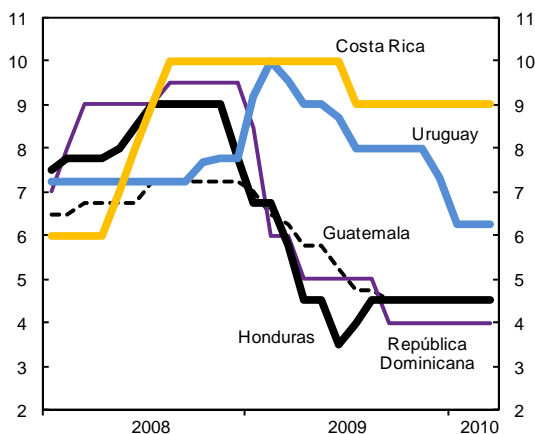
**OPI: Impulso fiscal y cambios en la brecha del producto**

(Porcentaje del PIB; promedio simple)



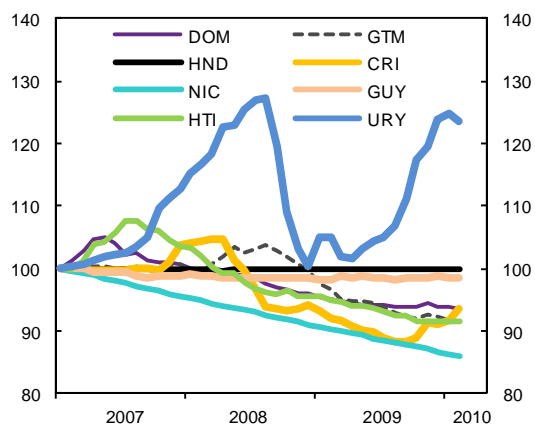
**OPI: Tasas de política monetaria**

(Porcentaje)



**OPI: Índices de tipos de cambio en dólares de EE. UU. 1/**

(Enero de 2007 = 100)



1/ El aumento denota apreciación.

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

El importante nivel de capacidad ociosa y los bajos precios de las materias primas contuvieron las presiones inflacionarias durante 2009. No obstante, la inflación ha comenzado a trepar en los últimos meses. En muchos casos, el rebrote de la inflación está impulsado por los altos precios de los alimentos y los combustibles, mientras que la inflación básica se ha mantenido estable. En Uruguay, no obstante, las expectativas de inflación y la inflación básica están avanzando por encima del rango objetivo.

Para 2010 se proyecta que la inflación aumentará a alrededor del 5%, en promedio. No obstante, en el pasado la transmisión de los precios de las materias primas a los precios internos fue significativa. Al recuperarse los precios de esos bienes, podrían surgir riesgos al alza para la inflación, especialmente en aquellos países en que la demanda interna está creciendo con relativa celeridad.

La adopción de tipos de cambio más flexibles, cuando fuera posible, serviría como protección frente a posibles shocks externos futuros. En algunos países, la limitada flexibilidad cambiaria restringió el margen de maniobra para bajar más fuertemente las tasas de política monetaria durante la crisis.

El FMI sigue participando activamente en la región. En Costa Rica, El Salvador y Guatemala, los acuerdos *Stand-By* de alto acceso han apuntalado la confianza internacional durante la crisis mundial. La República Dominicana también suscribió un acuerdo de ese tipo para respaldar su nivel de reservas, el estímulo fiscal anticíclico y las redes de protección social. En Honduras, el FMI ha reanudado las conversaciones después de que la comunidad internacional reconociera al nuevo presidente electo, al tiempo que continuó trabajando con Nicaragua sobre el servicio de crédito ampliado. El FMI también trabajó intensamente y en estrecha colaboración con las autoridades de Haití luego del devastador terremoto de enero del 2010 (recuadro 2.3).

## Conclusión

La región de ALC se recupera de la crisis financiera mundial algo más rápidamente de lo previsto. De todos modos, existe un grado considerable de heterogeneidad entre los países. Si bien en muchos países que son exportadores de materias primas el crecimiento está cobrando impulso, en otros avanza a ritmo lento, especialmente en los que dependen más del turismo proveniente de las economías avanzadas.

Para muchos de los países exportadores de materias primas con fuertes vínculos con los mercados financieros, el desafío en los años siguientes será administrar la fase ascendente del ciclo económico. Los países donde la brecha del producto se está cerrando más rápidamente deberán avanzar hacia políticas macroeconómicas más restrictivas antes que los demás. Las condiciones financieras externas favorables y la reanudación de las entradas de capital plantean otros desafíos adicionales. Una cuidadosa gestión macroeconómica será crucial para mitigar los riesgos generados por los ciclos de auge y caída. En este contexto, sería conveniente adoptar una combinación de políticas tendiente a favorecer una orientación fiscal más restrictiva, ya que contribuiría a mitigar los riesgos de un sobrecalentamiento además de frenar las presiones de una apreciación de la moneda.

La débil recuperación de los países importadores de materias primas con fuertes ingresos por turismo pondrá a prueba la determinación de las autoridades, ya que los elevados niveles de deuda y el acceso limitado al financiamiento impondrán

difíciles disyuntivas en materia de política económica. Los esfuerzos para proteger a los grupos vulnerables y promover el crecimiento potencial mediante reformas estructurales deben ser temas prioritarios en la agenda de política macroeconómica.

Para algunos de los otros países exportadores de materias primas, los desafíos consistirán en evitar los peligros de la prociclicidad, anclar las políticas macroeconómicas y recuperar el acceso a los mercados financieros internacionales. Los otros países importadores de materias primas se están recuperando gradualmente, gracias al aumento de las exportaciones, pero las entradas de remesas siguen contrayéndose. En muchos de estos países, el margen para dar estímulo macroeconómico está casi agotado y debe ser ahorrado con prudencia para hacer frente a escenarios de riesgos a la baja.

La región de ALC ha seguido beneficiándose de las líneas de crédito del FMI. Hasta abril de 2010, el FMI había comprometido DEG 42.000 millones para países de la región, lo que representa un aumento de 2.000 millones desde la última edición de *Perspectivas económicas: Las Américas*. Esta suma equivale a más del 35% de los compromisos totales del FMI con países de todo el mundo, lo que en gran parte refleja el acceso de Colombia y México a la nueva Línea de Crédito Flexible (LCF) del FMI<sup>28</sup>. Debido a su fuerte posición externa, la mayoría de los países de la región de ALC no han utilizado los créditos que les otorgara el FMI, sino que los consideraron como préstamos precautorios para reforzar la confianza internacional durante la crisis mundial y el proceso de recuperación actualmente en curso.

<sup>28</sup> A través de la LCF se otorga financiamiento por montos importantes, sin demoras y sin condiciones *ex post*, a los países miembros que tengan fundamentos económicos y políticas muy sólidos. Para más detalles, véase el recuadro 2.2. de la edición de octubre de 2009 de *Perspectivas económicas: Las Américas*.



### 3. Desafíos que plantean las condiciones favorables de financiamiento externo

*Si bien las condiciones favorables de financiamiento externo son en general beneficiosas para los mercados emergentes, también acarrearán riesgos que es necesario controlar. En el pasado, a menudo dichas condiciones produjeron aceleraciones sostenidas de la demanda interna y una apreciación real significativa de la moneda en estos países, y en algunos casos también estuvieron acompañadas de una expansión acelerada del crédito. Es importante señalar que la reacción frente a las condiciones externas favorables no siempre es de la misma magnitud, y refleja las diferencias entre las políticas económicas y las características estructurales de las distintas economías. Como las tasas de interés de las grandes economías avanzadas y la aversión mundial al riesgo probablemente sigan siendo bajas durante un período prolongado, el desafío para las autoridades es aplicar políticas macroeconómicas y prudenciales que aprovechen al máximo las posibilidades favorables de financiamiento, reduciendo al mismo tiempo la probabilidad de booms cíclicos. Tendrán relevancia las políticas implementadas en diversos ámbitos: la flexibilidad cambiaria, la política fiscal y la regulación macroprudencial se contarán entre los factores más importantes para protegerse de booms indeseados de la demanda y del crédito.*

#### ¿Cuáles son las inquietudes?

Las condiciones de financiamiento externo para las economías de mercados emergentes con fundamentos económicos sólidos probablemente sean “favorables” durante algún tiempo, con tasas de interés bajas, diferenciales por riesgo bajos y acceso fluido a los mercados. Como se explica en el capítulo 1, la recuperación subóptima proyectada para las economías avanzadas apunta a un período prolongado de política monetaria más expansiva; y los mercados financieros prevén que las tasas de interés de política monetaria del G-3 subirán solo gradualmente. Es probable que las tasas de interés a largo plazo de los títulos públicos libres de riesgo del

G-3 también sigan siendo bajas, a menos que los riesgos fiscales adquieran una nueva importancia ante los ojos de los inversionistas.

Al mismo tiempo, como los efectos de la crisis financiera internacional se están desvaneciendo, la aversión mundial al riesgo disminuyó drásticamente, y los diferenciales cobrados por activos “riesgosos” se encuentran nuevamente cerca de los mínimos históricos, al menos para los activos con grado de inversión. A medida que perciban menos riesgo y ante las perspectivas de bajos rendimientos en las economías avanzadas, los inversionistas naturalmente buscarán rentabilidad en los mercados emergentes.

Este capítulo examina la diversidad de inquietudes macroeconómicas y financieras que surgen durante un período prolongado de condiciones favorables de financiamiento externo. Los problemas y los riesgos son variados, están interrelacionados y dependen fundamentalmente de cómo reaccionen las políticas.

Tales inquietudes, analizadas en el curso de este capítulo, pueden resumirse de la siguiente manera.

Las condiciones favorables de financiamiento externo tienen muchas posibilidades de desencadenar un aumento acelerado de la demanda interna. El bajo nivel de las tasas de interés y un mayor acceso al financiamiento externo pueden estimular directamente tanto el consumo como la inversión. Dicho estímulo de la demanda será aún mayor si la inversión extranjera hace subir los precios de los activos financieros en los mercados emergentes y eso incrementa la riqueza de los residentes. A su vez, el crecimiento de la demanda interna —por encima del crecimiento del producto— profundiza el déficit en cuenta corriente y empuja al alza del tipo de cambio real (si las demás variables económicas se mantienen constantes).

---

Nota: El autor de este capítulo es Jorge Iván Canales-Kriljenko, con aportes significativos al análisis empírico por parte de Herman Kamil, Leandro Medina y Bennett Sutton.

El efecto de estas fuerzas es una entrada masiva de capitales extranjeros —a bajo costo, pero no para siempre— que crean dificultades macroeconómicas y riesgos prudenciales propios, especialmente si al mismo tiempo se produce un *boom* de crédito interno. Un *boom* de la demanda y del crédito podría crear una dinámica que culminara en una recesión o incluso una crisis. Obviamente, ese desenlace no es inevitable porque las políticas pueden determinar decisivamente si esos riesgos se agudizan o quedan contenidos.

Las implicaciones para el crecimiento de las condiciones financieras externas favorables preocupan a menudo a las autoridades. Lo que temen es que la apreciación real reduzca la rentabilidad del sector de los bienes transables y, en última instancia, también el volumen de la exportación neta. Eso tendría a su vez implicaciones negativas para el crecimiento. Por supuesto, en el contexto de un *boom* de la demanda interna, la contracción de las exportaciones netas no afecta necesariamente al nivel global de actividad<sup>29</sup>. Una inquietud muy diferente tiene que ver con la oferta: aunque sea pasajera, la apreciación podría dañar la tendencia de crecimiento económico de un país a más largo plazo, si los sectores que pierden parte de su rentabilidad desempeñan un papel especial en el crecimiento de la productividad. Este problema es parecido al de la “enfermedad holandesa”.

Este capítulo examina la relevancia de estos riesgos mediante un análisis de la experiencia de un grupo de países latinoamericanos —en comparación con otros países— y basándose en estudios publicados sobre el tema. A la luz de las lecciones extraídas de esas experiencias, el capítulo cierra con una evaluación de las opciones para controlar los riesgos que surgirían si se prolongaran las condiciones favorables de financiamiento externo.

<sup>29</sup> Los ajustes a las tasas de interés de política monetaria podrían ayudar a aliviar las inquietudes en torno al pleno empleo, según cuál sea el marco de la política monetaria. Además, en regímenes de metas de inflación las tasas de política monetaria podrían ser reducidas considerando el efecto de la apreciación de la moneda sobre la inflación.

Uno de los principales mensajes de este capítulo es que las políticas pueden mitigar o amplificar los riesgos que surgen de los episodios de condiciones financieras externas favorables. Por ejemplo, los tipos de cambio flexibles pueden servir para frenar la entrada de capitales extranjeros, en tanto que un esfuerzo sistemático en limitar la apreciación (nominal) puede estimular las entradas de capital y la expansión del crédito. La política fiscal también es importante porque los gobiernos pueden, por un lado, optar por contrarrestar parcialmente la escalada de la demanda privada, o por el otro, acelerar el gasto propio si las oportunidades de financiamiento son favorables y las bases tributarias se están expandiendo. Hay también otras políticas, como las macroprudenciales, que juegan un rol importante.

Nuestra investigación empírica se basa en distintos métodos y se centra en las experiencias de dos grupos de países. Uno es el “EFI”, compuesto por países exportadores de materias primas financieramente integrados (véase el capítulo 2): Brasil, Chile, Colombia, México y Perú. El otro es, para los efectos de la comparación, un grupo de economías avanzadas relativamente pequeñas que también exportan materias primas: Australia, Canadá, Nueva Zelanda y Noruega, o EA4; todos tienen tipos de cambio muy flexibles y han manejado con bastante éxito episodios de condiciones financieras externas favorables. También hacemos referencia a las experiencias de países de Asia y Europa oriental y central.

## El vigor de la demanda interna . . .

Durante el último cuarto de siglo, los dos episodios de condiciones financieras externas favorables (recuadro 3.1) coincidieron con una aceleración del crecimiento de la demanda. La demanda interna del EFI aumentó en promedio 4 puntos porcentuales por año más rápido que en otros episodios (gráfico 3.1). Dicho aumento fue ligeramente mayor en el episodio de la década de 2000 (cuando la demanda interna del EFI se vio impulsada también por el creciente nivel de los

ingresos de exportación de materias primas, como se explica más adelante).

Si bien este *boom* de la demanda interna del EFI también estuvo asociado a un repunte marcado del crecimiento del PIB, que incluso superó la tendencia, la demanda superó la producción en ambos episodios, lo cual produjo un fuerte aumento de las importaciones. La aceleración más fuerte de la demanda se registró en la formación de capital fijo (7 puntos porcentuales); el consumo privado, por su parte, se incrementó 3 puntos, y el consumo público, 2 puntos.

En promedio, en los dos episodios la demanda interna del EFI subió más que en las economías de mercados emergentes de otras regiones, y también más que en las del EA4. Pero una observación más detenida de cada período muestra también un repunte marcado de la demanda en las economías asiáticas en el episodio de la década de 1990, y tanto en los países de Europa como en los del EA4 en el episodio de la década de 2000 (cuadro 3.1).

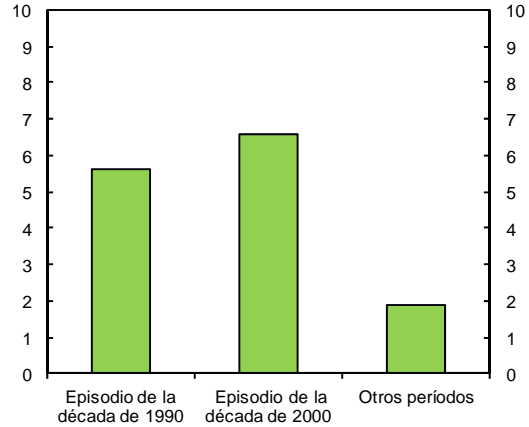
Un análisis VAR multivariado confirma que la demanda interna del EFI sistemáticamente respondió de manera positiva y considerable a tasas de interés real externas más bajas y a una mayor tolerancia del riesgo en los mercados financieros internacionales. (Es importante señalar que el resultado es el mismo si se controla por los efectos positivos de la demanda externa y los precios de las materias primas).

