

Estudios económicos y financieros

Perspectivas económicas

Las Américas
Caluroso en el Sur, más frío en el Norte

.....

OCT 10

Estudios económicos y financieros

Perspectivas económicas

Las Américas

Caluroso en el Sur, Más Frío en el Norte



OCT 10

©2010 Fondo Monetario Internacional

Cataloging-in-Publication Data

Perspectivas económicas : las Américas : caluroso en el sur, más frío en el norte – Washington, D.C. : Fondo Monetario Internacional, 2010.
p. ; cm. – (Estudios económicos y financieros)

“Octubre 10.”

Spanish translation of: Regional economic outlook : Western Hemisphere : heating up in the south, cooler in the north.

Includes bibliographical references.

ISBN 978-1-58906-967-1

1. Economic forecasting – North America. 2. Economic forecasting – Latin America. 3. Economic forecasting – Caribbean Area. 4. Economic development – North America. 5. Economic development – Latin America. 6. Economic development – Caribbean Area. 7. Credit – Latin America. 8. Business cycles – Latin America. 9. Financial institutions – State supervision – Latin America. I. International Monetary Fund. II. Series (World economic and financial surveys)

HC94 .R44518 2010

Favor de enviar órdenes a:
International Monetary Fund, Publication Services
PO Box 92780
Washington, DC 20431, U.S.A.
Tel.: (202) 623-7430 Telefax: (202) 623-7201
E-mail: publications@imf.org
Internet: www.imfbookstore.org

Índice

Prefacio	vii
Resumen ejecutivo	ix
1. Panorama mundial y perspectivas para Estados Unidos y Canadá	1
El panorama mundial: Las economías emergentes siguen impulsando la recuperación	1
Estados Unidos: La recuperación sigue impulsada por las políticas económicas	4
Canadá: Una recuperación vigorosa con riesgos elevados	10
Implicaciones para la región de América Latina y el Caribe	13
2. América Latina y el Caribe: Desarrollos Recientes y Perspectivas	15
Normalización del crecimiento en relación a los altos niveles recientes	15
Amplia divergencia en las perspectivas regionales	19
Desafíos diferentes para las políticas	21
América del Sur—Garantizar un aterrizaje suave	22
Retirada de las políticas estimulativas en un contexto de abundante liquidez mundial	22
Los términos de intercambio favorable siguen compensando las limitaciones de acceso a los mercados	31
México y América Central—La recuperación cobra fuerza pese a los vientos en contra provenientes de Estados Unidos	33
México: Consolidación fiscal en medio de un débil panorama para sus socios comerciales	34
América Central: Recomponer recursos para la aplicación de políticas	35
El Caribe—Comienza a levantarse en medio de grandes desafíos	37
Afianzar el crecimiento	38
Reducir la elevada carga de la deuda	39
Fortalecer el sector financiero	40
3. Análisis del ciclo crediticio más reciente para un mejor manejo del próximo	41
Panorama general del sistema financiero	41
Lecciones del último ciclo financiero	46
¿Qué grande fue el ciclo reciente?	46
Cambio en el financiamiento y la estructura de activos	47
Diferencias en el comportamiento de los bancos extranjeros y públicos	50
Calidad de los activos	51
Un rol complementario de financiamiento de los mercados de bonos	53

Implicaciones de política para el ciclo actual	54
Utilizar la regulación macroprudencial para suavizar los ciclos financieros	55
Claves para la profundización financiera segura	55
Aumentar la disponibilidad de crédito para el sector privado, donde sea posible	57
Bancos extranjeros y públicos	57
Fortalecimiento de otros mercados financieros	58
Conclusiones finales	59
4. Herramientas macroprudenciales en América Latina: Conceptos básicos	61
Riesgo sistémico y políticas macroprudenciales—un debate internacional en marcha	62
Experiencias recientes con el uso de herramientas macroprudenciales	65
Desafíos para las políticas macroprudenciales en el contexto actual de América Latina	69
5. Una perspectiva comparada del crecimiento en el Caribe: El papel del turismo y la deuda	73
Desempeño del crecimiento en los últimos 40 años	73
Primera etapa: Contabilidad del crecimiento	77
¿Contribuye el turismo al crecimiento?	78
La carga de la deuda	80
Conclusiones	83
Apéndice	85
Hemisferio Occidental: Principales indicadores económicos	87
América Latina y el Caribe: Principales indicadores fiscales	88
Referencias	89
Publicaciones recientes del Departamento del Hemisferio Occidental	93
Recuadros	
1.1 Ajuste del mercado laboral en los Estados Unidos tras la crisis	6
1.2 El financiamiento del déficit presupuestario del gobierno federal de los Estados Unidos y sus implicaciones a nivel mundial	9
1.3 Principales aspectos de la reforma de la regulación financiera estadounidense de 2010	11
2.1 La fortaleza de América Latina frente a la turbulencia financiera en Europa en 2010	17
2.2 Las perspectivas de los precios de las materias primas y el rol de China	18
2.3 Acumulación de reservas: ¿un seguro o una forma de contrarrestar la apreciación cambiaria?	24

2.4 ¿Qué factores están impulsando la desdolarización en América Latina?	28
2.5 Crecimiento de la demanda interna bajo condiciones financieras externas expansivas y restrictivas: el papel de la flexibilidad cambiaria	30
2.6 Efectos reales de la economía de Brasil en los países vecinos	32
3.1 Estructura del mercado de crédito del sector privado: el papel de los bancos extranjeros	42
3.2 Mercados de bonos públicos en América Latina	44
3.3 Estructura financiera y desempeño corporativo durante la crisis mundial: evidencia microeconómica para América Latina	49
3.4 Los bancos públicos como herramienta anticíclica: experiencias de Brasil, Chile y Costa Rica	52
4.1. Provisiones dinámicas de pérdida por préstamo en América Latina	68
4.2. Los requerimientos de encajes legal como herramienta macroprudencial en América Latina	70
5.1 Desafíos y evolución del crecimiento en Haití	76
5.2 Perspectivas del turismo al Caribe: ¿Es Cuba un nuevo competidor?	81
5.3. Deuda y crecimiento	82

Prefacio

La presente edición de *Perspectivas económicas: Las Américas* fue preparada por un equipo dirigido por Steven Phillips y Luis Cubeddu bajo la dirección general de Nicolás Eyzaguirre y supervisión de Rodrigo Valdés. El equipo estuvo formado por Gustavo Adler, Jorge Iván Canales-Kriljenko, Leandro Medina, Rafael Romeu, Bennett Sutton y Camilo E. Tovar. También, Marcelo Estevão, Oya Celasun y Evridki Tsounta realizaron contribuciones al capítulo 1, y Mercedes Vera Martín, al capítulo 4. Nita Thacker y Sebastián Acevedo contribuyeron con el capítulo 5; y Mercedes García Escribano, Andrea Maechler, Martin Sommer, Sebastián Sosa y Aminata Touré aportaron recuadros. Martin Kaufman y Miguel Savastano aportaron comentarios de particular importancia. Patricia Attix, Luke Lee, Andrea Medina y Breno Oliveira colaboraron en la producción. Martha Bonilla y Joanne Blake del Departamento de Relaciones Externas editaron el manuscrito y coordinaron la producción. La traducción al español estuvo a cargo de la Sección de Español y Portugués del Departamento de Tecnología y Servicios Generales. Este informe refleja información hasta el 30 de septiembre de 2010.

En memoria de Kornelia Krajnyak (1967–2010), a quien recordamos como una excelente economista, una persona de mucha integridad y una gran amiga.

Resumen ejecutivo

La recuperación de la economía mundial continúa, principalmente gracias al dinamismo sostenido de muchas economías emergentes. Como se preveía, la recuperación de las principales economías avanzadas progresa apenas con lentitud, ya que la demanda privada está frenada por la debilidad de los balances de los hogares y del sector financiero. A pesar de las grandes brechas del producto, los gobiernos de las economías avanzadas tienen margen limitado para seguir estimulando más la demanda a través de la política fiscal, dado que —enfrentados a una deuda pública elevada y creciente— en algún momento deberán consolidar las finanzas públicas. De hecho, algunos gobiernos europeos se enfrentan a presiones de los mercados y a la necesidad de poner en marcha una acción fiscal sustancial a la brevedad. En ese contexto, es probable que las grandes economías con monedas de reserva mantengan las tasas de interés de política monetaria muy bajas durante bastante tiempo, impulsando capitales privados hacia las economías emergentes más atractivas e infundiendo nuevo vigor en la dinámica de su demanda interna. De hecho, muchas economías emergentes y en desarrollo, que gozaban de fundamentos económicos más sólidos cuando estalló la crisis, están experimentando un crecimiento vigoroso basado en gran medida en la inversión y el consumo privado nacional. Se espera que ese ímpetu —sobre todo en el caso de las economías emergentes de Asia— bastará para mantener a niveles relativamente elevados los precios mundiales de las materias primas.