En este análisis VAR, estos dos indicadores de las condiciones financieras externas juntos explican alrededor del 35% de las fluctuaciones de la demanda interna del EFI a lo largo de un año. Esa sensibilidad también existe en los países del EA4, pero el porcentaje ronda apenas el 20%. El gráfico 3.2 muestra que la respuesta de la demanda del EFI a los shocks de una magnitud determinada es mayor que la del EA4, para estos dos aspectos de las condiciones financieras.

Esa mayor sensibilidad del EFI a las condiciones de financiamiento externo podría tener varias razones. Estos países posiblemente tengan mayores

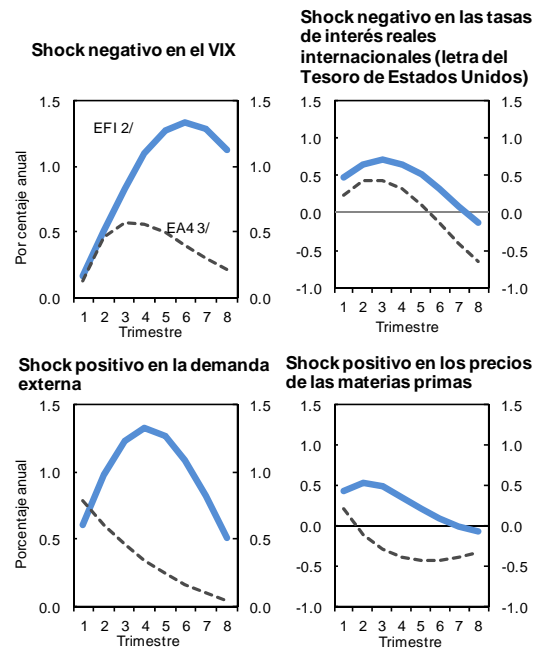
**Gráfico 3.1. La demanda interna del EFI creció más rápidamente durante los primeros periodos de condiciones financieras externas favorables.**

**EFI: Crecimiento de la demanda interna en condiciones financieras externas favorables**  
(Variación porcentual anual, promedio del período)



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

**Gráfico 3.2. La respuesta sistemática de la demanda interna a las condiciones externas ha sido más fuerte en el EFI que en el EA4.1/**



Fuentes: Haver Analytics, y cálculos del personal técnico del FMI.  
1/ Cada gráfico muestra la respuesta dinámica de la demanda privada interna (expresada como variación porcentual interanual) a un shock de una desviación estándar en el VIX y las tasas de interés reales (expresados como porcentaje anual) y de una desviación estándar en la demanda externa y los precios de las materias primas (expresados como variación porcentual interanual). La función de respuesta de impulso se basa en un modelo de autorregresión vectorial, estimado para el período 1994T2-2009T2, que incluye la demanda interna y externa, el VIX, las tasas de interés, los precios de las materias primas y la demanda interna privada.  
2/ Promedio simple de Brasil, Chile, Colombia, México y Perú.  
3/ Promedio simple de Australia, Canadá, Noruega y Nueva Zelanda.

**Cuadro 3.1. Mercados emergentes: Componentes del PIB seleccionados bajo condiciones financieras externas favorables 1/2**  
(Porcentaje anual, promedio del período)

	Subperíodos de condiciones financieras externas favorables		Media Otros años (C)	Diferencia en medias (Significancia estadística)		
	Década de			(A-C)	(B-C)	(A-B)
	1990 (A)	2000 (B)				
<b>Crecimiento de la demanda real</b>						
EFI	5,6	6,6	1,9	**	**	
Asia	6,8	5,9	4,2	**	**	
Europa (flexible)	0,3	5,3	1,7		**	**
Europa (fijo) 3/	...	11,0	2,2	...	**	...
Oriente Medio y África	5,6	5,4	3,2		**	
EA4	1,9	4,8	2,8		**	**
<b>Crecimiento del consumo privado real</b>						
EFI	4,6	5,7	2,1	**	**	*
Asia	6,2	5,5	4,2	**	**	
Europa (flexible)	1,3	5,2	1,8		**	**
Europa (fijo) 3/	...	10,8	1,6	...	**	...
Oriente Medio y África	6,6	5,0	3,8		*	
EA4	2,3	4,4	2,7		**	**
<b>Crecimiento de la formación bruta de capital real</b>						
EFI	6,0	12,4	1,7	**	**	**
Asia	5,5	7,4	2,7	**	**	
Europa (flexible)	-0,7	9,8	2,7	*	**	**
Europa (fijo) 3/	...	16,4	5,2	...	**	...
Oriente Medio y África	1,2	5,0	0,6		**	**
EA4	2,7	8,0	2,8		**	**
<b>Crecimiento del consumo del gobierno real</b>						
EFI	5,4	4,4	3,0	*	*	
Asia	4,9	5,6	4,4		*	
Europa (flexible)	1,9	2,6	2,0			
Europa (fijo) 3/	...	3,2	1,6	...		...
Oriente Medio y África	4,6	3,1	3,7			
EA4	1,8	3,0	3,0	**		**
<b>Partidas informativas:</b>						
<b>Crecimiento de la importación real</b>						
EFI	16,1	13,8	2,7	**	**	
Asia	12,0	11,4	6,2	**	**	
Europa (flexible)	22,1	11,9	5,3		**	
Europa (fijo) 3/	...	14,6	3,9	...	**	...
Oriente Medio y África	5,6	10,7	4,0		**	*
EA4	5,5	8,1	4,3		**	**
<b>Crecimiento del PIB real</b>						
EFI	4,6	5,4	2,2	**	**	
Asia	6,6	6,1	4,8	**	**	
Europa (flexible)	-0,4	4,7	1,8	**	**	**
Europa (fijo) 3/	...	8,3	2,2	...	**	...
Oriente Medio y África	5,2	5,4	3,4		**	
EA4	2,8	3,1	2,6		**	

Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

\*\* Estadísticamente significativo al 5%. \* Estadísticamente significativo al 10%.

1/ Basado en datos anuales del período 1986–2008. Condiciones favorables de liquidez definidas como aquellas de bajo VIX y tasa de los fondos federales de Estados Unidos. Los años son 1991–94, 1996, y 2004–07.

2/ La muestra de países incluye Brasil, Chile, Colombia, México y Perú de América Latina; Corea, India, Indonesia, Filipinas, Malasia y Tailandia de Asia; Hungría, Polonia, la República Checa y Turquía de Europa (flexible); Bulgaria, Estonia, Letonia y Lituania de Europa (fijo); Egipto, Israel, Líbano, Pakistán, Sudáfrica y Túnez de Oriente Medio y África, y Australia, Canadá, Noruega y Nueva Zelanda entre los exportadores de materias primas avanzadas.

3/ Debido a disponibilidad en los datos, incluye solo el episodio de la década de 2000.

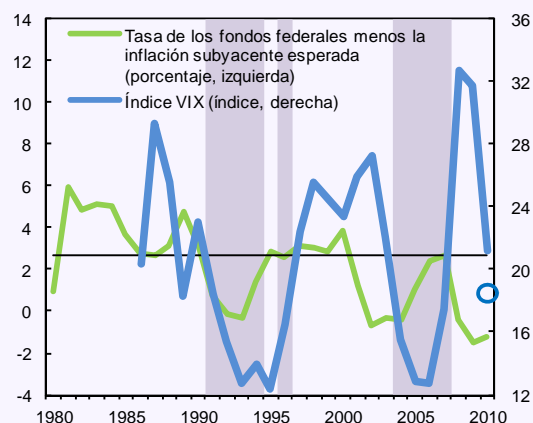


### Recuadro 3.1. ¿Cuándo son “favorables” las condiciones financieras?

En el contexto de este capítulo, las condiciones financieras externas favorables se definen como los años en que se registran simultáneamente bajas tasas de interés real a corto plazo y aversión al riesgo a nivel global. Para medir las tasas de interés real se usa la tasa de los fondos federales de Estados Unidos menos la inflación básica prevista para ese país. El indicador de la aversión mundial al riesgo está representado por el índice de volatilidad del mercado de opciones de Chicago (VIX); un nivel bajo del índice está asociado a menor aversión al riesgo. En nuestro análisis, se considera que estos dos indicadores son bajos cuando se sitúan por debajo de los valores anuales medianos registrados durante los últimos 24 años (1986–2009).

De acuerdo con estas pautas, las condiciones financieras externas fueron “favorables” durante dos episodios de varios años de duración: 1991–96 (con la excepción de 1995) y 2004–07. En promedio, en ambos casos las tasas de interés real y la aversión mundial al riesgo fueron más o menos iguales. No obstante, en el segundo episodio los precios de las materias primas aumentaron considerablemente y el crecimiento mundial fue mucho más rápido que en el primero. A mediados de abril de 2010, las condiciones financieras externas eran favorables nuevamente, dados los niveles de las tasas de interés real y del VIX.

**Episodios de condiciones financieras externas favorables 1/**  
(Porcentaje e índice)



Fuente: Haver Analytics.

1/ El área sombreada corresponde a períodos donde las bajas tasas de interés coinciden con baja aversión al riesgo global. La línea negra representa las medianas del período 1986–2009. Los datos para 2010 son promedios hasta febrero (valores de VIX de abril son menores, alrededor de 18, círculo azul).

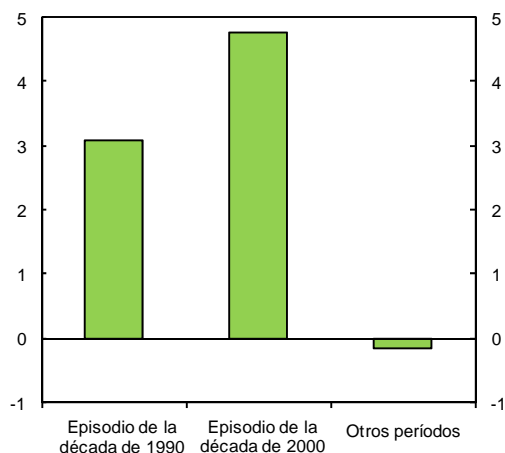
Nota: Este recuadro fue preparado por Jorge Iván Canales-Kriljenko.

limitaciones financieras, tanto a nivel de los hogares como de las empresas, que se tienden a relajar cuando las condiciones financieras son más favorables. La disminución de la aversión mundial al riesgo puede incrementar aún más las posibilidades de financiamiento para los países latinoamericanos, ya que se los considera más riesgosos que los del EA4.

Por último, los marcos de política económica y sus respuestas son importantes. Por ejemplo, el gasto público de los países del EA4 respondió mucho menos a la holgura de las condiciones de financiamiento que el del EFI, donde la expansión del gasto público contribuyó a la expansión de la demanda interna global. Asimismo, como se verá más adelante, los tipos de cambio han sido más flexibles en el EA4.

**Gráfico 3.3. Los primeros episodios de condiciones financieras externas favorables coinciden con la significativa apreciación real en la EFI.**

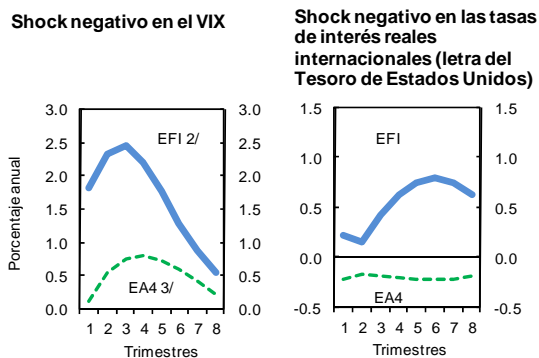
**EFI: Apreciación de las monedas en condiciones financieras externas favorables 1/**  
(Variación porcentual anual, promedio del período)



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.  
1/ Ambos aumentos son estadísticamente significativos.

**Gráfico 3.4. Los tipos de cambio reales responden más acentuadamente a los shocks financieros externos en el EFI que en el EA4.**

**Respuesta del tipo de cambio real a las condiciones financieras mundiales 1/**



Fuentes: FMI, *International Financial Statistics*; Bloomberg L.P.; Haver Analytics, y cálculos del personal técnico del FMI.  
1/ El gráfico muestra la respuesta dinámica del tipo de cambio efectivo real a un shock de una desviación estándar en el VIX y las tasas de interés reales (expresados como porcentaje anual). La función de respuesta de impulso se basa en un modelo de autorregresión vectorial, estimado para el período 1994T2-2009T2, que incluye la demanda interna y externa, el VIX, las tasas de interés, los precios de las materias primas, la demanda interna privada y el tipo de cambio real.  
2/ Promedio simple de Brasil, Chile, Colombia, México y Perú.  
3/ Promedio simple de Australia, Canadá, Noruega y Nueva Zelanda.

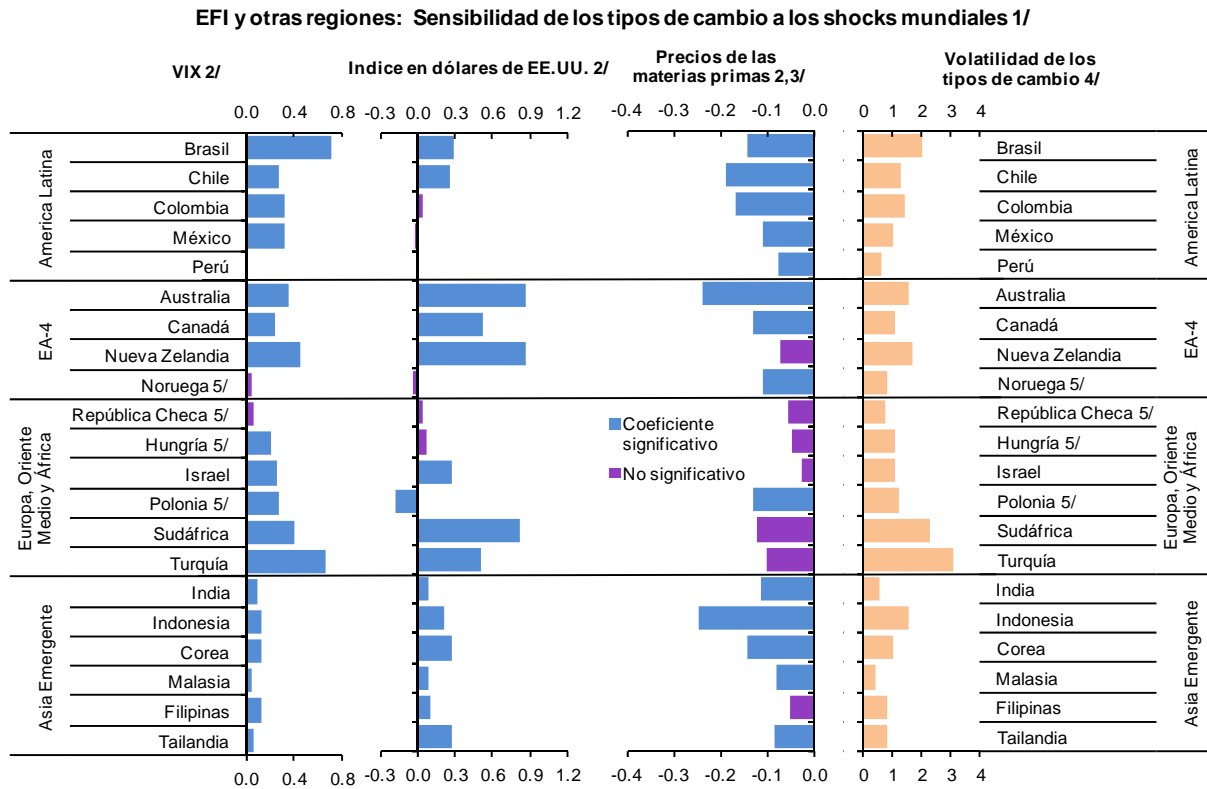
## ... y la apreciación de la moneda ...

En América Latina se registró una apreciación real significativa durante los episodios anteriores de condiciones financieras externas favorables (gráfico 3.3). En EFI, la apreciación fue en promedio 4 puntos porcentuales mayor por año que en otros períodos (más en el segundo episodio). La apreciación real también fue observada en el EA4 y en las otras economías de mercados emergentes, particularmente en el episodio de la década de 2000.