La desigualdad de las condiciones mundiales tiene implicaciones claras para los países de la región de América Latina y el Caribe (ALC). Las condiciones mundiales actuales representan una fuente de estímulo para las economías de ALC que mantienen vínculos reales más estrechos con las economías emergentes más dinámicas, y para aquellas que resulten más atractivas para los inversionistas extranjeros. La mayoría de los países sudamericanos exportadores de materias primas se encuentran ante condiciones sumamente favorables, sobre todo los que gozan de fundamentos económicos más sólidos, quienes tienen facilidades de acceso al financiamiento externo y pueden beneficiarse más del bajo nivel de tasas de interés mundial. En contraste, el contexto es menos favorable para los países que tienen vínculos reales fuertes con las economías avanzadas. Esa es la situación en la que se encuentran muchos países de América Central con estrechos vínculos a la economía estadounidense en términos del ingreso de exportación y de las remesas de trabajadores, y aún más las economías del Caribe que dependen del turismo.

Las perspectivas y los retos para los países de ALC están moldeadas por estas variadas influencias externas, pero también por el legado de las políticas pasadas y el marco de la política económica actual:

- Para muchos países de América del Sur —que recientemente experimentaron un crecimiento superior a lo previsto— los retos de la política económica se centran en evitar un estímulo excesivo de la demanda y del crédito, que podrían llegar a niveles insostenibles. Aunque la fuerte recuperación de la demanda interna ha sido beneficiosa

permitiendo a estas economías recuperar el potencial, su expansión rápida y continua podría provocar sobrecalentamiento, inflación y aumento de los déficits en cuenta corriente. En el caso de estas economías, es esencial retirar a tiempo las políticas de estímulo, asegurando al mismo tiempo que la combinación de políticas monetarias y fiscales no exacerbe la entrada de capital. En la mayoría de los casos, la política fiscal debería ser la primera línea de acción inmediata, con el énfasis puesto en desacelerar el crecimiento del gasto público (y en algunos casos limitar las actividades cuasifiscales de los bancos públicos), y luego entraría en juego la política monetaria (obviamente, las tasas de interés de política monetaria deberán regresar en su momento a niveles neutrales, pero se las puede incrementar de manera más paulatina si se normaliza primero la política fiscal). Los países exportadores de materias primas con una historia de políticas de gasto procíclicas, y los que gozan de poca confianza en el mercado con sus finanzas, deberían aprovechar la oportunidad que ofrecen los elevados precios de las materias primas en la actualidad para acumular recursos fiscales y reducir la deuda pública neta.

- En México, la recuperación también ha sido recientemente más rápida de lo previsto, sobre todo gracias al auge de la exportación a Estados Unidos, aunque en adelante se espera cierta moderación. Como la inflación está disminuyendo y las expectativas están bien ancladas, la política monetaria tiene cierto margen de maniobra; la política fiscal, por su parte, está debidamente centrada en la consolidación, en vista de los riesgos a mediano plazo para los recursos fiscales derivados por la incertidumbre en torno a la producción petrolera futura. En ese sentido, los planes de consolidación fiscal de las autoridades para 2011 son apropiados.
- El crecimiento de los países de América Central probablemente sea moderado. Como las condiciones externas han limitado el producto potencial y las brechas del producto son modestas, la aplicación de nuevos estímulos ofrecería una utilidad limitada. Convendría que los países ahorraran recursos fiscales para asegurarse espacio fiscal en el futuro. Algunos deben continuar fortaleciendo los marcos de política económica para incrementar la eficacia de la política monetaria como herramienta anticíclica. Más que las políticas sobre demanda, los cambios estructurales serán críticos para estimular el crecimiento y la competitividad.
- Para muchos países del Caribe, la recuperación no comenzó sino hasta hace poco, y el crecimiento estará limitado por un repunte apenas gradual de la demanda externa, especialmente en el caso de los países más dependientes de la actividad turística. Los altos niveles de la deuda pública no dejan espacio para estímulo fiscal. En lugar de poner en marcha nuevos estímulos, sería más beneficioso emprender una consolidación fiscal firme; de hecho, uno de los capítulos de esta edición de *Perspectivas económicas: Las Américas* muestra que el alto nivel de deuda es de por sí un obstáculo importante para el crecimiento de muchos de estos países.

La necesidad de políticas cautelosas se hace más imperiosa en vista de que las condiciones financieras mundiales son en este momento excepcionalmente “favorables” —y podrían ser una importante fuente de estímulo— para muchos países de la región. Los gobiernos de países emergentes con fundamentos económicos más sólidos ahora pueden captar crédito a un costo cercano a los mínimos históricos. Estas condiciones favorables crean importantes oportunidades para las operaciones de gestión de deuda, pero la experiencia muestra que también pueden estimular booms de la demanda y del crédito, así como la acumulación de riesgos. Como las grandes economías avanzadas tendrán capacidad ociosa y políticas monetarias relajadas durante algún tiempo, persistirán los riesgos afines para otras economías. Probablemente se obtengan mejores resultados con una combinación de políticas: por ejemplo, flexibilidad cambiaria para evitar atraer más capitales y endurecimiento de la política fiscal para desalentar directamente una demanda interna excesiva, complementados con una regulación y supervisión cuidadosas de la evolución del sector financiero nacional y con atención a los vínculos transfronterizos.

Esta edición de Perspectivas económicas: Las Américas se centra especialmente en cuestiones financieras:

- *El capítulo 3 hace una evaluación y extrae lecciones del reciente ciclo crediticio que experimentó América Latina: la rápida expansión del crédito bancario que finalizó abruptamente con la crisis mundial y que se está reanudando en algunos países. Los sistemas financieros de la región en general resistieron bien a la crisis, gracias a las reformas emprendidas durante la última década para mejorar la regulación prudencial y la supervisión. A diferencia de lo ocurrido en algunas economías de Europa, los bancos latinoamericanos mantuvieron bajas las relaciones de apalancamiento y, como no compraron activos tóxicos, la calidad de los activos no se deterioró. Pese al éxito relativo, la meta de evitar crisis financieras, así como la prociclicidad excesivamente fuerte del crédito, continúan siendo retos tan difíciles como siempre.*
- *El capítulo 4 examina la importancia de plantearse políticas regulatorias “macroprudenciales” para complementar —pero no para reemplazar— a las herramientas macroeconómicas tradicionales, sobre todo en el contexto actual de condiciones favorables de financiamiento externo. Tras la reciente crisis financiera internacional, está apareciendo un consenso general para que la regulación y la supervisión financiera vayan más allá de la estabilidad y la solvencia de instituciones financieras individuales, y aborden los problemas de los riesgos sistémicos, las interconexiones y la prociclicidad excesiva. Aunque continúan los debates sobre cuáles serán exactamente las implicaciones prácticas, el capítulo 4 hace una evaluación oportuna de las cuestiones y los interrogantes, y documenta la experiencia reciente con esas políticas dentro y fuera de la región.*

1. Panorama mundial y perspectivas para Estados Unidos y Canadá

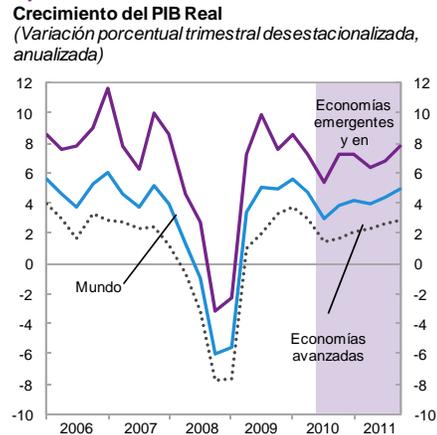
La recuperación económica mundial continúa avanzando, aunque se evidencia una cierta moderación del crecimiento, sobre todo en las economías avanzadas. El repunte en las economías avanzadas aún está opacado por las debilidades en los balances de algunos sectores clave, y persiste la incertidumbre con respecto a la solidez de la demanda privada a medida que se vaya retirando el estímulo fiscal. En cambio, muchos países emergentes están experimentando un crecimiento vigoroso impulsado por la demanda interna, y apoyado por las condiciones favorables de financiamiento externo y por el efecto remanente de las políticas de estímulo. En este contexto, las perspectivas de un período sostenido— aunque no permanente— de tasas de interés bajas a escala mundial planteará desafíos a las economías emergentes. Se prevé que los precios de las materias primas permanecerán en niveles altos, gracias a la demanda sólida y sostenida de las economías emergentes de Asia.

El panorama mundial: Las economías emergentes siguen impulsando la recuperación

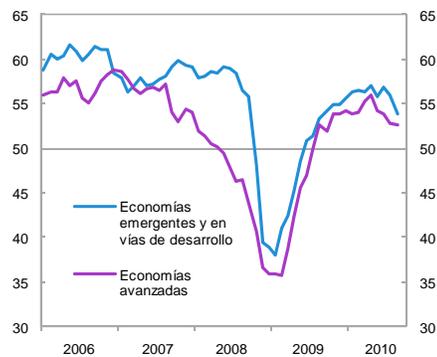
La recuperación global sigue en marcha, pese a nuevos episodios de alta volatilidad en los mercados y la reciente desaceleración de la actividad económica en algunos países (Gráfico 1.1). La economía mundial se expandió aproximadamente un 5 por ciento en el primer semestre de 2010, gracias al apoyo sostenido de las políticas económicas, y a una recuperación más fuerte de lo previsto en las economías emergentes. La aplicación de firmes medidas de política devolvió estabilidad a los mercados y disminuyó los riesgos extremos tras los preocupantes reveses ocurridos en la primera parte del año a raíz de la crisis de deuda soberana en

Note: Este capítulo fue preparado por Luis Cubeddu y Marcello Estevão, con contribuciones de Gustavo Adler, Oya Celasun y Evridki Tsounta.