El análisis econométrico confirma que el tipo de cambio real responde a las condiciones financieras externas, aun si se controla por el efecto de los precios de las materias primas (gráfico 3.4). Un nivel más bajo tanto del VIX como de las tasas de interés internacionales tienden a apreciar el TCER. Además, la reacción de los países del EFI parece ser mayor que la de los países del EA4. El análisis de los episodios coincide con esta observación. Por ejemplo, durante el episodio de la década de 2000, la apreciación de las monedas del EFI promedió 4,8%, y la del EA4, 3,4%. Esta diferencia del comportamiento de los tipos de cambio reales refleja probablemente la mayor sensibilidad del EFI a las condiciones financieras externas, más que la política cambiaria (globalmente, los países del EA4 han intervenido menos en el mercado de divisas que en los del EFI).

Es natural que durante episodios de condiciones financieras externas favorables coincidan un *boom* de la demanda interna y una apreciación real. Ambos pueden responder al mismo tipo de factores. Además, la expansión de la demanda interna (por encima del crecimiento del producto potencial) hace subir el precio relativo de los bienes no transables, produciendo una apreciación del tipo de cambio real. Por otro lado, la apreciación de la moneda puede estimular la demanda interna a través de los efectos de riqueza financiera. La apreciación de la moneda local podría promover más la demanda interna si desplazara el ingreso de las utilidades de las empresas hacia los sueldos de los trabajadores, que poseen una mayor propensión al gasto.

**Gráfico 3.5. Los tipos de cambio nominales reaccionan sistemáticamente a la información contenida en los índices VIX (como un dato indicativo para la aversión global al riesgo) y los precios de las materias primas, después de controlar el valor del dólar de Estados Unidos.**



Fuentes: Bloomberg, L.P.; y cálculos del personal técnico del FMI.  
 1/ Regresiones de variaciones semanales (de viernes a viernes), de enero de 2000 a enero de 2010, excluido el periodo del 1 de septiembre de 2008 al 31 de mayo de 2009. Los aumentos (disminuciones) del tipo de cambio representan depreciaciones (apreciaciones).  
 2/ Coeficiente específico del país multiplicado por una desviación estándar del VIX, del índice en dólares de EE.UU. o de los precios de las materias primas. Las desviaciones estándar están expresadas como variaciones logarítmicas multiplicadas por 100.  
 3/ Regresión de la variación del tipo de cambio en base a la variación del VIX, del índice en dólares de EE.UU. y, respectivamente, un índice global de precios de las materias primas, un índice de precios de los metales, un índice de precios de los alimentos y el índice WTI de los precios del petróleo. El índice de precios de las materias primas de cada país se seleccionó como la especificación con el R2 más elevado: índice compuesto para Brasil, Colombia, Corea, Filipinas, India, Indonesia, Israel, Malasia, México y Nueva Zelanda; índice de metales para Australia, Perú, Sudáfrica, Tailandia y Turquía; precio del cobre para Chile; índice de precios del petróleo para Canadá, Hungría, Noruega, Polonia y la República Checa.  
 4/ Desviación estándar de la variación logarítmica semanal en la moneda local por el tipo de cambio del dólar de EE.UU., multiplicada por 100.  
 5/ Variable dependiente definida como moneda local por euro.

Los estudios previos confirman la importancia de la demanda interna como determinante del TCER identificando en particular los efectos del consumo público. Típicamente, se encuentra que un aumento del gasto público de 1 punto porcentual del PIB está asociado a una apreciación del tipo de cambio real de alrededor del 2½% (Isard y Faruqee, 1998, y Lee *et al.*, 2008).

La sensibilidad a las condiciones financieras mundiales también se observa en cómo reaccionan los tipos de cambio *nominales* a las fluctuaciones de corto plazo del VIX. Las monedas de muchos

mercados emergentes —y también de algunas economías avanzadas más pequeñas— tienden a apreciarse cuando el VIX disminuye. Muchas monedas también tienden a apreciarse cuando suben los precios de determinadas materias primas; por ejemplo, eso ocurre claramente con la mayoría de las monedas del EFI y del EA4, y eso refleja la importancia de la exportación de materias primas para sus economías (gráfico 3.5). Los estudios de los determinantes a más largo plazo de los tipos de cambio *reales* confirman la importancia de los términos de intercambio de las materias primas para muchos países.

**Cuadro 3.2. Un vistazo a los estudios sobre los indicadores de alerta anticipada, las interrupciones repentinas de entradas de capital y las reversiones de la cuenta corriente.**

<b>Autores</b>	<b>Mensajes principales</b>
Milesi-Ferretti y Razin (1998)	El bajo nivel de reservas y los términos de intercambio desfavorables pueden producir vuelcos en la cuenta corriente y crisis monetarias.
Kaminsky, Lizondo y Reinhart (1998)	Algunos indicadores pueden alertar por anticipado sobre la posibilidad de una crisis monetaria; entre otros, déficits en cuenta corriente, sobrevaloración, fuerte expansión crediticia, pérdidas de reservas, bajo crecimiento de las exportaciones y relación reservas/dinero amplio (niveles y tasa de crecimiento).
Berg, Borensztein, Milesi-Ferretti y Pattillo (1999)	La relación deuda a corto plazo/reservas también es un indicador de alerta anticipada de las crisis monetarias. Los autores se centran en la sobrevaloración, los déficits en cuenta corriente, las pérdidas de reservas y el bajo crecimiento de la exportación como otros indicadores anticipados.
Frankel y Cavallo (2004)	La probabilidad de una interrupción abrupta de la entrada de capitales aumenta según la magnitud de la relación inicial déficit en cuenta corriente/PIB. Disminuye según la apertura del país.
Edwards (2005)	El déficit en cuenta corriente es un determinante fundamental de las reversiones.
Mendoza y Terrones (2008)	Todas las crisis de los mercados emergentes estuvieron asociadas a booms de crédito, pero no todos los booms de crédito terminaron en crisis.

**Cuadro 3.3. Cuentas de la balanza de pagos seleccionadas bajo condiciones financieras externas favorables 1/2**  
(Porcentaje del PIB del año anterior, promedio del período)

	CF externas favorables			Otros años (C)	Diferencia en medias (Significancia estadística)		
	Década de				Diferencia en medias		
	1990 (A)	2000 (B)			(A-C)	(B-C)	
<b>EFI</b>							
<b>Entrada neta de capitales privados</b>	5,6	2,6	1,5	**	**	**	
<i>De los cuales:</i>							
Pasivos privados transfronterizos	6,3	7,0	2,6	**	**		
Activos privados transfronterizos	-0,8	-4,4	-1,1		**	**	
<b>Otras entradas de capitales (netas)</b>	0,1	-1,1	1,9				
<b>Acumulación neta de reservas internacionales</b>	2,3	2,3	0,5	**	**		
<b>Balance en cuenta corriente</b>	-3,4	0,8	-2,9	**	**	**	

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

\* Estadísticamente significativo al 10%.

\*\* Estadísticamente significativo al 5%.

1/ Basado en datos anuales para el período 1986–2008. Los años identificados con condiciones favorables de liquidez son 1991–94, 1996, and 2004–07.

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

## ... pueden crear vulnerabilidades ...

Los aumentos fuertes de la demanda interna pueden terminar mal si fuerzan un ajuste abrupto de la economía. Las expansiones de la demanda a menudo están financiadas en parte por entradas de capital y producen déficits en cuenta corriente, creando el peligro de una crisis financiera si esos capitales se interrumpen abruptamente o dan marcha atrás, con efectos que pueden verse agravados por riesgos financieros excesivos asumidos mientras la demanda se intensificaba.

De acuerdo con numerosos estudios sobre los “indicadores de alerta anticipada” y los determinantes de las crisis, el empeoramiento de la cuenta corriente, la fuerte expansión del crédito y la desalineación de los tipos de cambio son algunos de los fenómenos más importantes que deberían generar alarma. Las exposiciones de los balances de los sectores empresarial y financiero, tales como descalces de monedas o de vencimientos, podrían agravar el impacto (cuadro 3.2).

Algunas crisis financieras bien conocidas ocurrieron después de períodos de condiciones financieras externas favorables; por ejemplo, la crisis financiera de 1982 en América Latina, la crisis asiática que siguió al episodio de la década de 1990 y las de muchos países europeos que siguieron al episodio de la década de 2000. Por el contrario, los países del EFI analizados aquí no cayeron en una crisis financiera después de este último episodio, lo cual no resulta sorprendente teniendo en cuenta la mayor solidez de los indicadores de vulnerabilidad.

¿Cómo evolucionaron los indicadores de vulnerabilidad durante los dos episodios previos de condiciones financieras favorables?

- En ambos episodios, la región experimentó un aumento de las entradas de capital. En particular, el aumento de los pasivos transfronterizos del EFI fue más rápido que en otras ocasiones, tanto a través de inversión

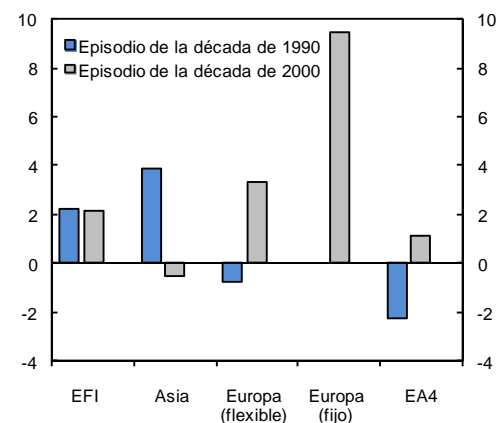
extranjera directa (IED) como de inversión de cartera. Esta última, sin embargo, fue notablemente más pequeña en promedio en el episodio de la década de 2000. Al mismo tiempo, EFI también tendió a acumular activos transfronterizos durante esos episodios, particularmente en el de la década de 2000. Por lo tanto, en términos netos, el aumento de las entradas de capital fue relativamente más pequeño en el segundo episodio que en el primero (recuadro 3.2).

- En cierta medida es sorprendente comprobar que las relaciones cuenta corriente/PIB en EFI no empeoraron significativamente pese al repunte notable de la demanda interna y de los volúmenes de importación (cuadro 3.3). Aunque el déficit en cuenta corriente empeoró ligeramente durante el primer episodio, el saldo en cuenta corriente de hecho mejoró durante el episodio de la década de 2000 porque afortunadamente también mejoraron de manera sustancial los términos de intercambio<sup>30</sup>. La apreciación del tipo de cambio real durante ambos episodios también incrementó el denominador del PIB en dólares de estas relaciones.
- La relación crédito/PIB aumentó en América Latina alrededor de 2 puntos porcentuales del PIB cada año en ambos episodios. En otros años disminuyó ligeramente. En otras regiones, esa relación a veces sufrió efectos fuertes, especialmente en Asia en el episodio de la década de 1990 y en Europa en el episodio de la década de 2000 (gráfico 3.6). Fue especialmente llamativa la escalada del crecimiento del crédito en los países europeos con regímenes de tipo de cambio fijo. Eso sugiere que los regímenes cambiarios importan, un tema que se aborda

<sup>30</sup> Los países del EA4 también experimentaron mejoras parecidas de los términos de intercambio, que promediaron alrededor de 6% por año, en ese episodio. Afortunadamente, el aumento de los ingresos por exportaciones del EFI y EA4 compensó en parte el efecto del aumento de la demanda interna en el saldo en cuenta corriente, que de lo contrario podría haber sido más problemático.

**Gráfico 3.6. Las respuestas de crecimiento en el crédito han variado por región, creciendo más rápidamente en Asia en la década de 1990 y en Europa en la década de 2000.**

**Mercados emergentes: Crecimiento del crédito con condiciones financieras externas favorables 1/**  
(Variación porcentual respecto de otros períodos)



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

1/ Crecimiento relativo a períodos en los cuales las condiciones financieras externas no eran favorables.

más adelante. Los indicadores bancarios de América Latina no cambiaron mucho, y el nivel de préstamos en mora y de adecuación del capital prácticamente no varió.

En suma, América Latina experimentó un fuerte repunte de las entradas brutas de capital durante los períodos de condiciones financieras externas favorables, aunque si se descuentan las salidas de capital fueron notablemente más pequeñas durante el último episodio. Aun así, las presiones sobre la cuenta corriente siguieron estando bien contenidas (gracias al alza de los precios de exportación de las materias primas), en tanto que la expansión del crédito aumentó notablemente.

### ... y obstaculizar la competitividad, y posiblemente el crecimiento

La apreciación de la moneda puede dar lugar a dos inquietudes diferentes en torno a la actividad económica. Primero, puede dañar la actividad en el corto plazo, produciendo una contracción de la demanda agregada. Segundo, a menudo se sugiere

**Recuadro 3.2. Las entradas de capital en medio de condiciones financieras externas favorables**

**Las entradas privadas de capital (brutas y netas) aumentaron considerablemente en períodos de condiciones financieras externas favorables.** En ambos episodios, los pasivos transfronterizos de América Latina registraron un aumento más o menos igual (en promedio, alrededor del 6½% del PIB del año anterior). No obstante, los activos transfronterizos de residentes latinoamericanos aumentaron considerablemente más rápido durante el segundo episodio. En consecuencia, las entradas netas de capital fueron mayores en el primero (5,6% del PIB) que en el segundo (2,6% del PIB).

**La composición de los activos y pasivos transfronterizos varió entre los dos episodios.** En lo que respecta a los pasivos transfronterizos, durante el segundo episodio con respecto al primero la proporción de inversión extranjera directa (IED) en América Latina aumentó y la proporción de inversiones de cartera de no residentes en la región disminuyó. Del lado de los activos transfronterizos, la inversión de cartera aumentó mucho más rápido que la IED en el extranjero e incluso excedió el incremento de los pasivos de cartera transfronterizos. En vista de esto, se puede decir que la región enfrentó un riesgo menor de que las entradas de capital se interrumpieran repentinamente durante el segundo episodio porque en América Latina la IED generalmente es más estable que los flujos de cartera y los activos de cartera son más líquidos que la IED<sup>1</sup>.

**¿Cómo se comparan estos flujos con los de otras regiones?**

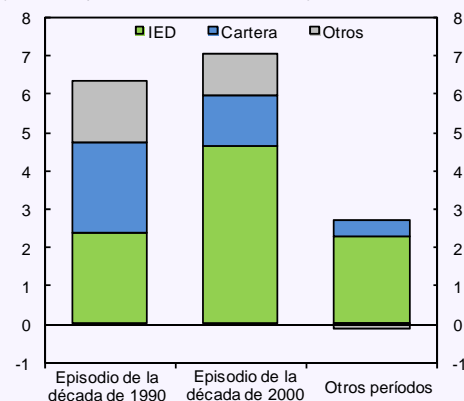
En todas las regiones se registró un fuerte incremento de las entradas durante los períodos de condiciones financieras favorables<sup>2</sup>. Sin embargo, el incremento neto fue considerablemente mayor durante los años noventa en América Latina y Asia y durante la década de 2000 en las economías emergentes de Europa. De hecho, en el EA4 se registraron salidas netas. Por otro lado, durante el segundo episodio se registró un pronunciado aumento de las entradas brutas en todas las áreas, lo cual es congruente con el intensificado ritmo de globalización observado durante la última década. En el segundo episodio, los países del EA4 registraron el mayor incremento de entradas brutas, aunque las salidas brutas fueron incluso mayores. Al igual que en EFI, las entradas brutas de IED aumentaron en todas las áreas. No obstante, a diferencia de lo observado en EFI, las entradas brutas de cartera aumentaron marcadamente en otras regiones durante el segundo episodio.

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

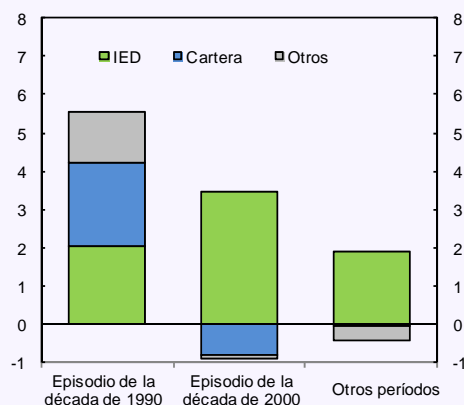
<sup>1</sup> El recuadro 2.4 de la edición de octubre de 2009 de *Perspectivas regionales: Las Américas* pasa revista a la experiencia de América Latina con la IED.