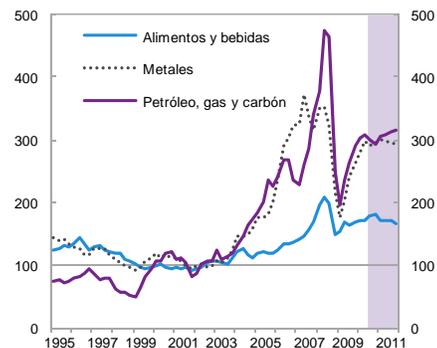
Gráfico 1.1. La recuperación mundial está impulsada por un crecimiento vigoroso en las economías emergentes, acompañado de un sostenido nivel alto de precios de materias primas.



Indicador de Pedidos Manufacteros: Producción
(Valores superiores a 50 representan una expansión)



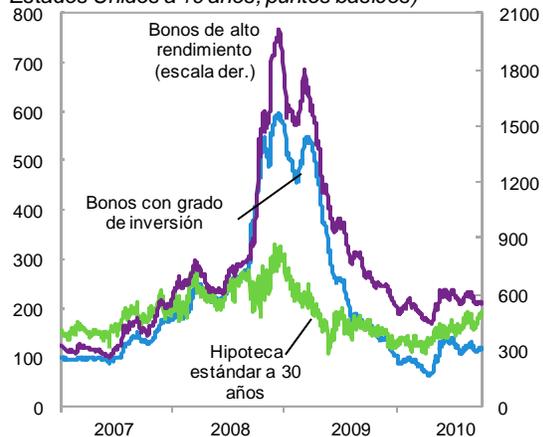
Precios de las materias primas
(Índice en dólares de los Estados Unidos, 2002 = 100)



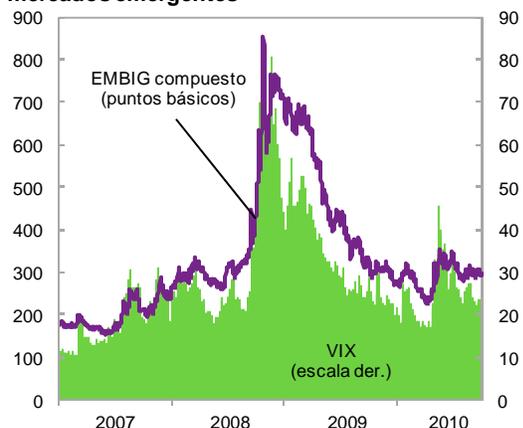
Fuentes: Bloomberg; Haver Analytics; y cálculos del personal técnico del FMI.

Gráfico 1.2. Los mercados financieros se han estabilizado, tras episodios de volatilidad relacionados con los problemas en el sur de Europa.

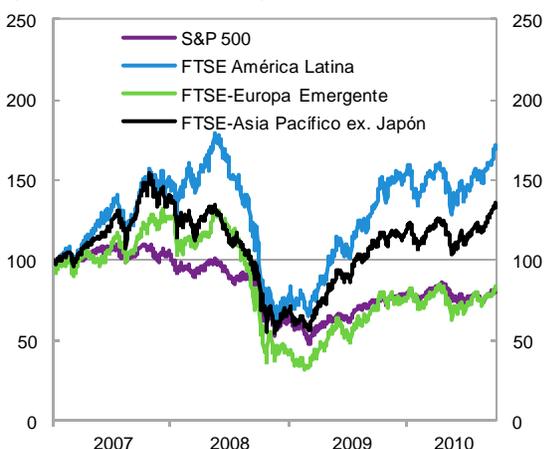
Estados Unidos: Diferenciales de tasas de interés
(Diferencial con respecto a los títulos del Tesoro de Estados Unidos a 10 años; puntos básicos)



Aversión al riesgo global y diferenciales en mercados emergentes



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



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

Europa. No obstante, cada vez hay más indicios de que la actividad económica está moderándose, particularmente en las economías avanzadas. Parte de esta moderación está relacionada con el giro natural del ciclo de inventarios, pero también ha aumentado la incertidumbre acerca de la solidez de la recuperación en las economías avanzadas, sobre todo a medida que empieza a desvanecerse el estímulo proporcionado por las políticas.

En las economías avanzadas todavía no se ha concretado una recuperación autosostenida de la demanda privada, debido a debilidades persistentes en los balances de los hogares y el sector financiero. La inversión de capital fijo ha empezado a reactivarse, apoyándose en los saludables flujos de caja de las empresas. Sin embargo, la confianza de los consumidores sigue siendo frágil, sobre todo debido a las precarias perspectivas para el empleo, que en el caso de Estados Unidos son agravadas por las debilidades en el mercado de la vivienda. A pesar de las medidas enérgicas tomadas por las autoridades europeas, las condiciones financieras en ciertos países de Europa siguen siendo vulnerables a las presiones de financiamiento, mientras que la recuperación de Japón, basada en las exportaciones, aún está afectada por la débil demanda de Estados Unidos y por episodios de apreciación del yen.

La recuperación global sigue teniendo como motor el vigoroso crecimiento de las economías emergentes, que se expandieron más de un 7½ por ciento durante el primer semestre del año (comparado con 2½ por ciento para todo el 2009), con Asia y algunas economías de América Latina liderando el grupo. En esa región el crecimiento parece sustentarse cada vez más en una fuerte demanda interna, justo cuando el impulso proveniente de la reposición de inventarios y las políticas de estímulo empieza a perder fuerza. Los flujos de capital a las economías emergentes con buenos fundamentos económicos siguen siendo abundantes, en parte respondiendo a las condiciones monetarias expansivas en las economías avanzadas y a la mejora del apetito por riesgo (Gráfico 1.2).

Los precios de las materias primas se han estabilizado en general tras un fuerte repunte a finales de 2009, y han estado sostenidos por la fuerte demanda de Asia y el efecto persistente de la estrechez de los mercados antes de la crisis mundial. Se prevé que los precios de los metales y el petróleo permanecerán cerca de los niveles actuales —muy altos en términos históricos— dado que la capacidad ociosa en las industrias extractivas es apenas suficiente para cubrir el crecimiento de la demanda en el corto plazo¹. Sin embargo, se espera que la escalada reciente de los precios del trigo sea solo temporal.

En este contexto, el personal técnico del FMI proyecta que el crecimiento mundial en 2010 superará el 4½ por ciento (es decir, aproximadamente ½ por ciento mayor que lo proyectado en la edición de Abril de 2010 de *Perspectivas económicas: Las Américas*), consistente con una leve desaceleración de la actividad en el segundo semestre de este año. A futuro, se prevé que el crecimiento mundial alcanzará el 4¼ por ciento en 2011, con una expansión del producto de las economías emergentes de aproximadamente 6½ por ciento. Para las economías avanzadas se proyecta un crecimiento alrededor de tan solo 2¼ por ciento, que es bajo si se considera la gravedad de la recesión previa y que implicaría una brecha importante y persistente entre el producto real y potencial.

Los riesgos que pesan sobre las perspectivas mundiales se inclinan a la baja, dada la dinámica actual en las economías avanzadas. Un nuevo deterioro de los precios inmobiliarios sería perjudicial para los balances de los hogares y el sector financiero, y socavaría la recuperación en las economías avanzadas. Otro riesgo es que una nueva pérdida de confianza en la solidez de las finanzas públicas de algunos países europeos desencadene una interacción negativa entre el sector público y el sector financiero, dañando

fuertemente la recuperación de esos países y reduciendo aún más su espacio fiscal.

Estos escenarios de menor crecimiento en las economías avanzadas implican, dejando otros aspectos de lado, un crecimiento algo más reducido en las economías emergentes y en desarrollo, particularmente aquellas con los vínculos reales y financieros más fuertes a las economías avanzadas. Sin embargo, en el caso de muchas economías, la solidez y el ímpetu de su demanda interna probablemente serán los factores que determinarán sus perspectivas de crecimiento a mediano plazo si las economías avanzadas no sufren reveses importantes.

En general, la transición a un crecimiento mundial saludable en los países avanzados probablemente será un proceso prolongado. La dinámica de la recuperación en las economías avanzadas tiene que cambiar para que el repunte inicial se convierta una reactivación sostenida. Con el tiempo, las fuentes de demanda tienen que pasar del sector público al privado, dada la necesidad generalizada de reducir los abultados déficits fiscales, y las instituciones y mercados financieros tienen que sanearse y reformarse para que el crédito pueda apoyar de manera significativa a la recuperación. También es necesario que el origen la demanda pase de los países deficitarios a los superavitarios, con la correspondiente realineación de los tipos de cambio.

En estas circunstancias, la política monetaria debe seguir siendo expansiva en la mayoría de las economías avanzadas. En términos más amplios, es necesario avanzar más en el saneamiento de la base de capital de los intermediarios financieros y definir con mayor claridad los detalles y el cronograma de todas las reformas regulatorias. Así se ayudará a que los mercados e instituciones financieras puedan apoyar más, y sobre una base más a firme, el consumo y la inversión.

¹ Véase un análisis más detallado de las perspectivas de los precios de las materias primas en la edición de Septiembre de 2010 de *Perspectivas de la Economía Mundial*.

Mientras tanto, en general, la política fiscal en muchas economías avanzadas debe seguir siendo expansiva a lo largo de 2010, y empezar a consolidarse en 2011. El desafío más urgente consiste en adoptar planes de consolidación fiscal creíbles que conduzcan a una situación fiscal sostenible antes del fin de la próxima década. Estos planes deberían incluir la reforma de programas de gasto y prestaciones sociales que están creciendo aceleradamente, así como la ampliación de las bases tributarias. Si el crecimiento resultara ser inferior a lo previsto, la política monetaria debería seguir siendo la primera línea de defensa. Si el crecimiento se desacelerara considerablemente, convendría moderar en cierta medida el ritmo de consolidación fiscal, siempre que existan planes de creíbles de ajuste fiscal a mediano plazo.

Los desafíos en materia de política son diferentes para muchas economías emergentes, ya que tendrán que hacer frente a ciertas consecuencias de su relativo éxito; por ejemplo, tendrán que evitar posibles recalentamientos o burbujas económicas. Mantener la estabilidad dependerá de su capacidad para manejar la fuerte entrada de capital en un momento en que las políticas macroeconómicas tienen que retirar el estímulo inicial y adoptar una posición neutra y, a la larga, contractiva.

El momento y la secuencia para retirar el estímulo monetario y fiscal en las economías emergentes dependerán de las circunstancias particulares de cada país. Los países que se enfrenten a un recalentamiento de la economía y a complicaciones relacionadas con las entradas de capital deberán retirar el estímulo fiscal primero y recuperar espacio para futuras políticas contracíclicas. Quizá sea necesario reforzar, mas no sustituir, las herramientas tradicionales con políticas macro- y micro-prudenciales para atender las circunstancias particulares de cada país. Por otro lado, si el crecimiento mundial sufriera un retroceso importante, posiblemente habría que volver a desplegar políticas expansivas.

Estados Unidos: La recuperación sigue impulsada por las políticas económicas

Gracias a una respuesta masiva y sostenida de la política económica, la economía estadounidense ha seguido recuperándose de la peor recesión desde la Gran Depresión. Las tasas de política monetaria cercanas a cero y la duplicación del balance de la Reserva Federal proporcionaron liquidez a la economía. Las medidas de estímulo fiscal añadieron más de 1 por ciento al crecimiento en 2009, esperándose un efecto más pequeño para 2010. Las inyecciones de capital en las grandes instituciones financieras, el crédito de emergencia, las pruebas de tensión ('stress tests') y las garantías estabilizaron las condiciones financieras y rompieron el espiral macrofinanciero adverso. Como consecuencia, repuntaron los componentes de la demanda sensibles al estímulo, incluyendo las compras de automotores y viviendas que se beneficiaron de subsidios específicos. El ciclo de ajuste de los inventarios comenzó a mejorar a mediados de 2009 y contribuyó enormemente a la recuperación.

Sin embargo, como se esperaba la recuperación ha sido modesta en relación a los estándares históricos, hecho corroborado por las cuentas nacionales revisadas que muestran que la recesión fue más profunda y la recuperación fue más débil de lo que se había estimado originalmente. A diferencia de los episodios usuales "en forma de V" que caracterizaron a los ciclos económicos de Estados Unidos en el pasado, esta recuperación ha sido tímida, y el gasto de los consumidores ha sido particularmente deslucido. La inversión empresarial se encuentra a niveles muy inferiores a los que existían antes de la crisis, pese a una fuerte recuperación en el primer semestre de 2010, y la construcción residencial continúa deprimida. La persistencia de altas tasas de desempleo y la larga duración del desempleo son factores claves de la debilidad de la recuperación, a través de sus efectos en el consumo privado y en el riesgo en el crédito a los hogares (Gráfico 1.3). Además, los efectos depresores generados por el mercado laboral probablemente sean

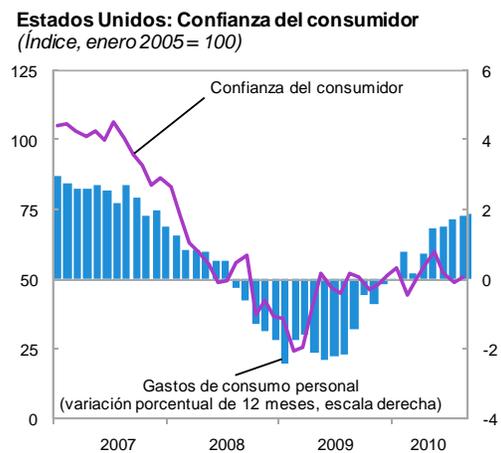
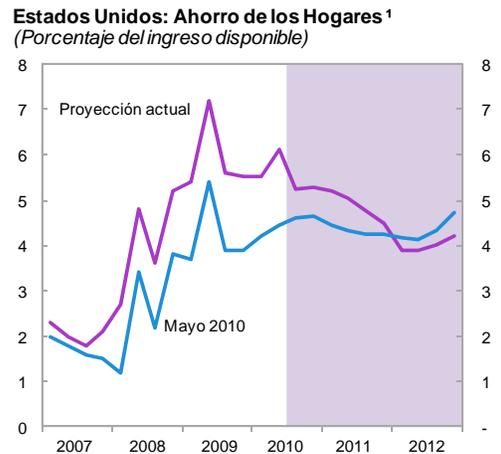
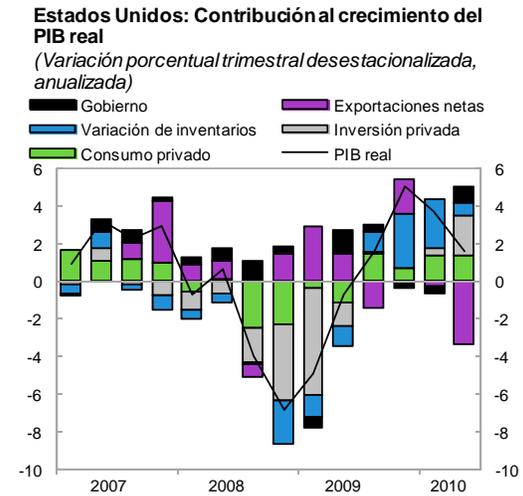
más persistentes que de costumbre, ya que se estima que los grandes desfases sectoriales y geográficos en las aptitudes laborales interactuaron con la debilidad del mercado de la vivienda para incrementar el desempleo estructural (Recuadro 1.1).

Mirando a futuro, las presiones que pesan sobre los balances del sector de los hogares y de los sectores público y financiero atentan contra el crecimiento. La tasa de ahorro de los hogares ya ha aumentado a alrededor de 6 por ciento en el segundo trimestre de 2010, y el desapalancamiento de los hogares y la debilidad de los mercados laborales apuntan a un consumo que continuaría siendo débil. Las instituciones financieras más grandes han logrado restaurar sus requisitos de capital, en parte deshaciéndose de riesgo, pero los efectos prolongados de la crisis en la calidad de los préstamos existentes mantendrán las presiones sobre los balances de algunas instituciones. La deuda federal en manos del público prácticamente se duplicó entre 2007 y 2010 alcanzando alrededor de 65 por ciento del PIB; el nivel más alto desde 1950. Eso plantea la necesidad de una consolidación fiscal decisiva².

Por lo tanto, se prevé la continuación de una recuperación gradual en los Estados Unidos, con una inflación contenida. Actualmente, se proyecta que la economía se expandirá 2,6 por ciento en 2010; es decir, algo por debajo del 3,1 por ciento pronosticado en la última edición de *Perspectivas Económicas Regionales: Las Américas*. Las revisiones reflejan importaciones más vigorosas de lo previsto durante el segundo trimestre, así como perspectivas más débiles para el sector de la vivienda (tras la disminución que sufrieron las ventas de viviendas cuando venció el crédito impositivo otorgado a los compradores). Las proyecciones apuntan a que el crecimiento alcance 2,3 por ciento 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 probablemente disminuya de manera gradual; esto, junto con una capacidad

² Las obligaciones de equilibrar el presupuesto han limitado el endeudamiento de los estados, pero condujeron inevitablemente a fuertes recortes del gasto que, según las proyecciones, continuarán durante los próximos dos años.

Gráfico 1.3. La recuperación en Estados Unidos está perdiendo fuerza, con el giro en el ciclo de inventarios y la debilidad en consumo privado.



¹ Variaciones históricas reflejan revisiones anuales hechas a las cuentas nacionales por la Oficina de Análisis Económico de los Estados Unidos.

Fuentes: U.S. Bureau of Economic Analysis; U.S. Bureau of Labor Statistics; Haver Analytics; y cálculos del personal técnico del FMI.