<sup>2</sup> Vera-Martin (de próxima publicación) cita 31 casos durante 1990–2009 en que determinados países recibieron entradas importantes de capital. La frecuencia de estos episodios alcanza su punto máximo durante los períodos que en este capítulo se distinguen como episodios de condiciones financieras externas favorables.

**EFI: Flujos brutos de capitales: Aumento en el crédito transfronterizo con no-residentes 1/**  
(Porcentaje del PIB del año anterior)

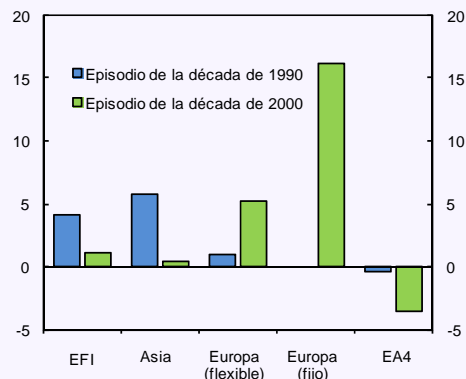


**EFI: Flujos netos de capitales: Pasivos transfronterizos menos activos transfronterizos**  
(Porcentaje del PIB del año anterior)



Fuentes: FMI, *Balance of Payment Statistics*; y FMI, *Perspectivas de la economía mundial*.

**Mercados emergentes: Ingreso neto de capitales bajo condiciones financieras externas favorables**  
(Porcentaje del PIB del año anterior, aumento relativo a otros períodos)



Fuente: IMF, *Balance of Payment Statistics*.  
1/ Aumento con respecto a períodos donde las condiciones financieras externas no eran favorables.

que una apreciación prolongada podría socavar el crecimiento a través de los efectos del lado de la oferta, una variación de la “enfermedad holandesa”. Estos temores responden mayormente a la opinión de que ciertos sectores —bienes transables, o exportaciones, o sectores industriales vinculados a la exportación— de alguna manera son especialmente conducentes al crecimiento de la economía en su totalidad.

Por lo tanto, el primer interrogante empírico es en qué medida —y en qué casos— está vinculada la apreciación a una caída de las exportaciones.

Esta pregunta no es fácil de responder, ya que hay muchos factores que influyen en el desempeño de las exportaciones y en la determinación del nivel del tipo de cambio. No existe una asociación estrecha simplemente entre la apreciación real y la caída de los volúmenes de exportación. Un vistazo a los episodios de condiciones financieras externas favorables ilustra el problema: el crecimiento del volumen de exportación del EFI de hecho repuntó, pese a una apreciación real bastante fuerte en el mismo período (gráfico 3.7).

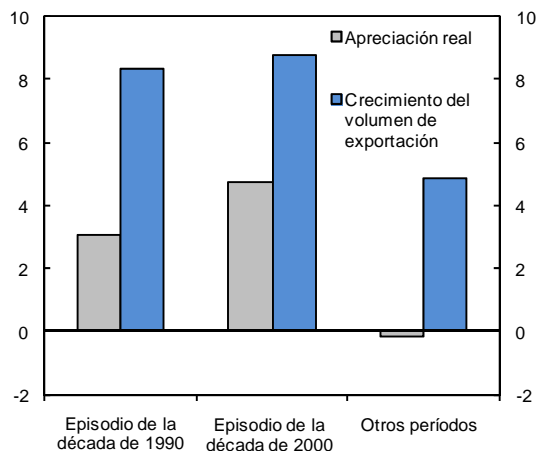
El hecho que la apreciación coincidiera con una aceleración del crecimiento de las exportaciones podría ser resultado de sucesos capaces de inducir tanto una apreciación real como un crecimiento de las exportaciones; por ejemplo, un alza de los precios de las materias primas (si lleva a una expansión de la producción de materias primas), un aumento del volumen de la demanda o un incremento de la productividad en el sector de las exportaciones. Es posible también que los efectos adversos de la apreciación tarden en materializarse.

Los ejercicios econométricos sobre la relación dinámica entre la apreciación y el crecimiento de las exportaciones —teniendo en cuenta otros factores— ayudan a detectar las relaciones que están en juego, pero por lo general no resultan concluyentes cuando se los aplica a países de mercados emergentes. Las estimaciones de sistema, utilizando datos anuales, sugieren que los volúmenes de exportación de América Latina responden en

**Gráfico 3.7. A pesar de la apreciación real, los volúmenes de exportaciones aumentaron durante los episodios de condiciones financieras externas favorables.**

**EFI: Apreciación real y crecimiento del volumen de exportación durante episodios de condiciones financieras externas favorables**

(Variación porcentual anual, aumento de la media durante episodios)



Fuente: FMI, *Information Notice System*.

cierta medida al crecimiento de las economías avanzadas y de China, así como a las variaciones del tipo de cambio real y los precios de exportación<sup>31</sup>. La estimación estándar de “ecuaciones de comercio internacional” también muestra ciertos efectos negativos a corto plazo de la apreciación real en los volúmenes de exportación del EFI<sup>32</sup>.

En lo que respecta a la sensibilidad de las importaciones, es posible detectar de manera mucho más clara una asociación entre la apreciación y los volúmenes de importación. Además del efecto directo de la apreciación en el volumen de importaciones que produce una reorientación del gasto, esta asociación probablemente refleja también un canal indirecto: en la medida en que la apreciación estimula la demanda interna, esta demanda adicional caerá en parte en los bienes importados.

<sup>31</sup> La respuesta de los volúmenes de exportación a los precios de exportación probablemente sea más alta cuando no se trata de materias primas.

<sup>32</sup> Sin embargo, para la mayoría de los países es difícil detectar una relación cointegradora a largo plazo entre los precios de exportación, los tipos de cambio reales y los volúmenes de exportación.

Tomadas en conjunto, estas consideraciones no dan mucho fundamento a la idea de una contracción de la demanda agregada cuando las condiciones financieras externas son favorables. Aunque la apreciación misma tiene cierto impacto negativo en las exportaciones netas, ese impacto se ve compensado holgadamente por el fuerte aumento de la demanda *interna*. Como las materias primas tienen más peso dentro del total de exportaciones, los efectos de reorientación del gasto del lado de las exportaciones parecen ser limitados dado que la elasticidad-precio de las exportaciones podría ser más pequeña en América Latina que en otros países. Los efectos del lado de la sustitución de las importaciones parecen más intensos, pero la escalada de la demanda interna parece suficientemente fuerte como para contrarrestarlos.

Por lo tanto, la inquietud por los efectos de la apreciación del tipo de cambio en el crecimiento probablemente debería centrarse más bien en el impacto del lado de la oferta. Sin embargo, la literatura actual no concluye fehacientemente si la apreciación de la moneda —temporal o permanente— perjudica el crecimiento a largo plazo, ni qué probabilidad o magnitud podría tener ese efecto. La teoría clásica sobre la enfermedad holandesa es ambigua en cuanto a sus efectos y la evidencia no es concluyente. Nuevos estudios sobre los efectos a largo plazo de distintos niveles del tipo de cambio en el crecimiento ofrecen cierta evidencia, pero su interpretación sigue siendo controvertida y su relevancia no está clara. Esta nueva literatura no aborda los efectos de una apreciación real temporal, sino más bien las consecuencias de un nivel de tipo de cambio sustentado —de alguna manera<sup>33</sup>— durante muchos años, como parte de una estrategia de desarrollo que favorece la rentabilidad de ciertos sectores (recuadro 3.3).

<sup>33</sup> Rodrik (2008) reconoce que el tipo de cambio real no es un instrumento de política, sino una variable endógena. Además, las políticas que influyen en ese nivel de manera sostenida tendrían que afectar a variables “reales”; por ejemplo, políticas que promuevan un nivel más elevado de ahorro nacional.

En resumidas cuentas, los temores en cuanto al impacto adverso de la apreciación de la moneda en el crecimiento pueden ser válidos en principio, pero es muy difícil evaluar su relevancia práctica. A falta de evidencia clara sobre la magnitud o la permanencia de esos efectos, las autoridades deben seguir sus propios criterios y probablemente deban centrarse relativamente más en los *booms* que pueden generar las condiciones favorables (lo cual exacerbaría de por sí el tema de la competitividad).

## Las políticas tienen importancia . . .

Los marcos de política económica y sus respuestas pueden influir en la magnitud de los riesgos asociados a condiciones financieras favorables, ya sea mitigándolos o agudizándolos.

Para poder fundamentar la formulación de políticas en el futuro, es útil comenzar pasando revista a las respuestas típicas que tuvieron esas políticas frente a esas condiciones.

## . . . en el pasado . . .

Las políticas macroeconómicas y financieras de los países del EFI han mejorado mucho con el correr de los años, y por lo tanto fueron significativamente diferentes en los dos episodios de condiciones financieras externas favorables. Un logro importante fue reducir la inflación en el contexto de una reestructuración significativa de los marcos de política monetaria que permitió flexibilizar los tipos de cambio. Un factor crítico en ese sentido fue el establecimiento de un ancla nominal creíble—la meta de inflación— que suavizó los efectos de los tipos de cambio en la inflación y así contribuyó a disipar el “temor a la flotación”. Sin embargo, aun con tipos de cambio mucho más flexibles, algunos bancos centrales del EFI compraron ocasionalmente grandes volúmenes de divisas, particularmente en 2006–07, en medio de entradas de capital



### Recuadro 3.3. La apreciación real y el crecimiento: Una mirada general a la “enfermedad holandesa” y problemas similares

Los efectos negativos sobre el crecimiento asociados a una apreciación real de la moneda han sido objeto de investigación por varias décadas, a partir de los estudios originales sobre la “enfermedad holandesa” a inicios de la década de 1980. El debate continúa vigente, con nuevos estudios que plantean vínculos adicionales entre el tipo de cambio real y el crecimiento, pero está lejos de haberse resuelto. Si bien la lógica de algunos de los argumentos teóricos sobre la existencia de estos nuevos vínculos ha sido establecida claramente, dichos argumentos se basan en gran medida en supuestos especiales acerca de la naturaleza del crecimiento económico. Además, la evidencia empírica parece insuficiente: hasta la fecha, con algunas excepciones, los estudios empíricos acerca de la “enfermedad holandesa” se han centrado principalmente en la relación entre shocks que provocan una apreciación del tipo de cambio real y el nivel de producción del sector transable, y no tanto en entender si este sector desempeña un papel especial en el crecimiento económico, o si episodios temporales de apreciación real causan daños permanentes sobre el crecimiento.

#### *La teoría*

En su forma original, la enfermedad holandesa es consecuencia de un aumento del precio (o del descubrimiento) de un recurso natural exportable, que reduce el precio relativo de los bienes transables internacionalmente. Esto provoca una reasignación de los factores de producción hacia la extracción de los recursos naturales y al sector no transable, desde el resto del sector transable (Corden, 1981). Al menos dos problemas bien definidos surgen a causa de este fenómeno. En primer lugar, la variación de los precios relativos puede obstaculizar el desarrollo de una industria exportadora manufacturera naciente, que podría haberse ido fortaleciendo a través de un proceso de aprendizaje (“learning by doing”). Esto, a su vez, podría reducir el crecimiento de largo plazo (Van Wijnbergen, 1984). Sin embargo, este efecto no sería permanente si el proceso de aprendizaje tiene lugar tanto en el sector transable como en el no transable (Torvik, 2001, y Adam y Bevan, 2004). En segundo lugar, en presencia de economías de escala se produciría un proceso de desindustrialización si la apreciación real persistiera durante un período prolongado o si fuera demasiado pronunciada (Krugman, 1987). Por otra parte, si existen rendimientos crecientes a escala en el sector de bienes no transables, la apreciación de hecho aumentaría el crecimiento (Sachs y Warner, 1999). Finalmente, si la apreciación real fuera una respuesta de equilibrio frente al shock, no se trataría de un fenómeno de enfermedad al fin y al cabo (Edwards y Aoki, 1983, y Harberger, 1983).

Los nuevos estudios —aún incipientes— sobre la relación entre el nivel del tipo de cambio real y el crecimiento plantean varios nuevos canales a través de los cuales estos dos factores podrían estar vinculados. En primer lugar, el tipo de cambio real podría afectar al crecimiento por medio de externalidades asociadas a actividades vinculadas con la exportación, especialmente en el sector manufacturero transable (Prasad *et al.*, 2007, y Rodrik, 2008). Segundo, un tipo de cambio “sobreevaluado” podría obstaculizar el crecimiento a través de una reducción del ahorro interno. Dooley, Folkerts-Landau y Garber (2004) sostienen que, en general, una apreciación del tipo de cambio real desplaza la demanda desde los bienes no transables hacia los bienes transables, lo cual hace necesaria una reducción de las tasas de interés real para mantener el equilibrio interno, reduciéndose así las tasas de ahorro interno. Finalmente, un tipo de cambio real sobreevaluado podría estar asociado a un aumento de los salarios reales, lo cual impulsaría a las empresas a reducir la inversión y el ahorro necesarios para financiar esa inversión (Levy-Yeyati y Sturzenegger, 2007).

Nota: Este recuadro fue preparado por Nicolás Magud y Sebastián Sosa. Se basa en una revisión más extensa de los estudios sobre el tema y en un análisis efectuado por los mismos autores (Magud y Sosa, de próxima publicación).

**Recuadro 3.3. (conclusión)***La evidencia empírica*

**Los resultados de los estudios empíricos sobre la “enfermedad holandesa” son ambiguos.** La mayoría de estos estudios se centra en los efectos sobre el tipo de cambio real producidos por distintos tipos de shocks (vinculados a los recursos naturales, las remesas, la ayuda externa o los flujos de capital) y la correspondiente reasignación de recursos entre el sector de bienes transables y el de no transables. En general, los efectos permanentes sobre el crecimiento a causa de dicha reasignación de recursos no han sido objeto de estudio. En cuanto a las remesas, la mayoría de los estudios encuentran evidencia de síntomas de enfermedad holandesa (apreciación real y caída de la producción de bienes transables en relación a la de no transables) (Lartey *et al.*, 2008; Acosta *et al.*, 2009, y Amuedo-Dorantes y Pozo, 2004). Rajan y Subramanian (2005), sin embargo, encuentran que las remesas no provocan esos efectos. Los resultados de los estudios sobre los efectos de un incremento de la ayuda externa no son concluyentes. Algunos encuentran que los flujos de ayuda externa provocan una apreciación del tipo de cambio real y desindustrialización (Rajan y Subramanian, 2005 y 2009, y Adenauer y Vagassky, 1998), aunque otros indican que la “enfermedad holandesa” no es una consecuencia inexorable (Amuedo-Dorantes y Pozo, 2004; FMI, 2005, y McKinley, 2005). Es poco probable, además, que un incremento sostenido de los niveles de ayuda externa pueda limitar el crecimiento de largo plazo a causa de efectos vinculados a la “enfermedad holandesa” (Bardier, 2006).

**Si bien existen razones para argumentar que una sobrevaluación persistente del tipo de cambio real dificulta el crecimiento, y de que una subvaluación lo estimula, la evidencia es aún insuficiente**

(Hausmann, Pritchett y Rodrik, 2004; Prasad *et al.*, 2007; Levy-Yeyati y Sturzenegger, 2007; Rodrik, 2008, y Eichengreen, 2008). Existe poca evidencia de carácter sistemático acerca de externalidades que podrían estimular el crecimiento. Asimismo, si bien algunos estudios intentan documentar los efectos positivos “de desborde” asociados a las manufacturas, la evidencia tampoco es concluyente (Eichengreen, 2008).

Finalmente, en cuanto a la hipótesis sobre la existencia de un vínculo entre el nivel del tipo de cambio real y las tasas de ahorro, Montiel y Servén (2008) sostienen que, desde el punto de vista empírico, la hipótesis acerca de una relación causal entre el tipo de cambio real y el ahorro es poco firme.

voluminosas y de un aumento fuerte de los ingresos por exportación de materias primas<sup>34</sup>.

La política fiscal y la gestión de la deuda pública también han mejorado considerablemente, y los sistemas de regulación y supervisión financiera registraron avances importantes (véase la edición de mayo de 2009 de *Perspectivas económicas: Las Américas*).