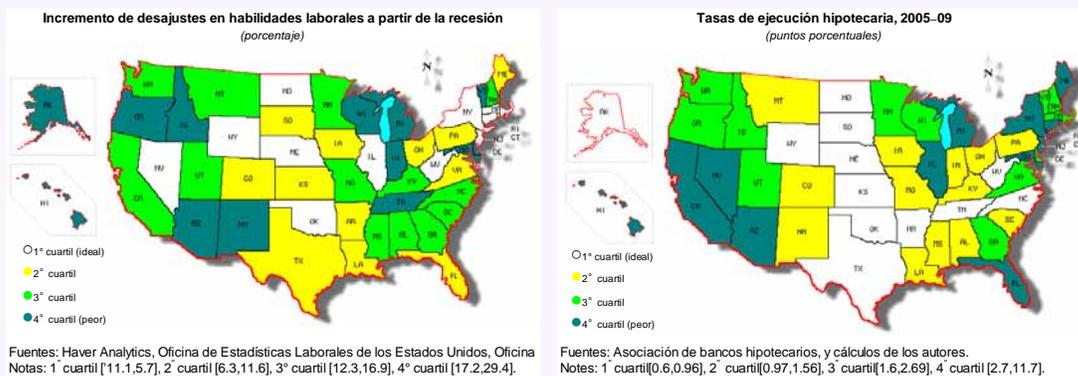
Recuadro 1.1. Ajuste del mercado laboral en los Estados Unidos tras la crisis

Si nos basamos en el comportamiento histórico, esperaríamos que la profunda contracción del empleo observada durante la reciente recesión debería ser seguida por una fuerte recuperación en los años venideros. Sin embargo, en los últimos dos ciclos completos de recesión en los Estados Unidos se ha observado un rezago en la recuperación del empleo en mayor medida que lo habitual no obstante el repunte del crecimiento económico, dando lugar a lo que se ha llamado una “recuperación sin empleo”. Un importante interrogante es si la recuperación actual también avanzará con escasa creación de empleo.

Varios factores intervienen hoy en determinar la velocidad de la recuperación del empleo:

- **Recuperación del crédito:** La recesión reciente fue desencadenada por un shock financiero sin precedentes desde la Gran Depresión que ha dificultado la recuperación del crédito. En general, las recuperaciones fuertes y sostenidas en los Estados Unidos suelen ser acompañadas por un rápido repunte del ciclo del crédito; sin embargo, en la actual recuperación se estima que las condiciones crediticias tenderán a mantenerse restringidas durante algún tiempo mientras los bancos y los hogares reparan sus balances.
- **Duración del desempleo:** Tal como sucedió en las recesiones de principios de las décadas de 1990 y 2000, la actual recesión generó un fuerte aumento en los despidos permanentes y una importante disminución en la participación laboral. Sin embargo, la duración del desempleo en la recesión reciente ha aumentado a niveles nunca antes vistos, y las prestaciones del seguro de desempleo (aunque necesarias para apoyar a los desempleados) pueden restar intensidad a la búsqueda de trabajo, limitando el crecimiento del empleo.
- **Acaparamiento del trabajo:** Durante la recesión reciente, las empresas prefirieron retener a sus empleados y reducir sus horas de trabajo, resultando en un incremento involuntario en el empleo de tiempo parcial. Esto implica que en la recuperación las empresas podrían, al menos parcialmente, obtener más mano de obra ampliando la jornada laboral de sus actuales empleados sin tener que recurrir a nuevas contrataciones.

La velocidad del ajuste del empleo también puede verse frenada por una menor movilidad de la fuerza de trabajo y el desfase entre la oferta y la demanda de diferentes destrezas laborales. Estevão y Tsounta (2010) muestran que la brecha entre la demanda y la oferta de destrezas laborales resultantes de los shocks regionales y en diferentes industrias ha sido acentuado por las condiciones débiles del mercado de bienes raíces, elevando la tasa de desempleo natural alrededor de 1½ puntos porcentuales para fines de 2009. La situación del mercado de bienes raíces probablemente ha incidido en la menor movilidad de la fuerza



Nota: El autor de este recuadro es Marcello Estevão.

laboral desde el comienzo de la crisis, ya que un individuo desempleado puede sufrir grandes pérdidas de capital al intentar vender su vivienda (de menor valor) en un estado económicamente deprimido para comprar otra (más cara) ubicada en una región más próspera¹.

Otros factores también pueden contribuir a la recuperación del empleo. Batini, Estevão y Keim (2010) observan que un repentino aumento de la incertidumbre ayuda a explicar por qué la reacción del empleo a la caída del producto haya sido mayor que la habitual durante la última recesión, y que la intensidad laboral del producto es sensible a la evolución relativa de los costos de mano de obra y de capital. En consecuencia, hacia delante, una menor incertidumbre acerca de las perspectivas podría impulsar una mayor contratación de trabajadores, mientras que la restricción del crédito podría afectar a la inversión más gravemente que a la incorporación de personal, ya que la primera tiende a ser más volátil. Además, el lento aumento de los salarios previsto en el corto plazo, dado el alto desempleo y los programas gubernamentales para subsidiar a la contratación de personal, también podrían contribuir a elevar la intensidad laboral del producto.

A pesar de la existencia de un alto desempleo cíclico en la economía, un posible aumento de la tasa de desempleo natural subraya el papel que pueden jugar las políticas focalizadas en los mercados de trabajo y de bienes raíces para reducir la falta de empleo. Medidas eficaces para atenuar las dificultades del mercado de bienes raíces, incluyendo un mayor apoyo a la modificación de los términos de los préstamos hipotecarios, podrían facilitar la movilidad de la fuerza laboral, contribuyendo de ese modo a equilibrar la oferta y la demanda de trabajo entre los estados. Con políticas focalizadas tendientes a reentrenar a quienes perdieron su trabajo y contratar a los desempleados de largo plazo (quizá mediante una ampliación de los subsidios a la contratación neta adoptados en Marzo de 2010) se reducirían los desfases entre la oferta y la demanda de destrezas laborales y las tasas de desempleo estructural. Ambos tipos de intervenciones se sumarían al estímulo macroeconómico en curso, permitiendo que la recuperación cíclica haga caer más las tasas de desempleo.

¹ Nevada, Florida y California fueron particularmente afectados por la burbuja inmobiliaria (que generó más de la mitad de todas las ejecuciones hipotecarias); Ohio y Michigan sufrieron el colapso de la actividad manufacturera, y Nueva York fue escenario de la reestructuración de las instituciones financieras. La menor movilidad laboral interestatal también está documentada en Ferreira, Gyourko y Tracy (2009).

ociosa sustancial, mantendrá contenida la inflación.

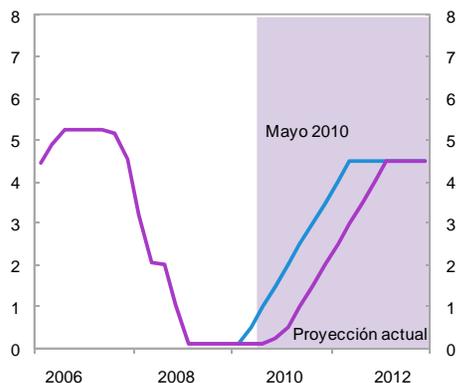
Los riesgos en torno a este escenario base se inclinan a la baja. Las ejecuciones de garantías hipotecarias que aún no se han hecho efectivas podrían hacer caer los precios de la viviendas. Si volvieren a surgir tensiones en el sector inmobiliario comercial, se verían perjudicados los bancos pequeños y medianos, lo cual podría limitar el suministro de crédito a las empresas pequeñas y medianas. Ambos factores podrían poner en marcha una interacción macrofinanciera negativa. El alto nivel de capacidad ociosa en la economía mantiene el riesgo de deflación, aunque por el momento se trata solamente de un riesgo extremo, dado que las expectativas de inflación de mediano plazo son

estables. Del lado positivo, una recuperación rápida de la confianza podría desatar el consumo y la inversión, que actualmente se encuentran reprimidos a niveles muy bajos. A mediano plazo, se están agudizando los riesgos vinculados al aumento de las tasas de interés, debido a la incertidumbre en torno al efecto que tendrán los saldos fiscales en los costos de endeudamiento una vez que la demanda privada se recupere (Recuadro 1.2).

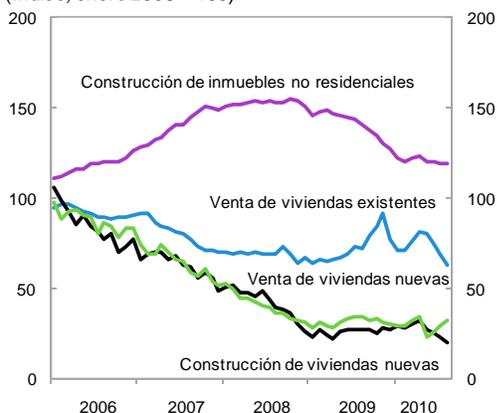
Dado que las perspectivas son relativamente débiles, es aconsejable que la política macroeconómica estadounidense continúe brindando apoyo durante un tiempo (Gráfico 1.4). La Reserva Federal ha continuado elaborando una estrategia de salida y señalando al mismo tiempo

Gráfico 1.4. Las condiciones monetarias continuarán favorables por un periodo prolongado, acompañadas por condiciones débiles en el mercado inmobiliario y el empleo.