<sup>34</sup> Durante el primer episodio de condiciones financieras favorables, una inflación más bien elevada a menudo significó movimientos fuertes del tipo de cambio nominal. Cuando se produjo el segundo episodio, estos países tenían una inflación mucho más baja, y la mayoría permitía una flexibilidad significativa en el tipo de cambio nominal, inclusive a corto plazo, en ambas direcciones. Aun así, había diferencias; Chile y México se abstuvieron de hacer compras y ventas discrecionales de divisas durante largos períodos.

¿Han cambiado estas transformaciones fundamentales de los marcos de política la forma de responder de las economías del EFI a los cambios en las condiciones financieras externas? La evidencia del enfoque econométrico de VAR antes mencionado sugiere que algo ha cambiado. En particular, las sensibilidades al VIX y también a las tasas de interés real de Estados Unidos parecen haber sido más fuerte y rápida en el pasado que en los últimos episodios<sup>35</sup>.

<sup>35</sup> Así, cuando el modelo se estima con el período 1994-2002, las respuestas de impulso de los shocks a estas variables resultan ser más grandes que cuando la muestra incluye también la década de 2000. Esto es evidencia indirecta de que las políticas (u otra estructura económica) cambió a lo largo de los años.

¿Influyó la **flexibilidad del tipo de cambio**? Al flexibilizar los tipos de cambio, la región redujo la probabilidad de crisis monetarias y de un impacto adverso en la actividad económica asociado al aumento de la tasa de interés para defender el tipo de cambio cuando las condiciones financieras externas empeoran. Esa mayor flexibilidad — inclusive a corto plazo— también evitó que se perpetuara el atractivo de las entradas de inversión de cartera (que, como se señaló, fueron más pequeñas durante el episodio de la década de 2000). Es importante señalar que la flexibilización del tipo de cambio nominal no estuvo asociada a un aumento de la apreciación real durante el segundo episodio, como habría cabido esperar en vista de las mejoras de los términos de intercambio registradas entonces.

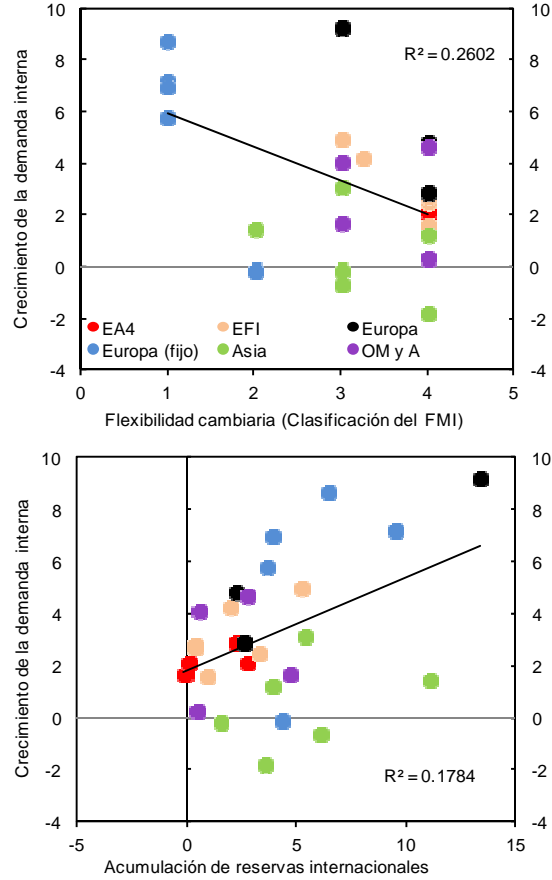
Al analizar un conjunto más amplio de experiencias nacionales, los marcos de política monetaria y los regímenes de tipo de cambio son importantes. Es útil examinar una muestra más amplia porque los países del EFI y del EA4 en general ahora tienen regímenes y marcos monetarios más o menos parecidos. Aunque existe una variación sustancial entre los regímenes de los distintos países, simples diagramas de dispersión transnacionales elaborados con datos del episodio de condiciones financieras favorables de la década de 2000 sugieren que los países con regímenes cambiarios más flexibles, por lo general, registraron un menor crecimiento de la demanda interna por encima de la tasa de crecimiento tendencial, lo cual conduce a déficits en cuenta corriente más pequeños. Como los regímenes de tipo de cambio más flexibles también tendieron a acumular menos reservas internacionales, se observa asimismo una asociación positiva entre el crecimiento de la demanda interna y las reservas (gráfico 3.8)<sup>36</sup>.

Por ejemplo, una serie de países europeos con firmes regímenes de tipo de cambio fijo ofrece un

<sup>36</sup> Es verdad que la experiencia de los países europeos con tipo de cambio fijo es importante para los resultados observados en este episodio en particular.

**Gráfico 3.8. Los países con regímenes cambiarios más flexibles y menor acumulación de reservas internacionales presentaron menores saltos en la demanda interna.**

**Mercados emergentes: Regímenes cambiarios y crecimiento de la demanda interna: 2004–07**

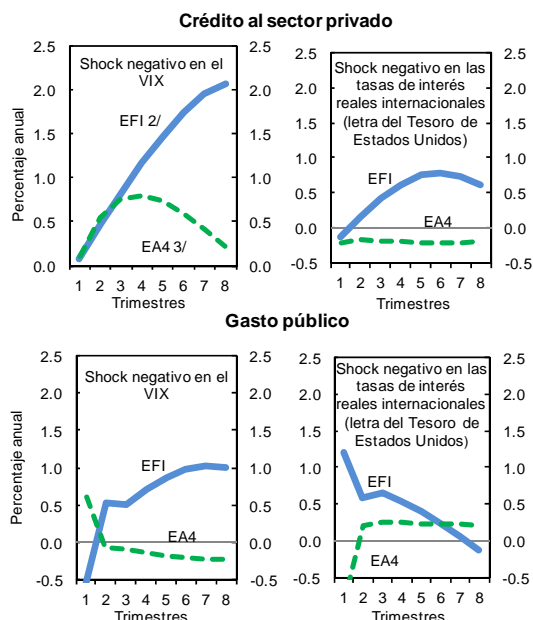


Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.  
1/ El crecimiento de la demanda se computa como la variación porcentual menos el crecimiento promedio de los últimos 10 años.

contraste más marcado con los países de los grupos EFI y EA4 que mantenían metas de inflación. Dentro de las economías emergentes de Europa, los países con tipos de cambio más flexibles experimentaron un *boom* crediticio mucho menos pronunciado, déficits en cuenta corriente más pequeños y un nivel más bajo de inflación —aun habiendo permitido una apreciación nominal sustancial— que los demás países (Bakker y Gulde, de próxima publicación). El cuadro 3.1 muestra

**Gráfico 3.9. Las respuestas sistémicas del crédito y del consumo público han sido más fuertes en el EFI.**

**Respuesta del crédito y del gasto público a las condiciones financieras externas 1/**



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

1/ Cada panel muestra la respuesta dinámica del crédito del sector financiero y el gasto público (expresada como variación porcentual interanual) a un shock de una desviación estándar en el VIX y las tasas de interés reales (expresados como porcentaje anual). La función de respuesta de impulso se basa en un modelo de autorregresión vectorial, estimado para el período 1994T2-2009T2, que incluye la demanda interna y externa, el VIX, las tasas de interés, los precios de las materias primas, la demanda interna privada y cada una de las dos variables alternativamente.

2/ Promedio simple de Brasil, Chile, Colombia, México y Perú.

3/ Promedio simple de Australia, Canadá, Noruega y Nueva Zelanda.

también que los países europeos con vínculos cambiarios fijos experimentaron aumentos mucho más grandes de la demanda interna. Con una muestra de países más amplia, la edición de abril de 2010 del informe sobre la estabilidad financiera mundial (*Global Financial Stability Report*) concluye que el vínculo entre la liquidez mundial y las valuaciones de los activos de un “país receptor” es más débil si la flexibilidad del tipo de cambio es mayor (FMI, 2010).

La **acumulación de reservas internacionales** en EFI también fue más rápida durante los dos episodios anteriores de condiciones externas favorables que durante otros períodos. Eso sugiere que las políticas de acumulación de reservas respondieron al bajo nivel de las tasas de interés y/o a la aversión mundial al riesgo, tal como lo confirma

el análisis econométrico que controla por otras variables. De acuerdo con la relación estimada, una disminución de 1 desviación estándar del VIX incrementó la tasa de crecimiento de las reservas internacionales alrededor de 4 puntos porcentuales en un año, en tanto que una disminución análoga de las tasas de interés real incrementó el crecimiento de las reservas otros 2,5 puntos porcentuales<sup>37</sup>.

Esa política de acelerar la acumulación de reservas cuando las condiciones financieras externas internacionales son favorables —a pesar de que producen una rentabilidad más baja— sugiere que las compras de divisas muchas veces ocurrieron cuando eran necesarias para contrarrestar presiones de apreciación de la moneda, en parte por temor a que la apreciación terminara produciendo efectos contractivos. También es posible que los bancos centrales hayan estado interesados en acumular reservas con más rapidez en esos momentos por razones prudenciales, buscando autoasegurarse contra el riesgo de un deterioro repentino de las condiciones financieras externas. La abundancia de reservas podría limitar los efectos de una depreciación potencialmente grande de la moneda que podría ocurrir cuando esas condiciones dejaran de ser favorables. De hecho, los niveles de reservas son indicadores de vulnerabilidad críticos y existe cierta evidencia de que influyen en los costos de endeudamiento de los mercados emergentes (véanse Baldacci *et al.*, 2008; Rojas y Jaque, 2003, y Rowland, 2004). La acumulación de reservas también puede ser resultado de una intervención motivada por una especie de “política industrial”; es decir, si los países intentan impedir que las exportaciones pierdan competitividad.

Por otra parte, como la acumulación de reservas puede reducir fácilmente la flexibilidad (real o aparente) del tipo de cambio, también puede estimular el crecimiento de la demanda interna y las

<sup>37</sup> Un shock positivo en los precios de las materias primas incrementó el crecimiento de las reservas alrededor de 1 punto porcentual, con un rezago de aproximadamente un año. En este ejercicio fue difícil detectar un efecto del crecimiento de la demanda externa en las reservas.

entradas de capital, agudizando los riesgos que enfrenta un país si esas entradas se interrumpen abruptamente. Al frenar la apreciación de la moneda, la acumulación de reservas puede perpetuar durante algún tiempo las expectativas de nuevas apreciaciones, manteniendo al mismo tiempo el atractivo de los precios de los activos. Por el contrario, una apreciación inicial rápida haría subir el costo financiero previsto del financiamiento externo al generar expectativas de depreciación, a la vez que les restaría atractivo a los activos internos para los inversionistas extranjeros, suavizando el efecto de las condiciones financieras externas favorables en la demanda interna.

En suma, la flexibilidad del tipo de cambio puede ser decisiva para contener los riesgos que pueden formarse durante períodos de condiciones financieras externas favorables. Ello exige tener otra ancla nominal fuerte en la forma de un objetivo de inflación creíble, así como regulaciones prudenciales que desalienten grandes exposiciones cambiarias. La acumulación de reservas, a su vez, puede ayudar a los bancos centrales a brindar apoyo más adelante, en caso de que las entradas de capital se interrumpan abruptamente.

Como ya se señaló, las economías del EFI permitieron que el **crédito** creciera a un ritmo significativamente mayor en ambos episodios. En general, las políticas explícitamente encaminadas a frenar la expansión del crédito constituyeron casos aislados (con la excepción de las alzas de las tasas de interés que requería el marco monetario para contener la inflación). Sin embargo, este repunte del crédito no tuvo la misma magnitud que en otras regiones, especialmente en las economías emergentes de Europa. Pero algunos países tomaron medidas concretas notables, sobre todo durante los últimos años del *boom*, antes de que estallara la crisis mundial. Concretamente, hubo países del EFI como Brasil, Colombia y Perú que adoptaron encajes más estrictos para algunos instrumentos financieros, aplicaron regulaciones prudenciales más rigurosas para los riesgos de tipo de cambio, y exigieron un mayor previsionamiento dinámico, por ejemplo.

En lo que respecta a las **respuestas de la política fiscal**, durante ambos episodios de condiciones externas favorables los gobiernos del EFI incrementaron el gasto ligeramente más rápido que en otros períodos (Medina, de próxima publicación). No obstante, ese aumento fue mucho más pequeño que el que registró la demanda interna privada y más moderado que el del PIB. En medio de un crecimiento acelerado de las bases de recaudación del impuesto sobre la renta y del IVA, y teniendo en cuenta que los ingresos generados por las materias primas también escalaron en el segundo episodio, el repunte del gasto público podría considerarse relativamente modesto, especialmente en el segundo episodio<sup>38</sup>. Con todo, la política de gasto no fue en lo más mínimo acíclica. Estimaciones de impulso respuesta confirman que el gasto del EFI tendió a aumentar cuando las condiciones financieras externas eran más favorables, y la demanda externa, más favorable. En comparación, estimaciones de impulso respuesta del gasto público de los países del EA4 fueron mucho más pequeñas y posiblemente no sean estadísticamente significativas (gráfico 3.9).

¿Cómo influyó en los desenlaces la interacción de estas políticas con los sucesos externos? Concretamente, ¿qué parte del aumento de la demanda interna —de aproximadamente 4 puntos porcentuales en el primer episodio y alrededor de 5 en el segundo— puede atribuirse a las condiciones financieras externas? La estimación de un sistema en forma de panel de las relaciones fundamentales descritas en este capítulo puede darnos ciertos indicios. Este sistema pretende hacer una primera

<sup>38</sup> Ahora bien, el gasto público sí se aceleró en medio de estas condiciones favorables para el crecimiento de los ingresos, lo cual indica que en cierta medida la política fiscal fue procíclica en función de los ingresos. En general, se estima que la prociclicidad de la política fiscal de América Latina disminuyó con el correr del tiempo; un ejemplo es la adopción de una regla esencialmente acíclica en Chile en 2001. Véase también la edición de octubre de 2009 de *Perspectivas regionales: Las Américas*.

**Cuadro 3.4. EFI: Estimación de sistema del crecimiento de la demanda interna, la apreciación real, los precios de exportación y el crecimiento de la exportación real 1/ 2/**

<b>Crecimiento de la demanda interna</b>		
Índice VIX de CBOE (rezagado un año)	-0,25	**
Tasa real de fondos federales	-0,49	**
Crecimiento del consumo público	0,17	**
Crecimiento del crédito	0,04	**
Aumento real de los precios de exportación	0,12	**
<b>Apreciación real de la moneda</b>		
Índice VIX de CBOE	-0,46	**
Aumento real de los precios de exportación	0,04	**
Acumulación de reservas	-0,54	**
<b>Aumento de los precios de exportación</b>		
Índice VIX de CBOE	-0,54	**
Tasa real de fondos federales	-0,79	**
Crecimiento de la demanda de economías avanzadas	3,88	**
Crecimiento de la demanda de economías avanzadas (rezagado un año)	-4,27	**
<b>Crecimiento de la exportación</b>		
Aumento real de los precios de exportación	0,1	**
Apreciación real	-0,1	**
Crecimiento de la demanda de las economías avanzadas	1,3	**
Crecimiento de la demanda de la economía china	0,4	**

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

1/ Estimación de sistema por regresiones aparentemente in conexas en base a datos anuales de 1986-2008. A fin de presentar un número representativo para EFI, se presumió que los parámetros eran iguales para Brasil, Chile, Colombia, México y Perú. Las regresiones individuales de los países revelan diferencias en los parámetros de cada país y muestran que no todos los coeficientes son significativos en todos los países. El sistema también captura la interacción entre la tasa real de fondos federales, el VIX y el crecimiento de la demanda en las economías avanzadas y en China. Los resultados no varían cualitativamente al excluir la reciente crisis financiera internacional.

2/ Las constantes varían por país. \*\* Significancia al nivel del 5%.

aproximación de la relación que existe entre el crecimiento de la demanda interna, la apreciación real, el crecimiento de las exportaciones y los precios de las exportaciones, por una parte, y por la otra, las condiciones financieras externas favorables y la demanda mundial (cuadro 3.4)<sup>39</sup>.