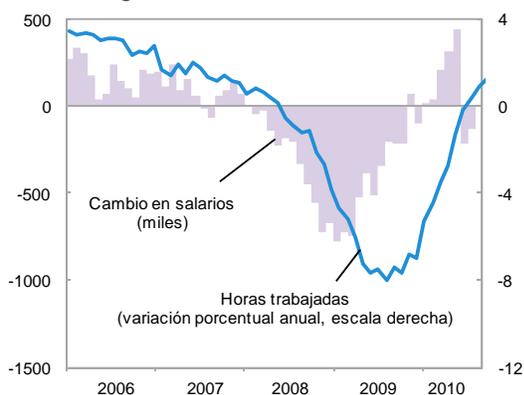
Estados Unidos: Tasa de interés de los fondos federales (Porcentaje)



Estados Unidos: Mercado inmobiliario (Índice, enero 2006 = 100)



Estados Unidos: Salarios y horas trabajadas en el sector no-agrícola



Fuentes: Haver Analytics; U.S. Bureau of Economic Analysis; U.S. Bureau of Labor Statistics; y cálculos del personal técnico del FMI.

que las tasas de política monetaria se mantendrán excepcionalmente bajas durante un período prolongado. También indicó recientemente que, de ser necesario, proveería estímulo monetario adicional para apoyar la recuperación y llevar la inflación a niveles consistentes con su mandato. En consecuencia, los participantes en el mercado no esperan un incremento significativo de la tasa de política monetaria hasta fines de 2011. El presupuesto de 2011 contempla un apoyo adicional a corto plazo para la economía, aunque proyecta cierto retiro del estímulo fiscal el año próximo. Si se materializan los riesgos a la baja para el crecimiento, podría ser razonable postergar las medidas inmediatas de reducción del déficit, siempre que esto sea acompañado por planes creíbles para el ajuste fiscal a mediano plazo. Bajo este escenario, políticas destinadas a aliviar problemas estructurales en el mercado inmobiliario y de trabajo podrían considerarse dentro del mismo marco presupuestario.

Más allá del corto plazo, los principales retos para la política económica estadounidense son controlar los desequilibrios fiscales e implementar la reforma reciente de la supervisión y la regulación financiera. El proyecto de presupuesto del año fiscal 2011 contempla medidas encaminadas a reducir el déficit fiscal federal a 4 por ciento del PIB para mediados de la década, lo cual no basta para estabilizar la relación deuda a PIB aun con los supuestos más optimistas de crecimiento de las autoridades³. Se le ha encomendado a una nueva Comisión Fiscal que recomiende medidas para reducir el déficit federal otro 1 por ciento del PIB, aunque según los supuestos que maneja el personal técnico del FMI se necesitaría un esfuerzo mayor para estabilizar la relación de deuda a mediano plazo. A largo plazo, es

³ Entre las medidas de reducción del déficit federal cabe mencionar las siguientes: i) extinción de los recortes de impuestos que entraron en vigencia en 2001 y 2003 para los contribuyentes con ingresos más altos; ii) ampliación de la base del impuesto sobre las empresas; y iii) ahorros generados por el congelamiento del gasto discrecional no vinculado a la seguridad. También se prevé obtener un ahorro significativo reduciendo la escala de las operaciones militares en el extranjero.

Recuadro 1.2. El financiamiento del déficit presupuestario del gobierno federal de los Estados Unidos y sus implicaciones a nivel mundial

A pesar del rápido aumento de la deuda pública, la tasa de rendimiento de los bonos a largo plazo de los Estados Unidos se ha mantenido en niveles bajos debido a factores cíclicos y a la percepción de que estos activos son un buen refugio financiero durante épocas de alta volatilidad. El aumento del ahorro privado, la escasa inversión empresarial, una inflación moderada y el desplazamiento de los inversionistas hacia los bonos relativamente seguros del gobierno de Estados Unidos (ante las tensiones que están viviendo los mercados financieros europeos) han contribuido a mantener las tasas de interés bajas. Las recientes compras de deuda del Tesoro (y de la deuda de características similares de las empresas semipúblicas en los Estados Unidos) realizadas por la Reserva Federal también ayudaron. No obstante, de cara al futuro, dadas las fuertes emisiones de deuda previstas, las condiciones de financiamiento probablemente se endurecerán a medida que se recupere la inversión privada y disminuyan los flujos de capital en búsqueda de un refugio financiero.

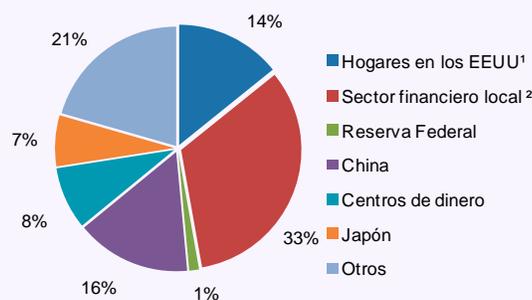
Un análisis detallado de los flujos de inversión parece indicar que, en el futuro, la mayor parte de las compras de bonos del Tesoro deberán ser efectuadas por inversionistas domésticos.

Las compras de inversionistas extranjeros se reducirán con la disminución de los flujos en búsqueda de refugio financiero. Además, las proyecciones de Perspectivas de la Economía Mundial (WEO, por sus siglas en inglés) sobre la acumulación de reservas en los mercados emergentes parecen indicar que estos tenedores oficiales también limitarán el volumen de nuevas compras. Bajo estas circunstancias, los tenedores domésticos deberán cubrir la brecha, lo que implicaría un cambio significativo en las asignaciones de sus carteras. De hecho, si no se produce esta reasignación, la oferta proyectada de deuda del Tesoro para 2015 superaría la demanda hipotética estimada (calculada sobre la base de las proyecciones de Perspectivas de la Economía Mundial de las principales variables macroeconómicas y financieras) por un margen significativo —aproximadamente 30 por ciento del PIB estadounidense, similar al aumento proyectado del stock de deuda entre 2010 y 2015.

A mediano plazo, deberían aumentar las tasas de interés reales para facilitar la reasignación de la cartera. Suponiendo —como señalan los estudios empíricos— que un aumento de un punto porcentual del PIB de la oferta de la deuda federal de los Estados Unidos incrementa la tasa de rendimiento de los bonos a largo plazo entre 2 y 5 puntos básicos, el efecto deuda podría elevar estas tasas de interés en 60–150 puntos básicos a mediano plazo (véase también Laubach, 2009). Al añadir este efecto a los aumentos de la tasa de rendimiento debido a la normalización gradual de la política monetaria y las condiciones macroeconómicas se obtiene una proyección de una tasa de rendimiento levemente por encima de 6½ por ciento para el 2015. No obstante, los movimientos de tasas a corto plazo de son muy inciertos porque la deuda del Tesoro de Estados Unidos sigue beneficiándose de su condición de refugio financiero.

¿Qué repercusiones tendría esto en los costos del crédito para mercados emergentes? Estudios técnicos del personal del FMI sobre la relación entre el diferencial de rendimientos de los bonos soberanos

Compradores de deuda del Tesoro de los Estados Unidos 2008–09



Fuentes: Junta de gobernadores de la Reserva Federal, *Flow of Funds of the United States*; Departamento del Tesoro de los Estados Unidos; y cálculos del personal técnico del FMI.

¹ Incluye fondos de inversión y entidades sin fines de lucro.

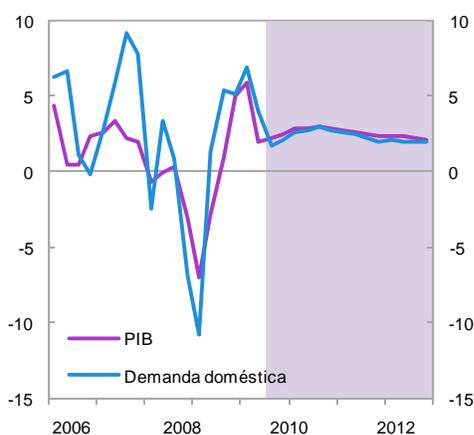
² Bancos, fondos mutuos, fondos de pensión y aseguradoras.

Nota: Los autores de este recuadro son Oya Celasun y Martin Sommer, basado en Celasun y Sommer (2010).

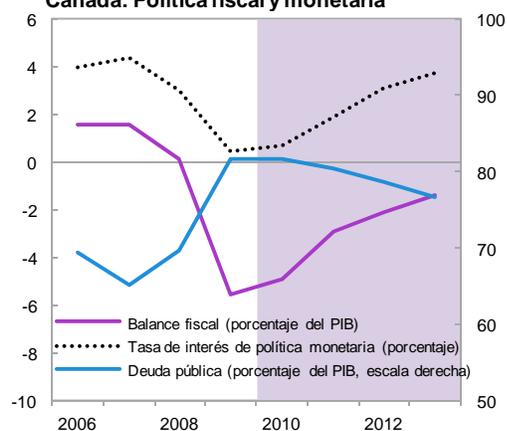
de mercados emergentes (el “spread”) y la tasa de rendimiento de los bonos a largo plazo del gobierno federal de Estados Unidos parecen indicar que un aumento de 100 puntos básicos en la tasa de los bonos del gobierno federal de Estados Unidos aumentaría el “spread” en aproximadamente 35 puntos básicos (véase Celasun, 2009). El aumento de la relación deuda federal de Estados Unidos/PIB (en aproximadamente 30 por ciento del PIB con respecto a los niveles actuales) también tendría un impacto directo adicional de aproximadamente 50 puntos básicos en el “spread” de los bonos soberanos de los mercados emergentes. Como resultado de estos efectos, la tasa de rendimiento promedio de la deuda soberana de mercados emergentes se incrementaría en alrededor de 185 puntos básicos, sobre la base de las proyecciones del personal del FMI sobre la trayectoria de la deuda federal de Estados Unidos a mediano plazo. La reducción de la deuda pública o la mejora de las perspectivas de crecimiento en los países de mercados emergentes con respecto a Estados Unidos tendería a contrarrestar estos efectos.