La relación estimada de la demanda interna sugiere que, dando por sentadas las respuestas de la política económica durante el período que nos interesa, alrededor de 3 puntos porcentuales de su aumento estuvieron asociados a las condiciones financieras externas en ambos episodios y que más o menos 1 punto porcentual más estuvo asociado al alza de los precios de las materias primas durante el segundo episodio. El resto se explica mayormente a través del consumo público y del crecimiento del crédito, lo cual sugiere que también contribuyeron al *boom* y a la apreciación real.

<sup>39</sup> Posiblemente sea necesario efectuar una estimación de sistema para abordar las interacciones indirectas entre las variables que crean problemas de simultaneidad e identificación.

## ... y en el futuro, cuando habrá que contemplar una variedad de opciones de política

En una situación de condiciones de financiamiento externo persistentemente favorables, las inquietudes son amplias y los objetivos de la política económica pueden chocar entre sí. Este capítulo sostiene que una de las metas principales es reducir las probabilidades de *booms* indeseables de la demanda interna y del crédito, junto con las consecuencias que acarrearán. Los riesgos para la estabilidad y el crecimiento asociados a los ciclos de *boom* y colapso de la demanda y del crédito están claros, y las autoridades se exponen a perderlos de vista si se centran exclusivamente en intentar esquivar la apreciación de la moneda. La desaceleración del crecimiento a causa de episodios de apreciación pasajera de la moneda es otro motivo de preocupación; aunque es más difícil de confirmar y evaluar. En todo caso, si las autoridades están preocupadas por la apreciación propiamente dicha, nuevamente adquieren relevancia las políticas que permitan controlar el crecimiento de la demanda interna, ya que estas también son importantes para contener la apreciación *real*.

Dada la amplia variedad de inquietudes, habrá que evaluar un conjunto de políticas para los momentos en que persistan condiciones financieras internacionales favorables. Ninguna política puede contrarrestar todos los riesgos por sí sola. Además, en la práctica todas las opciones tendrán sus propias limitaciones —entre otras cosas, desde el punto de vista de la viabilidad política y administrativa—, su propio grado de eficacia y un potencial de efectos colaterales adversos. Ninguna solución será perfecta, pero parece más prudente actuar con moderación en múltiples flancos.

Como no existe una solución fácil, la experiencia de los episodios y las políticas pasadas sugieren las prioridades de ciertas políticas y algunas pautas para distinguir en qué orden y en qué términos corresponde pensar en las distintas políticas.

Para enfrentar los desafíos que plantean los episodios de condiciones financieras externas favorables, la teoría y la experiencia sugieren que mantener la flexibilidad del tipo de cambio contribuye decisivamente a contener los *booms* de demanda y crédito. En otras palabras, intentar ir en contra de la apreciación nominal de hecho puede exacerbar esos *booms*, estimulando al máximo la transmisión de las condiciones financieras externas favorables. Ahora bien, es difícil que incluso la flotación cambiaria más pura brinde protección total, y una apreciación de la moneda potencialmente grande puede crear sus propios problemas. Por ejemplo, una apreciación sostenida podría producir quiebras en los sectores competidores de las importaciones y las exportaciones, con posibles efectos duraderos en la actividad económica.

Habría que plantearse la posibilidad de modificar la combinación de políticas macroeconómicas, adoptando una orientación fiscal más restrictiva y una orientación monetaria relativamente más expansiva. Una posición fiscal más firme puede crear espacio para una orientación monetaria más relajada. Un nivel más bajo de las tasas de interés de política monetaria reducirá especialmente los incentivos para las entradas de capital que buscan aprovechar el arbitraje entre tasas de interés (operación conocida como *carry trade*); habrá que contemplar la eliminación de toda distorsión del mercado financiero interno que pueda promover este tipo de operaciones. Las razones para actuar sin demora en el ámbito fiscal son especialmente contundentes si la demanda interna está creciendo a un ritmo significativamente más rápido que el producto potencial y las economías se acercan al nivel de pleno empleo o ya lo superan. Una política fiscal más restrictiva es directamente relevante para contener el crecimiento de la demanda interna y la ampliación del déficit en cuenta corriente, y al mismo tiempo contribuye a reducir la apreciación real. Como ya se señaló, los estudios sugieren que esta herramienta fiscal puede ser bastante poderosa

en este contexto<sup>40</sup>, y alcanza su efecto máximo cuando se la concentra en recortar el gasto en bienes no transables<sup>41</sup>. Obviamente, el endurecimiento de la política fiscal puede toparse con resistencia política y tardar en formularse y en surtir pleno efecto; por eso es necesario planificar con anticipación.

Las políticas prudentiales deben desempeñar un rol importante a la hora de limitar los riesgos que pueden plantearse y agravarse durante las épocas de financiamiento externo favorable. Pueden ayudar a contener una expansión rápida del crédito que posiblemente facilite un *boom* de la demanda interna. Concretamente, pueden crear incentivos para nivelar el crecimiento del crédito a lo largo del ciclo; por ejemplo, a través de previsionamientos dinámicos y encajes legales cíclicamente ajustados. Las regulaciones prudentiales también pueden impedir la acumulación excesiva de riesgos en los balances del sector empresarial y financiero privado durante las buenas épocas, sobre todo los vinculados a exposiciones cambiarias a través de derivados financieros e instrumentos creados fuera del balance, por ejemplo.

La región también debería plantearse más medidas de regulación y supervisión para contener mejor los riesgos sistémicos que pueden formarse durante la expansión de la actividad. Una de ellas es ampliar el perímetro de regulación prudencial y la supervisión financiera, que deberían abarcar a todas las instituciones financieras sistémicamente importantes, sean bancarias o no bancarias. La mayoría de los países de la región debe avanzar más en el fortalecimiento de la supervisión consolidada para detectar y corregir mejor los riesgos sistémicos, evitar los “puntos ciegos” y utilizar métodos de

<sup>40</sup> Véase también la edición de octubre de 2008 de *Perspectivas de la economía mundial*, que contiene un análisis del efecto de las políticas fiscales anticíclicas en los mercados avanzados y emergentes.

<sup>41</sup> Aunque la señal de responsabilidad fiscal podría atraer entradas de capital más grandes al margen, este efecto probablemente sea pequeño en comparación con el efecto directo del ajuste fiscal en la demanda. El efecto probablemente sea especialmente limitado en los países, como los del EFI, cuya solvencia ya está favorablemente considerada y cuyos diferenciales soberanos ya son más bien bajos.

supervisión que internalicen la dinámica macroeconómica. Entre las mejoras de la supervisión cabe mencionar modificaciones jurídicas que establezcan pautas para tratar los casos de riesgo sistémico, quizá dejando en claro qué marco de resolución se les aplicaría, y fijar criterios de capitalización separados para las instituciones sistémicamente importantes. Además, la evolución de la supervisión y la regulación prudencial de las economías avanzadas afectará a los bancos extranjeros que operan en la región y establecerá nuevas normas que podrían adaptarse a las instituciones financieras latinoamericanas, particularmente a medida que la región vaya implementando las recomendaciones de Basilea II (véase el recuadro 1.1 del capítulo 1).

Posiblemente lleve tiempo formular e implementar políticas más eficaces en ese sentido, ya que a menudo exigen cambios legislativos que deben pasar por el proceso político. Las leyes y las regulaciones que permitan mejorar los marcos de política económica deben reevaluarse con frecuencia porque lo que se pretende es que las políticas se encuentren ya en marcha antes de que surja una necesidad apremiante. En el ínterin, siempre hay margen para afinar más las tareas de supervisión esenciales; a saber, monitorear la liquidez, el riesgo de mercado y los riesgos de crédito, y vigilar el riesgo que asumen las instituciones consideradas inabandonables a la quiebra a través de las operaciones con fondos y por cuenta propia.

Como ya se señaló, la apreciación del tipo de cambio nominal podría dar lugar a otras inquietudes. Al considerar políticas encaminadas a limitar directamente la apreciación de la moneda, el pragmatismo requiere una combinación de medidas que tengan en cuenta las características de cada país: el estado actual de la regulación y la supervisión financiera, la eficacia de los procedimientos burocráticos, la sofisticación de los inversionistas y el nivel de las reservas internacionales. Las políticas deben estar más enfocadas en esta dirección si el país ya está experimentando un *boom* de la demanda interna, ya tiene un déficit en cuenta corriente

relativamente profundo, y ya recurrió en la medida de lo posible a otras opciones.

En ese contexto, los controles (impuestos) sobre las entradas de capital pueden entrar en juego, pero es importante no perder de vista sus limitaciones, prestando especial atención al diseño y a la capacidad para hacerlos cumplir. Se los debe aplicar a un espectro lo más amplio posible de flujos de capital para que haya menos posibilidades de evadirlos. Su implementación exige capacidades administrativas sustanciales que no se pueden desarrollar de la noche a la mañana. Para moderar las distorsiones, por lo general resultan más aptos los mecanismos basados en los precios. Como el efecto de los controles suele desvanecerse con el correr del tiempo y los controles pueden tener efectos colaterales no deseados, no pueden ocupar el lugar de ajustes más fundamentales, pero pueden servir como herramienta transitoria útil (Ostry *et al.*, 2010).

La intervención en el mercado cambiario también puede ser una herramienta adecuada. Sin embargo, como es relativamente fácil implementarla con rapidez, con efectos aparentemente inmediatos en el tipo de cambio nominal, se suele utilizarla quizá con demasiada celeridad y frecuencia. La intervención esterilizada no puede ocupar el lugar de medidas en ámbitos más críticos, ya que por sí sola no puede controlar el crecimiento de la demanda interna ni incluso del crédito. Antes de intervenir, es necesario cerciorarse de que la moneda no está subvaluada por razones fundamentales. Para eso se debe tener en cuenta la evolución más reciente de la productividad y de los términos de intercambio, que pueden estar influyendo en el tipo de cambio real de equilibrio. En este sentido, las perspectivas de los precios de las exportaciones de materias primas latinoamericanas son particularmente relevantes.

Antes de recurrir a la intervención en los mercados y de implementar controles de capital, por lo general es aconsejable permitir una apreciación de la moneda que no sea insignificante. Desplegar estas herramientas con demasiada premura podría resultar contraproducente, al sustentar las expectativas de



apreciaciones futuras en el mercado. Además, las autoridades deben tener cuidado con la posibilidad de que los esfuerzos por nivelar o moderar la trayectoria de la apreciación durante un período prolongado produzcan el resultado contrario y estimulen nuevas entradas de capital. Del mismo modo, aunque claramente son importantes, los esfuerzos por asegurar un adecuado nivel de reservas internacionales deben desplegarse de manera tal que no atraigan aún más capitales.

La cuestión del nivel adecuado de las reservas internacionales para que un país se proteja de interrupciones abruptas de las entradas de capital, episodios de escasez de liquidez externa y vuelcos de la cuenta corriente es, en principio, un tema separado de la flexibilidad del tipo de cambio y de la intervención en el mercado de divisas. Por ejemplo, se podrían acumular reservas internacionales mediante empréstitos oficiales a largo plazo sin una intervención oficial en el mercado de divisas (o mediante compras de divisas ejecutadas con relativa facilidad, en lugar de reaccionar a las fluctuaciones a corto plazo de los mercados). El nivel adecuado de autoaseguro mediante la acumulación de reservas debe mantener equilibrados dos factores: el costo de mantener las reservas y la probabilidad y gravedad del posible suceso adverso (que pueden aumentar en función de la magnitud de las entradas de capital). Estos factores probablemente sean distintos en cada

región, según características nacionales como, por ejemplo, el grado de dolarización financiera de la economía (que, de hecho, puede limitar la amplitud que conviene darle a la flexibilidad cambiaria)<sup>42</sup>. La necesidad de autoaseguro mediante reservas disminuye en proporción a la fiabilidad de otras modalidades de seguro —por ejemplo, los mecanismos multilaterales— que les permiten a los países mancomunar mejor el riesgo.

En conclusión, las economías financieramente integradas de América Latina quizá se enfrenten a un período prolongado de condiciones financieras externas favorables, acompañadas de los riesgos que ilustra ampliamente la experiencia. En muchos aspectos, ahora están mejor preparadas para enfrentar esos desafíos que en el pasado, pero ninguna es inmune. Las economías que ya recuperaron el pleno empleo en medio de un crecimiento vigoroso de la demanda se enfrentan al desafío más inmediato. Pero las autoridades de otros países también tendrán que evaluar las perspectivas y ocuparse de una amplia variedad de problemas y riesgos que van mucho más allá de una simple cuestión de apreciación de la moneda, y concentrarse especialmente en los *booms* de demanda y de crédito, aunque estos no se desarrollen al máximo de inmediato. Conviene que las autoridades estén preparadas para recurrir a múltiples herramientas de política a su disposición.

<sup>42</sup> Según Gulde *et al.* (2004), las economías financieramente dolarizadas mantienen un nivel más elevado de reservas para asegurarse contra riesgos financieros; entre ellos, los generados por las exposiciones de los balances del sector empresarial y financiero.



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

	Ingreso del sector público (Porcentaje del PIB)						Gasto primario del sector público (Porcentaje del PIB)						Balance del sector público (Porcentaje del PIB)						Balance primario del sector (Porcentaje del PIB)					
	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2006	2007	2008	2009	2010	2011
					Proy.	Proy.					Proy.	Proy.					Proy.	Proy.					Proy.	Proy.
<b>América Latina y el Caribe</b>																								
<i>Ponderado por el PIB en función de la PPA</i>	28.8	28.7	29.6	28.7	29.3	29.3	25.9	26.1	27.1	29.0	28.5	28.4	-1.3	-1.2	-0.9	-3.9	-2.3	-2.4	2.9	2.7	2.5	-0.3	0.8	1.0
<i>Promedio simple</i>	26.9	27.4	27.6	26.7	26.8	27.6	24.4	24.9	26.2	28.3	28.8	29.2	-0.7	-0.3	-1.0	-4.0	-3.4	-2.6	2.4	2.6	1.6	-1.1	-0.7	0.0
<b>Exportadores de materias primas con fuertes vínculos financieros 2/</b>	27.6	27.9	28.2	26.3	26.3	26.4	23.4	23.5	24.6	27.1	26.1	25.8	1.0	1.5	0.9	-3.4	-2.3	-2.0	4.1	4.5	3.6	-0.8	0.2	0.5
<b>Otros exportadores de materias primas 2/</b>	25.9	25.9	26.6	25.3	26.5	26.2	22.9	23.6	24.7	25.9	26.7	26.2	1.9	1.3	1.2	-3.0	-2.3	-1.6	4.4	3.5	2.8	-1.0	-0.5	0.1
<b>Importadores de materias primas con fuertes ingresos por turismo 2/</b>	26.7	27.7	27.4	26.4	26.6	27.2	24.2	25.4	26.0	26.8	26.2	25.6	-3.4	-3.3	-3.7	-6.3	-5.0	-3.3	1.4	1.5	0.8	-0.7	0.2	1.4
<b>Otros importadores de materias primas 2/</b>	23.0	23.8	23.7	23.7	23.4	25.3	22.6	22.6	24.6	27.0	28.6	30.7	-2.0	-0.7	-2.1	-3.6	-3.7	-3.3	0.4	1.4	-0.2	-1.7	-1.7	-1.3
<b>América del Norte</b>																								
México	21.4	21.4	22.9	22.4	21.7	21.5	19.6	20.1	21.8	24.4	22.5	22.0	-1.0	-1.4	-1.5	-4.7	-3.4	-3.0	1.8	1.3	1.1	-2.0	-0.8	-0.5
<b>América Central</b>																								
Costa Rica	21.2	22.8	23.1	22.1	22.8	24.0	18.4	18.7	20.9	23.8	24.9	25.3	-0.7	1.2	0.1	-3.9	-4.5	-3.4	2.8	4.1	2.2	-1.7	-2.1	-1.3
El Salvador	17.1	17.1	16.9	16.1	17.8	18.7	17.6	16.6	17.6	19.1	19.6	19.1	-2.9	-1.9	-3.1	-5.6	-4.8	-3.6	-0.5	0.5	-0.7	-3.0	-1.8	-0.5
Guatemala	12.7	12.8	12.0	11.2	11.7	11.8	13.3	12.8	12.3	12.9	12.9	12.9	-1.9	-1.4	-1.6	-3.2	-2.8	-2.8	-0.6	0.0	-0.3	-1.7	-1.1	-1.1
Honduras	24.1	24.4	26.3	24.8	25.0	25.0	25.0	25.3	27.3	28.7	28.7	28.8	-1.9	-1.6	-1.7	-4.6	-4.8	-5.3	-0.9	-0.9	-1.0	-3.9	-3.7	-3.7
Nicaragua	29.7	30.5	29.4	29.6	32.6	34.2	27.5	28.0	29.1	32.1	34.5	35.6	0.2	1.0	-1.5	-3.9	-3.3	-2.9	2.2	2.5	0.3	-2.5	-1.8	-1.4
Panamá	24.9	27.8	25.9	24.8	25.4	26.2	20.1	20.9	22.4	22.9	24.1	24.5	0.5	3.4	0.4	-1.0	-1.4	-0.8	4.8	6.9	3.5	1.8	1.3	1.6
<b>América del Sur</b>																								
Argentina 3/	29.9	31.5	33.4	33.9	33.8	33.9	25.9	29.1	30.6	33.8	34.6	34.6	-1.1	-2.1	-0.3	-3.9	-3.5	-3.6	4.0	2.4	2.7	0.2	-0.8	-0.6
Bolivia	34.3	34.5	38.9	32.5	34.3	34.7	27.3	30.1	34.5	30.5	32.5	32.6	4.5	1.9	2.8	0.1	-0.3	0.2	7.0	4.4	4.7	2.2	1.9	2.3
Brasil	36.1	35.7	36.5	36.2	36.6	36.8	32.8	32.3	32.5	34.2	33.3	33.5	-3.5	-2.7	-1.4	-3.3	-1.5	-2.0	3.2	3.4	4.0	2.1	3.3	3.3
Chile	27.7	29.4	28.4	22.2	24.1	23.9	19.2	19.9	22.6	26.0	25.5	24.6	7.9	8.9	5.3	-4.4	-1.8	-0.9	8.5	9.5	5.8	-3.9	-1.4	-0.6
Colombia	27.3	27.1	26.6	27.0	24.7	25.5	24.3	24.1	23.0	26.4	24.8	25.2	-0.7	-0.7	-0.1	-2.8	-3.5	-3.0	2.9	3.2	3.2	0.6	-0.1	0.2
Ecuador	27.4	28.8	33.4	29.7	31.3	31.0	21.6	24.8	33.0	32.6	34.2	33.9	3.7	2.2	-0.9	-3.6	-3.8	-3.8	5.8	4.1	0.4	-2.8	-2.9	-2.9
Guyana	29.3	27.5	25.9	28.8	29.2	29.2	34.1	30.6	29.0	30.4	30.8	31.0	-7.2	-4.9	-4.7	-3.3	-3.2	-3.2	-4.8	-3.1	-3.1	-1.7	-1.5	-1.8
Paraguay	24.6	23.1	22.1	24.0	21.8	22.4	22.2	20.1	18.3	22.5	22.6	22.0	0.8	1.5	2.7	0.7	-1.6	-0.3	2.4	3.0	3.8	1.5	-0.8	0.5
Perú	25.4	25.8	26.6	23.7	24.2	24.1	21.3	20.9	22.9	24.4	24.4	23.8	2.2	3.1	2.1	-2.0	-1.5	-1.0	4.1	4.9	3.7	-0.7	-0.2	0.3
Suriname 4/	27.4	30.5	27.5	31.2	27.8	26.0	26.7	26.9	24.9	31.7	29.8	26.2	1.1	3.0	2.0	-1.8	-2.9	-1.2	2.9	4.4	2.7	-0.5	-1.9	-0.2
Uruguay 5/	29.6	28.4	28.1	29.0	29.3	29.4	26.0	26.0	26.2	27.7	27.5	27.8	-0.9	-1.5	-1.1	-1.6	-0.9	-1.0	3.3	2.2	1.8	1.2	1.7	1.5
Venezuela	37.4	33.0	30.8	25.9	36.5	34.9	36.9	34.2	31.9	30.3	33.6	34.1	-1.6	-2.8	-2.6	-6.1	1.3	-0.5	0.5	-1.2	-1.2	-4.4	3.0	0.9
<b>El Caribe</b>																								
Bahamas, Las 6/	17.4	18.1	18.9	17.8	17.0	17.6	17.2	18.9	19.0	20.6	20.4	20.0	-1.5	-2.5	-2.0	-4.9	-5.9	-4.8	0.2	-0.8	-0.1	-2.8	-3.5	-2.4
Barbados 7/	44.1	45.5	43.2	40.9	42.2	44.4	39.5	43.9	43.0	43.3	43.4	42.9	-5.3	-8.0	-7.6	-8.6	-7.2	-5.1	-1.5	-3.4	-3.4	-3.8	-2.5	0.0
Belice 8/	25.3	27.7	28.4	27.2	27.8	27.7	21.5	23.8	24.1	25.2	26.0	25.6	-2.0	-1.5	0.4	-2.0	-2.6	-2.6	3.8	3.9	4.3	2.0	1.8	2.2
República Dominicana	16.1	17.2	15.8	13.6	14.3	15.3	16.4	15.3	17.1	15.6	14.3	14.7	-1.6	0.3	-3.0	-3.9	-2.2	-1.5	-0.2	1.9	-1.3	-2.0	0.0	0.6
Jamaica 8/	26.1	27.1	26.5	27.9	26.7	26.7	18.4	19.4	21.1	22.0	20.1	19.4	-4.5	-4.0	-6.5	-10.4	-6.1	-2.4	7.7	7.7	5.4	6.0	6.6	7.3
Trinidad y Tobago 8/	33.8	33.5	31.9	29.3	27.9	29.9	25.5	26.1	25.6	32.5	30.3	28.9	6.1	5.3	4.4	-6.1	-5.4	-1.8	8.3	7.4	6.3	-3.2	-2.3	1.0
UMCO 9/	31.2	30.6	31.5	30.8	31.9	31.5	32.5	31.1	31.6	34.4	33.3	30.8	-5.1	-4.0	-3.6	-8.4	-5.8	-3.6	-1.2	-0.4	-0.2	-3.6	-1.4	0.7

Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

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

2/ Promedio simple.

3/ Gobierno federal y las provincias. Incluye pago de interés en base devengado.

4/ Solo cuentas del gobierno central. Las diferencia entre el balance primario e ingresos menos gastos primarios corresponde a discrepancias estadísticas.

5/ Solo cuentas del gobierno general.

6/ Solo cuentas del gobierno central. Datos correspondientes al año fiscal.

7/ Solo cuentas del gobierno central. Overall and primary balances include off-budget and public-private partnership activities. Revenue and expenditure components of these items are not available and not included in the revenue and primary expenditure estimates.

8/ Solo cuentas del gobierno central.

9/ La Unión Monetaria del Caribe Oriental incluye Anguilla, Antigua y Barbuda, Dominica, Granada, Monseratt, St. Kitts y Nevis, Santa Lucía, San Vincent y las Granadinas. Solo cuentas del gobierno central.

## Referencias

- Acosta, P., E. Lartey y F. Mandelman, 2009, “Remittances and the Dutch Disease”, Federal Reserve Bank of Atlanta Working Paper, 2007–8a (Atlanta: Federal Reserve Bank of Atlanta).
- Adam, Christopher, 2005, “Exogenous Inflows and Real Exchange Rates: Theoretical Quirk or Empirical Reality?”, estudio presentado en un seminario del FMI sobre la ayuda externa y la gestión macroeconómica, Maputo, Mozambique, 14 y 15 de marzo.
- \_\_\_\_\_, y David Bevan, 2003, “Aid, Public Expenditure and Dutch Disease”, CSAE Working Paper 184 (Oxford: Centre for the Study of African Economies, Oxford University).
- \_\_\_\_\_, y David Bevan, 2004, “Aid and the Supply Side: Public Investment, Export Performance and Dutch Disease in Low Income Countries”, Department of Economics Discussion Paper Series 201 (Oxford: Department of Economics, Oxford University).
- Adenauer, Isabell, y Laurence Vagassky (1998). “Aid and the Real Exchange Rate: Dutch Disease Effects in African Countries”, *Intereconomics*, vol. 33, No. 4, págs. 177–85.
- Amuedo-Dorantes, C., Pozo, S., 2004, “Workers’ Remittances and the Real Exchange Rate: A Paradox of Gifts”, *World Development* 32, págs. 1407–17.
- Arellano, C., A. Bulir, T. Lane, L. Lipschitz, 2005. “The Dynamic Implications of Foreign Aid and Its Variability”, IMF Working Paper 05/119 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Bakker, Bas B., y Anne-Marie Gulde, de próxima publicación, “The Credit Boom in EU Emerging Europe: Bad Luck or Bad Policies?”, IMF Working Paper (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Baldacci, Emanuele, Sanjeev Gupta y Amine Mati, 2008, “Is it (Still) Mostly Fiscal? Determinants of Sovereign Spreads in Emerging Markets”, IMF Working Paper No. 08/259 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Barder, Owen, 2006, “A Policymakers’ Guide to Dutch Disease”, Working Paper 91 (Washington: Center for Global Development).
- Berg, Andrew, Eduardo Borensztein, Gian Maria Milesi-Ferretti y Catherine Pattillo, 1999, *Anticipating Balance of Payments Crises: The Role of Early Warning Systems*, IMF Occasional Paper 186 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- \_\_\_\_\_, Eduardo Borensztein, Catherine A. Pattillo, 2004, “Assessing Early Warning Systems: How Have They Worked in Practice?”, IMF Working Paper No. 04/52 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Bresser-Pereira, Luiz C., 2008, “The Dutch Disease and Its Neutralization: A Ricardian Approach”, *Brazilian Journal of Political Economy*, vol. 28, No. 1 (109), págs. 47–71.
- Bruno, M., y J. Sachs, 1982, “Energy and resource allocation: A Dynamic Model of the ‘Dutch Disease’”, NBER Working Paper No. 852 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Buiter, W.H., y D.D. Purvis, 1983, “Oil, Disinflation and Export Competitiveness: A model of the Dutch Disease”, en *Economic Interdependence and Flexible Exchange Rates*, J.S. Bhandari y B.H. Putnam, compiladores, (Cambridge, Massachusetts: MIT Press).
- Caballero, Ricardo, y Guido Lorenzoni, 2007, “Persistent Appreciations and Overshooting: A Normative Analysis”, NBER Working Paper 13077 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research)..
- Chatterji, Monojit, y Simon Price, 2008, “Unions, Dutch disease and unemployment” *Oxford Economic Papers*, vol. 40, No. 2, págs. 302–21.

- Comisión de las Naciones Unidas para América Latina y el Caribe (CEPAL), 2009, “*Dynamics of Social Spending, Monetary Transfers and Co-Responsibility Transfer Programs*,” Briefing Paper, págs. 22–32.
- Corden, W.M., 1981, “The Exchange Rate, Monetary Policy and North Sea Oil”, *Oxford Economic Papers*, págs. 23–46.
- \_\_\_\_\_, 1984, “Booming Sector and Dutch Disease Economics: Survey and Consolidation”, *Oxford Economic Papers*, vol. 36, No. 3, págs. 359–80.
- \_\_\_\_\_, y J.P. Neary, 1982, “Booming Sector and De-industrialization in a Small Open Economy”, *Economic Journal*, págs. 825–48.
- Dooley, Michael, David Folkerts-Landau y Peter Garber, 2003, “An Essay on the Revived Bretton Woods System”, NBER Working Paper No. 9971.
- Edwards, Sebastian, 2005, “Is the U.S. Current Account Deficit Sustainable? And If Not, How Costly is Adjustment Likely To Be?”, NBER Working Paper No. 11541 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- \_\_\_\_\_, y Masanao Aoki, 1983, “Oil Export Boom and Dutch-disease: A Dynamic Analysis”, *Resources and Energy*, vol. 5, No. 3, págs. 219–42 (Amsterdam: North-Holland).
- Eichengreen, Barry, Poonam Gupta y Ashoka Mody, 2006, “Sudden Stops and IMF-Supported Programs”, IMF Working Paper 06/101 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Fondo Monetario Internacional, 2008, *Perspectivas económicas: Las Américas* (Washington, octubre).
- \_\_\_\_\_, 2008, *Perspectivas de la economía mundial* (Washington, octubre).
- \_\_\_\_\_, 2009, *Perspectivas económicas: Las Américas* (Washington, mayo).
- \_\_\_\_\_, 2009, *Global Financial Stability Report* (Washington, octubre).
- \_\_\_\_\_, 2009, *Perspectivas de la economía mundial* (Washington, octubre).
- \_\_\_\_\_, 2009, *Perspectivas económicas: Las Américas* (Washington, octubre).
- \_\_\_\_\_, 2010, *Perspectivas de la economía mundial* (Washington, abril).
- \_\_\_\_\_, 2010, *Global Financial Stability Report* (Washington, abril).
- \_\_\_\_\_, 2010, *Perspectivas económicas: Las Américas* (Washington, mayo).
- Frankel, Jeffrey, y Eduardo Cavallo, 2004, “Does Openness to Trade Make Countries More Vulnerable to Sudden Stops, or Less? Using Gravity to Establish Causality”, Working Paper Series 04–038 (John F. Kennedy School of Government: Harvard University).
- Gulde, Anne Marie, David S. Hoelscher, Alain Ize, David Marston, Gianni De Nicoló, 2004, *Financial Stability in Dollarized Economies*, IMF Occasional Paper No. 230 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Gylfason, T., T. T. Herbertson, y G. Zoega, 1997, “A Mixed Blessing: Natural Resources and Economic Growth”, *Macroeconomic Dynamics*, vol. 3, págs. 204–25.
- Harberger, Arnold, 1983, “Dutch Disease—How Much Sickness, How Much Boom?”, *Resources and Energy*, vol. 5, Issue 1, págs. 1–20 (Amsterdam: North-Holland).
- Harms, P., y M. Lutz, 2005, “The Macroeconomic Effects of Foreign Aid,” in *Development Cooperation—Evaluation and New Approaches*, ed. by H. Ahrens, compilador (Berlin: Duncker & Humblot).