Gráfico 1.5. El crecimiento esta rebotando en Canadá, apoyado en una fuerte demanda doméstica y en políticas expansivas.

Canadá: Crecimiento real del PIB y de la demanda doméstica
(Variación porcentual trimestrial anualizada)



Canadá: Política fiscal y monetaria



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

necesario moderar el incremento de los costos de la atención de la salud para limitar las transferencias del gobierno a los programas *Medicare* (para personas de 65 años o más, o con ciertas discapacidades) y *Medicaid* (para la población de bajo ingreso). Esto alza el perfil de un organismo estatal recién creado —denominado *Independent Payments Advisory Board*— cuyas recomendaciones sobre el control de estos costos se implementarían directamente a menos que el Congreso votara en contra de ellas.

Si se implementa bien, la reciente reforma de la supervisión y la regulación financiera en Estados Unidos podría ser un paso importante para corregir las debilidades que puso de manifiesto la crisis de 2008, y al mismo tiempo fortalecería la estabilidad y la disciplina del mercado mediante una mayor transparencia y menor complejidad (Recuadro 1.3).

Canadá: Una recuperación vigorosa con riesgos elevados

La economía canadiense ha emergido en condiciones sólidas de la recesión desde el segundo semestre de 2009, impulsada por una demanda interna robusta. Esta recuperación, con un PIB que ya se encuentra nuevamente al nivel previo a la crisis, fue fruto de una respuesta decisiva a la crisis y de la solidez de los fundamentos económicos, incluyendo un sector financiero saludable.

Entre las principales medidas de política económica, la recuperación se vio impulsada por un estímulo fiscal, que añadió 0.6 punto porcentual

Recuadro 1.3. Principales aspectos de la reforma de la regulación financiera estadounidense de 2010

En Julio de 2010, el Presidente Obama aprobó la promulgación de una ley que recoge un amplio paquete de reformas que sientan las bases de un sistema financiero más sólido y resistente. Aunque se ha dejado pasar la oportunidad de modernizar con mayor atrevimiento la arquitectura de la regulación, la Reforma Financiera es de gran alcance y podría tener repercusiones transfronterizas significativas, dada la fuerte interrelación del sistema financiero de los Estados Unidos con el sistema financiero mundial. La nueva legislación corrige deficiencias en materia de supervisión y regulación que quedaron evidenciadas por la crisis, y se espera que refuerce la disciplina de mercado y la estabilidad al mejorar la transparencia y reducir la complejidad, si es implementada en forma adecuada.

Los principales aspectos de la nueva legislación son los siguientes:

- **Supervisión sistémica más fuerte.** La Ley crea un Consejo de Supervisión de Estabilidad Financiera (FSOC, por sus siglas en inglés), formado por 14 miembros y presidido por el Secretario del Tesoro, que está facultado para (i) recomendar cambios en los requerimientos prudenciales, (ii) designar entidades, actividades o mecanismos de mercados financieros como sistémicos, y (iii) aprobar la fragmentación de sociedades grandes y complejas cuando amenacen la estabilidad financiera. Su labor estará respaldada por una nueva Oficina de Investigación Financiera (OFR, en sus siglas en inglés) dependiente del Tesoro.
- **Nuevo diseño de la arquitectura de la regulación.** La Ley suprime la Oficina de Supervisión de Entidades de Ahorro y Préstamo (OTS, por sus siglas en inglés), pero crea cuatro nuevas entidades (además del FSOC y la OFR, crea una Oficina de Protección Financiera del Consumidor independiente, y una Oficina Federal de Seguros). La Reserva Federal mantiene su labor de supervisión de las sociedades industriales propietarias de bancos (BHC, por sus siglas en inglés) y de los bancos miembros del sistema de la Reserva Federal, y es responsable de designar entidades financieras no bancarias sistémicamente importantes.
- **Regulación y supervisión microprudenciales más intensas.** Se emitirán nuevas normas de capital y apalancamiento para todas las BHC, filiales bancarias y sociedades financieras no bancarias sistémicamente importantes. Las entidades sistémicas deberán ajustarse a normas especialmente estrictas, que abarcan desde "testamentos" hasta requerimientos prudenciales más severos. Las actividades de mayor riesgo, como las inversiones por cuenta propia y el patrocinio o las inversiones en fondos de capital riesgo y especulativos (*hedge funds*), se reducirán.
- **Mercados regulados de derivados.** Los productos estructurados estarán sujetos a requerimientos de información y transparencia más estrictos y los originadores de bonos de titularización de activos sin garantía estarán sometidos a un requisito adicional de inversión con dinero propio del 5 por ciento. Aumentarán los requerimientos de capital impuestos a las sociedades con posiciones significativas en *swaps* y los *swaps* contratados fuera de mercados organizados (OTC) pasarán por cámaras de compensación centrales externas y negociación en mercados regulados, recogiendo información con fines de vigilancia.
- **Gestión de crisis más firme, resolución y mecanismos de liquidez sistémica.** La Ley delega la autoridad para liquidar sociedades financieras sistémicamente importantes en quiebra, cuyo costo no recae en los contribuyentes impositivos. La cobertura de la garantía de depósitos de la FDIC aumenta a 250.000 dólares por depositante, financiada por una base de valoración más amplia y un coeficiente de reservas mínimas obligatorias de la FDIC más elevado. La Reserva Federal se limita a proporcionar liquidez sistémica a las entidades solventes.

Nota: La autora de este recuadro es Andrea Maechler.

Recuadro 1.3. (conclusión)

Retos para la aplicación de la Ley:

- **Elaboración de normas y complejidad de la regulación.** La aplicación de la Ley requiere la elaboración de un gran número de normas e informes, que exigirán una estrecha colaboración tanto a escala interna como con el G-20 y otras iniciativas internacionales para evitar inconsistencias que puedan dar lugar a arbitraje regulatorio. El hecho de que la nueva legislación no haya simplificado el complejo sistema de regulación estadounidense, como se recomendó en la Evaluación de la Estabilidad del Sistema Financiero de Estados Unidos (FSAP, por sus siglas en inglés), complicará la coordinación a través del FSOC.
- **Coordinación internacional.** Muchas de estas reformas también están siendo consideradas por instituciones especializadas, el G-20, el Consejo de Estabilidad Financiera (FSB) y otros. Cualquier esfuerzo debe ir dirigido a coordinar estas medidas a escala internacional para asegurar una "carrera hacia la cima" más que un traslado de las operaciones más riesgosas a jurisdicciones menos estrictas. También serán necesarias acciones internacionales continuas para facilitar la resolución de los conglomerados financieros internacionales. Los "testamentos" exigidos por la Ley podrían contribuir a identificar tensiones con marcos jurídicos en jurisdicciones extranjeras y a catalizar la preparación de marcos regulatorios coordinados de gestión anticipada de crisis.
- **Vivienda.** La Ley no toca a las empresas semipúblicas de fomento de la vivienda y las medidas en este ámbito son esenciales dada la debilitada situación financiera de estas sociedades.

al crecimiento en 2009, y medidas de liquidez de emergencia implementadas por el gobierno federal y por el banco central, entre ellas la compra de hipotecas garantizadas y una tasa de política monetaria históricamente baja durante un período prolongado.

Comparado a Estados Unidos, la solidez del sistema bancario y la resistencia del patrimonio neto de los hogares (que disminuyó alrededor de 1 por ciento del máximo al mínimo durante la crisis) fueron mayores, la reactivación del mercado laboral fue más vigorosa —con un nivel de empleo que ya ha retomado el nivel previo a la crisis— y el gasto de los consumidores registró una recuperación impresionante. De la misma manera, la reactivación de la inversión residencial respaldó el crecimiento y las ventas de viviendas alcanzaron máximos históricos a fines de 2009; entre tanto, la inversión en maquinaria y equipamiento se benefició del menor grado de apalancamiento del sector de las empresas y del fuerte aumento de los precios de las materias primas. Al igual que en Estados Unidos, el ciclo de inventarios tuvo un fuerte surgimiento a

comienzos de 2010, después de las reducciones drásticas de comienzos de 2009. Entre tanto, las condiciones financieras se han mantenido favorables, gracias a los bajos costos de financiamiento y a la ausencia de presiones en el sistema financiero que se evidenciaron en otros países. Al mismo tiempo, la fortaleza del dólar canadiense continúa siendo un lastre para el crecimiento.