- Hausmann, R., Lant Pritchett, y Dani Rodrik, 2004, “Growth Accelerations”, NBER Working Paper No. 10566 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Ilzetzki, Ethan, Enrique Mendoza y Carlos A. Vegh, 2009, “How big (small?) are fiscal multipliers?”, CEPR Policy Insight No. 39.
- Isard, Peter, y Hamid Faruquee, 1998, *Exchange Rate Assessment: Extensions of the Macroeconomic Balance Approach*, IMF Occasional Paper 167 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Kaminsky, Graciela L., Saúl Lizondo y Carmen M. Reinhart, 1998, “Leading Indicators of Currency Crises”, *IMF Staff Papers*, vol. 45, No. 1 (marzo), págs. 1–48.
- Krugman, P., 1987, “The Narrow Moving Band, the Dutch Disease, and the Competitive Consequences of Mrs. Thatcher”, *Journal of Development Economics*, vol. 27, págs. 41–55.
- Laeven, Luc, y Fabián Valencia, 2008, “Systemic Banking Crises: A New Database”, IMF Working paper 08/224 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Larsen, Erling R., 2004, “Escaping the Resource Curse and the Dutch Disease. When and Why Norway Caught Up With and Forged Ahead of its Neighbors”, Discussion Paper 377, Statistics Norway, Research Department.
- Lartey, E., F. Mandelman, y P. Acosta, 2008, “Remittances, Exchange Rate Regimes and the Dutch Disease: A Panel Data Analysis”, Federal Reserve Bank of Atlanta Working Paper 2008–12.
- Lee, Jaewoo, Gian Maria Milesi-Ferretti, Jonathan D. Ostry, Alessandro Prati, y Luca A. Ricci, 2008, *Exchange Rate Assessments: CGER Methodologies*, IMF Occasional Paper 262 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Levy-Yeyati, E., y Federico Sturzenegger, 2007, “Fear of Appreciation”, World Bank Policy Research Working Paper 4387.
- Magud, Nicolás, y Sebastián Sosa, de próxima publicación, “[Title]”, IMF Working Paper (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Matsen, Egil, y Ragnar Torvik, 2005, “Optimal Dutch Disease”, *Journal of Development Economics*, vol. 78, No. 2, págs. 494–515.
- McKinley, Terry, 2005, “Why is ‘the Dutch Disease’ Always a Disease? The Macroeconomic Consequences of Scaling up ODA”, International Poverty Centre Working Paper 10 (Nueva York: UNDP).
- Medina, Leandro, próxima publicación, “A Commodity Curse? The Dynamic Effects of Commodity Prices on Fiscal Performance in Latin America”, IMF Working Paper (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Mendoza, Enrique G., y Marco E. Terrones, 2008, “An Anatomy of Credit Booms: Evidence from Macro Aggregates and Micro Data”, NBER Working Paper 14049 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Milesi-Ferretti, Gian Maria, y Assaf Razin, 1998, “Current Account Reversals and Currency Crises: Empirical Regularities”, IMF Working Paper No. 98/89 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Montiel, Peter, y Luis Servén, 2008, “Real Exchange Rates, Saving and Growth: Is There a Link?”, World Bank Policy Research Working Paper 4636.
- Nkusu, Mwanza, 2004, “Aid and the Dutch Disease in Low-Income Countries: Informed Diagnoses for Prudent Prognoses”, IMF Working Paper 04/49 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Ostry, Jonathan David, Atish R. Ghosh, Karl Friedrich Habermeier, Marcos Chamon, Mahvash Saeed Qureshi, y Dennis B. S. Reinhardt, 2010, “Capital Inflows: The Role of Controls”, IMF

- Staff Position Note No. 10/04 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Prasad, Eswar, Raghuram Rajan, y Arvind Subramanian, 2007, "Foreign Capital and Economic Growth", IZA Discussion Paper No. 3186.
- Prati, Alessandro, y Thierry Tresselt, 2005, "Aid Volatility and Dutch Disease: Is There a Role for Macroeconomic Policies?", IMF Working Paper 06/145 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Rajan, R., y Arvind Subramanian, 2009, "Aid, Dutch Disease, and Manufacturing Growth", Working Paper 196 (Washington: Center for Global Development).
- , 2005, "What Undermines Aid's Impact on Growth?", IMF Working Paper 05/126 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Rodrik, Dani, 2008, "The Real Exchange Rate and Economic Growth", Brookings Papers on Economic Activity (Washington: Brookings Institution).
- Rojas, Álvaro, y Felipe Jaque, 2003, "Determinants of the Chilean Sovereign Spread: Is It Purely Fundamentals?", Documentos de Trabajo (Santiago: Banco Central de Chile).
- Rowland, Peter, 2004, "Determinants of Spread, Credit Ratings and Creditworthiness for Emerging Market Sovereign Debt: A Follow-Up Study Using Pooled Data Analysis", *Borradores de Economía*, No. 296 (Bogotá, Banco de la República).
- Sachs, J. D., y A. M. Warner, 1999, "The Big Push, Natural Resource Booms and Growth", *Journal of Development Economics*, vol. 59, págs. 43–76.
- , y A. M. Warner, 2001, "The Curse of Natural Resources", *European Economic Review*, vol. 45, págs. 827–38.
- Sackey, Harry A., 2002, "External Aid Flows and the Real Exchange Rate in Ghana", AERC Research Paper 110 (Nairobi: African Economic Research Consortium).
- Sahay, R., 2006, "Stabilization, Debt, and Fiscal Policy in the Caribbean", IMF Working Paper 05/26 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Sala-i-Martin, Xavier, y Arvind Subramanian, 2003, "Addressing the Natural Resource Curse: An Illustration from Nigeria", NBER Working Paper 9804 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Torvik, R., 2001, "Learning by Doing and the Dutch Disease", *European Economic Review*, vol. 45, No. 2, págs. 285–306.
- Usui, Norio, 1998, "Dutch Disease and Policy Adjustments to the Oil Boom: A Comparative Study of Indonesia and Mexico," *Resources Policy*, vol. 23, Issue 4, págs. 151–62.
- Van Wijnbergen, S., 1984, "The 'Dutch Disease': A Disease After All?" *Economic Journal*, vol. 94, No. 373, págs. 41–55.
- Vera Martin, Mercedes, 2010, "What to Expect When You are Expecting... Large Capital Inflows? Lessons from Cross-Country Experiences with Large Capital Inflows", Country Report No. 10/99 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Vos, Rob, 1998, "Aid Flows and Dutch Disease in a General Equilibrium Framework for Pakistan", *Journal of Policy Modelling*, vol. 20, No. 1, págs. 77–109.
- Younger, Stephen, 1992, "Aid and Dutch Disease: Macroeconomic Management When Everybody Loves You", *World Development*, vol. 20, No. 11, págs. 1587–97.

## Publicaciones recientes del Departamento del Hemisferio Occidental, 2009–10

### IMF Working Papers

<b>WP/09/18</b>	On Impatience and Policy Effectiveness	Bayoumi, Tamim y Sgherri, Silvia
<b>WP/09/22</b>	Monetary and Fiscal Rules in an Emerging Small Open Economy	Batini, Nicoletta, Paul Levine y Joseph Pearlman
<b>WP/09/24</b>	Can Markets Compute Equilibria?	Monroe, Hunter
<b>WP/09/30</b>	Are Capital Controls Effective in the 21st Century? The Recent Experience of Colombia	Clements, Benedict J. y Herman Kamil
<b>WP/09/38</b>	Can the Eastern Caribbean Currency Union Afford to Grow Old?	Monroe, Hunter K.
<b>WP/09/40</b>	Capital Inflows: Macroeconomic Implications and Policy Responses	Cardarelli, Roberto, Elekdag, Selim y Kose, M. Ayhan
<b>WP/09/56</b>	A Primer on Fiscal Analysis in Oil-Producing Countries	Medas, Paulo A. y Zakharova, Daria
<b>WP/09/58</b>	Social Security Reforms in Colombia: Striking Demographic and Fiscal Balances	Clavijo, Sergio
<b>WP/09/59</b>	Monetary and Fiscal Policy Options for Dealing with External Shocks: Insights from the GIMF for Colombia	Clements, Benedict J., Flores, Enrique y Leigh, Daniel
<b>WP/09/61</b>	Universal Health Care 101: Lessons for the Eastern Caribbean and Beyond	Tsounta, Evridiki
<b>WP/09/63</b>	Global Imbalances: The Role of Non-Tradable Total Factor Productivity in Advanced Economies	Cova, Pietro, Massimiliano Pisani, Nicoletta Batini y Alessandro Rebucci
<b>WP/09/71</b>	ECCU Business Cycles: Impact of the U.S.	Sun, Yan y Samuel, Wendell A.
<b>WP/09/77</b>	Optimal Reserves in the Eastern Caribbean Currency Union	Dehesa, Mario, Pineda, Emilio y Samuel, Wendell A.
<b>WP/09/78</b>	Assessing Exchange Rate Competitiveness in the Eastern Caribbean Currency Union	Pineda, Emilio, Cashin, Paul y Sun, Yan
<b>WP/09/85</b>	Adding Latin America to the Global Projection Model	Canales Kriljenko, Jorge Iván, Freedman, Charles, Garcia-Saltos, Roberto, Johnson, M. y Laxton, Douglas



## IMF Working Papers

<b>WP/09/95</b>	Ponzi Schemes in the Caribbean	Carvajal, Ana, Monroe, Hunter K., Pattillo, Catherine A. y Wynter, Brian
<b>WP/09/101</b>	What Should Inflation Targeting Countries Do When Oil Prices Rise and Drop Fast?	Batini, Nicoletta y Tereanu, Eugen
<b>WP/09/109</b>	Estimating Default Frequencies and Macrofinancial Linkages in the Mexican Banking Sector	Blavy, Rodolphe y Souto, Marcos
<b>WP/09/117</b>	Macroeconomic Responses to Terms-of-Trade Shocks: A Framework for Policy Analysis for the Argentine Economy	Berkmen, Pelin
<b>WP/09/152</b>	Why Are Canadian Banks More Resilient?	Ratnovski, Lev y Huang, Rocco
<b>WP/09/162</b>	Recent Advances in Credit Risk Modeling	Capuano, Christian, Jorge A. Chan-Lau, Jose Giancarlo Gasha, Carlos Medeiros, Andre Santos y Marcos Souto
<b>WP/09/198</b>	The Real Effects of Financial Sector Risk	Tieman, Alexander F. y Maechler, Andrea M.
<b>WP/09/199</b>	Modernizing Bank Regulation in Support of Financial Deepening: The Case of Uruguay	Adler, Gustavo, Mansilla, Mario y Wezel, Torsten
<b>WP/09/235</b>	Is the Canadian Housing Market Overvalued? A Post-Crisis Assessment	Tsounta, Evridiki
<b>WP/09/259</b>	From Lombard Street to Avenida Paulista: Foreign Exchange Liquidity Easing in Brazil in Response to the Global Shock of 2008-09	Stone, Mark R., Walker, W. Christopher y Yasui, Yosuke
<b>WP/09/264</b>	Investment-Specific Productivity Growth: Chile in a Global Perspective	Di Bella, Gabriel y Cerisola, Martin
<b>WP/09/266</b>	How Does Public External Debt Affect Corporate Borrowing Costs in Emerging Markets?	Agca, Senay y Celasun, Oya
<b>WP/09/272</b>	Who Disciplines Bank Managers?	Cihák, Martin, Maechler, Andrea M., Schaeck, Klaus, Stolz y Stéphanie Marie
<b>WP/09/280</b>	The Global Financial Crisis: Explaining Cross-Country Differences in the Output Impact	Berkmen, S. Pelin, Gelos, R. Gaston, Rennhack, Robert K. y Walsh, James P.
<b>WP/10/1</b>	Post-Crisis Bank Behavior: Lessons from Mercosur	Sanya, Sarah O. y Mlachila, Montfort
<b>WP/10/2</b>	Public Debt Sustainability and Management in a Compound Option Framework	Chan-Lau, Jorge A. y Santos, Andre

## IMF Working Papers

<b>WP/10/3</b>	Investment by Large Firms in Argentina	Piris, Alvaro
<b>WP/10/5</b>	The Impact of the Global Crisis on Canada: What Do Macro-Financial Linkages Tell Us?	Duttagupta, Rupa y Barrera, Natalia
<b>WP/10/13</b>	Canada's Potential Growth: Another Victim of the Crisis?	Estevão, Marcello M. y Tsounta, Evridiki
<b>WP/10/23</b>	Financial Shocks and TFP Growth	Estevão, Marcello M. y Severo, Tiago
<b>WP/10/35</b>	Spillovers to Central America in Light of the Crisis: What a Difference a Year Makes	Swiston, Andrew
<b>WP/10/42</b>	Informal Labour and Credit Markets: A Survey	Batini, Nicoletta, Young-Bae, Kim, Levine, Paul y Lotti, Emanuela
<b>WP/10/43</b>	Current Account Balance Estimates for Emerging Market Economies	Medina, Leandro, Prat, Jordi y Thomas, Alun H.
<b>WP/10/54</b>	Precautionary Reserves: An Application to Bolivia	Valencia, Fabian
<b>WP/10/59</b>	Caribbean Bananas: The Macroeconomic Impact of Trade Preference Erosion	Mlachila, Montfort, Cashin, Paul y Haines, Cleary
<b>WP/10/60</b>	The Influence of "Big Brothers": How Important Are Regional Factors for Uruguay?	Sosa, Sebastian
<b>WP/10/62</b>	The U.S. Federal Debt Outlook: Reading the Tea Leaves	Celasun, Oya y Keim, Geoffrey
<b>WP/10/102</b>	The Global Credit Crunch and Foreign Banks' Lending to Emerging Markets: Why Did Latin America Fare Better?	Kamil, Herman y Rai, Kulwant

## Selected Issues Papers

<b>Bolivia</b>	Hydrocarbon Revenue Sharing Arrangements	Bornhorst, Fabian
<b>Bolivia</b>	Precautionary Reserves: An Application to Bolivia	Valencia, Fabian
<b>Canadá</b>	Canadian Banks and the Credit Turmoil	Ratnovski, Lev y Huang, R.
<b>Canadá</b>	Canadian Residential Mortgage Markets: Boring But Effective?	Kiff, John
<b>Canadá</b>	How Do Commodity Prices Affect Economic Slumps in Commodity Exporters?	Duttgupta, Rupa
<b>Canadá</b>	Is the Canadian Housing Market Overvalued? A Tale of Two Regions	Tsounta, Evridiki
<b>Canadá</b>	The Impact of Global Shocks on Canada—What do Macro-Financial Linkages Tell Us?	Duttgupta, Rupa y Barrera, Natalia
<b>Caribe</b>	Risk Analysis of Public Debt in the Caribbean: A "Fan-Chart" Approach	Nassar, Koffie y Pattillo, Catherine Anne Maria
<b>Chile</b>	A Longer-Term Approach to Fiscal Policy in Chile	Gracia, Borja, Di Bella, Gabriel y Martin Cerisola
<b>Chile</b>	Investment-Specific Productivity Growth: Chile in a Global Perspective	Gabriel Di Bella and Martin Cerisola
<b>Chile</b>	The Global Financial Turmoil and Its Impact on Chilean Banks	Jorge Chan-Lau
<b>Colombia</b>	Determinants of Investment Grade Status and Implications for Colombia's Public Debt	Jaramillo, Laura
<b>Colombia</b>	Does Financial Soundness Affect Credit Growth?	Petrova, Iva y Flores, Enrique
<b>Estados Unidos</b>	Spillovers from U.S. Federal Debt Issuance: The Case of Emerging Market Sovereign Borrowing	Celasun, Oya
<b>Estados Unidos</b>	Strategic Priorities for the Reform of U.S. Financial Regulation	Bhatia, Ashok Maechler, Andrea y Mills, Paul
<b>Estados Unidos</b>	The U.S. Federal Debt Outlook: A Stochastic Simulation Approach	Celasun, Oya y Keim Geoffrey
<b>Estados Unidos</b>	U.S. Potential Growth in the Aftermath of the Crisis	Barrera, Natalia, Estevao, Marcello y Keim, Geoffrey
<b>México</b>	Estimating Default Frequencies and Macrofinancial Linkages in the Mexican Banking System	Blavy, Rodolphe y Souto, Marcos
<b>México</b>	Exchange Rate Exposure of the Mexican Corporate Sector: Progress and Remaining Vulnerabilities	Kamil, Herman y Walker, Chris
<b>México</b>	Expanding the Regulator Perimeter: The Case of Sofoles and Sofomes	Gasha, Jose Giancarlo

## Selected Issues Papers

<b>México</b>	Labor Market Informality and Macroeconomic Performance	Magnusson Bernard, Kristin
<b>México</b>	Reforming the Fiscal Framework: Budget Rules and Fiscal Risks	Palomba, Geremia
<b>México</b>	The Global Crisis and Potential Growth in Mexico	Krajnyak, Kornelia
<b>México, Estados Unidos</b>	The Significance of U.S. Regional Economic Conditions for Remittances to Mexico	Magnusson, Kristin
<b>Perú</b>	Disentangling the Motives for Foreign Exchange Intervention in Peru	Gonzalez, Maria
<b>Perú</b>	Peru: Balance Sheet Vulnerabilities in a Dollarized Economy	Gonzalez, Maria
<b>Perú</b>	Peru: Credit Growth: Anatomy and Policy Responses	Breuer, Luis, Gasha, Jose Peschiera, Giancarlo y Perez-Salmon, Juan Alonso
<b>Perú</b>	Peru: Macroeconomic Stability and the Role of Fiscal Policy	Leigh, Daniel
<b>Perú</b>	Peru: Regional Disparities and Public Transfers	Garcia-Escribano, Mercedes
<b>Unión Monetaria del Caribe Oriental</b>	Insurance Against Natural Disasters in the Caribbean	Wong, Yu Ching, Lemus, Anthony y Wagner, Nancy
<b>Uruguay</b>	Commodity Prices, Growth and the Fiscal Position in Uruguay,	Babihuga, Rita
<b>Uruguay</b>	Dynamic Loan Loss Provisioning in Uruguay	Wezel, Torsten.
<b>Uruguay</b>	Exchange Rate and Competitiveness Assessment,	Zanna, Felipe
<b>Uruguay</b>	How Important Are Regional Factors for Uruguay?	Sosa, Sebastian