Al igual que en Estados Unidos, el crecimiento del producto parece estar moderándose en Canadá. Tras un crecimiento muy fuerte durante los últimos meses de 2009 y los primeros de 2010, los datos recientes sugieren que el ritmo de expansión se está desacelerando —aunque por encima de las tasas de crecimiento potencial— a medida que se modera la demanda interna, se retiran las políticas de estímulo, se disipa la acumulación de inventarios, se enfría el mercado inmobiliario y se desapalancan los consumidores. El personal técnico del FMI prevé una recuperación paulatina, con una inflación contenida y con un mejoramiento constante de las condiciones del mercado laboral. Las proyecciones

apuntan a que el PIB real canadiense crezca alrededor de 3 por ciento en 2010 —en línea con lo proyectado en la última edición de *Perspectivas regionales: Las Américas*— y alrededor de 2¾ por ciento en 2011. Se prevé que la demanda interna seguirá siendo el principal motor del crecimiento, incluso en medio de una disipación gradual del estímulo fiscal. Se espera que las presiones inflacionarias sigan siendo débiles contra el trasfondo de una brecha del producto aún considerable, pese a algunos efectos a corto plazo en los precios como consecuencia de la armonización de los impuestos provinciales y federales sobre las ventas. En vista de estas perspectivas más sólidas, el Banco de Canadá fue el primer banco central del G-7 en subir las tasas de interés durante este verano.

En Canadá, los riesgos también se inclinan a la baja, y están mayormente vinculados a la posibilidad de choques externos, aunque los factores internos también plantean cierto riesgo. A nivel mundial, y sobre todo en Estados Unidos —el socio comercial y financiero más importante de Canadá—, la demanda privada podría resultar insuficiente para sustentar la recuperación en medio de tasas de desempleo persistentemente elevadas. Los riesgos internos a la baja incluyen una desaceleración más fuerte de la prevista en el mercado de la vivienda (en el contexto de hogares altamente endeudados) ya que los precios de las viviendas en algunas regiones continúan por encima de los niveles sugeridos por los fundamentos económicos.

Implicaciones para la región de América Latina y el Caribe

La recuperación mundial está estimulando las exportaciones de América Latina, con especial vigor en el caso de los exportadores de materias primas. Tras el profundo colapso del comercio mundial, los flujos comerciales comenzaron a repuntar a mediados de 2009, y la recuperación ininterrumpida en 2010–11 seguirá siendo un factor de tracción particularmente para las economías más abiertas al comercio internacional

y las que tienen lazos comerciales más estrechos con Asia. Aunque la débil recuperación de las economías avanzadas representará un lastre para la demanda mundial, el crecimiento de las economías emergentes probablemente sea suficientemente vigoroso como para continuar sustentando el comercio internacional y los precios de las materias primas, favoreciendo a los exportadores de materias primas de América Latina y el Caribe (véase también el Recuadro 2.2).

La debilidad de las perspectivas de crecimiento del empleo en Estados Unidos y Europa limitará más la recuperación del turismo, y eso desacelerará la recuperación de las economías de la región que dependen del turismo. Al mismo tiempo, la debilidad del mercado estadounidense de la vivienda y la anémica actividad del sector de la construcción llevan a pensar que el empleo en ese sector seguirá siendo limitado. Teniendo en cuenta los fuertes vínculos del sector con las remesas de trabajadores —más claramente en el caso de México y América Central—, las remesas quizá no logren recuperarse sino lentamente de los bajos niveles actuales.

Del lado positivo, Estados Unidos contribuirá durante algún tiempo al actual impulso financiero que enfrentan una serie de países de la región con fácil acceso a los mercados financieros internacionales. El bajo nivel previsto de la tasa de los fondos federales (que probablemente persista durante un período prolongado), la debilidad de la demanda interna de crédito en Estados Unidos y un apetito de riesgo mayor —sumados al atractivo perfil de riesgo de algunos mercados latinoamericanos— continuarán atrayendo flujos privados de capital a la región. Esto plantea importantes desafíos para las políticas económicas, como se explica en el capítulo siguiente.

No en el corto plazo, pero quizá sí a mediano plazo, el aumento de la deuda pública estadounidense podría generar también una presión considerable sobre los costos de endeudamiento de América Latina, pero eso probablemente ocurra solo después de que recobre el ímpetu la demanda privada de Estados Unidos y de otras economías avanzadas.

2. América Latina y el Caribe: Desarrollos Recientes y Perspectivas

La recuperación económica de la región ha sido más fuerte de lo inicialmente previsto en 2010, pero también con mayores divergencias entre países. Se prevé que el crecimiento de las economías más avanzadas en el proceso de recuperación —principalmente de América del Sur— se modere en función de la maduración del ciclo de inventarios y la retirada de los estímulos de política económica. Aunque una perspectiva menos dinámica para las economías avanzadas puede operar como factor adverso, los altos precios de las materias primas y un prolongado período de condiciones favorables de financiamiento externo seguirán sustentando la demanda interna y el crecimiento, aunque plantearan, al mismo tiempo, desafíos para garantizar una moderación de la demanda interna y evitar el sobrecalentamiento. En el caso de los países con vínculos más fuertes con Estados Unidos y otras economías avanzadas, los desafíos se dan en el contexto de crecimiento más débil y en muchos casos un espacio fiscal más limitado.

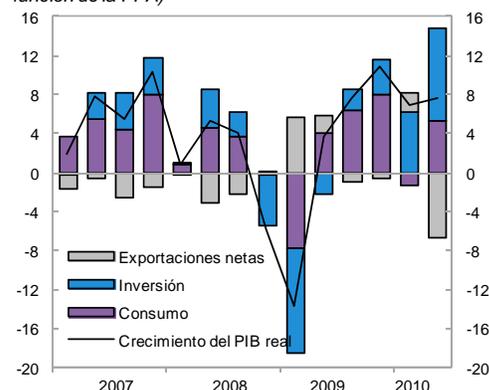
Normalización del crecimiento en relación a los altos niveles recientes

Tras registrar notables mejoras en el primer semestre de 2010, el crecimiento económico de la región de América Latina y el Caribe se moderaría en cierta medida durante el resto del año, pero manteniéndose por encima de su nivel tendencial. En los primeros seis meses de 2010 el crecimiento de la región en su conjunto alcanzó 7¼% (tasa anual desestacionalizada), impulsado por un fuerte repunte del consumo y la inversión, como resultado de la vigencia de políticas aún estimulativas, la acumulación de inventarios, términos de intercambio positivos y condiciones de financiamiento externo favorables (gráfico 2.1). Datos de alta frecuencia indican algunos signos de

Nota: Los autores de este capítulo son Gustavo Adler, Luis Cubeddu y Rafael Romeu.

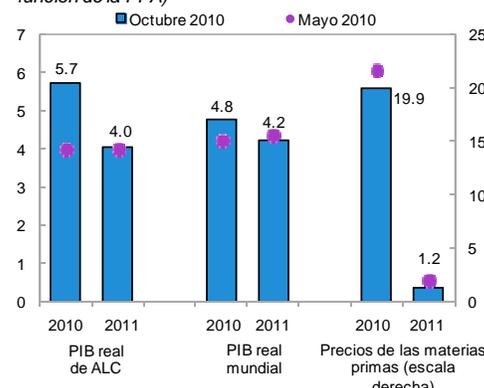
Figure 2.1. Una fuerte demanda doméstica continúa apoyando la recuperación, con una mayor contribución de la inversión.

ALC: Contribución al crecimiento del PIB¹
(Porcentaje de variación trimestral, con tasa anual desestacionalizada; promedios ponderados del PIB en función de la PPA)



¹ Incluye Argentina, Brasil, Chile, Colombia, República Dominicana, Ecuador, México, Perú, y Venezuela; con excepción de 2010:T2 para el cual no existen disponibles datos para Ecuador y República Dominicana.

ALC y la coyuntura externa: Pronóstico 2010–11¹
(Variación porcentual anual, ponderado por el PIB en función de la PPA)



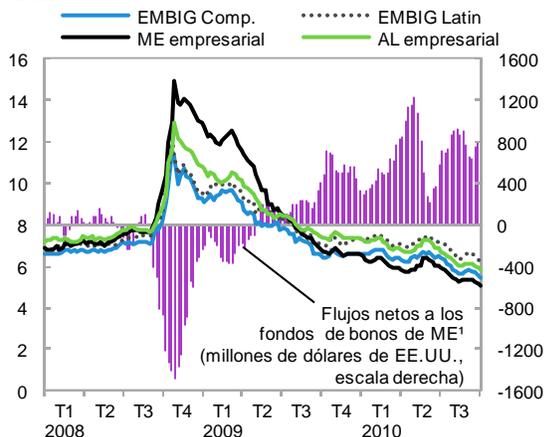
¹ Los números reportados corresponden a las barras azules y reflejan las proyecciones actuales.

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

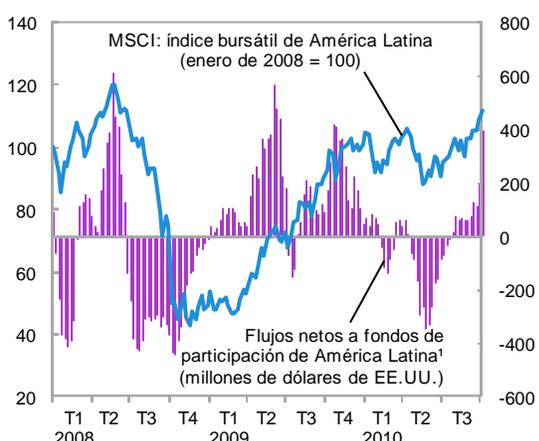
normalización en los últimos meses, particularmente en las dos economías más grandes (Brasil y México). En América Central, la recuperación avanza más gradualmente luego de un comienzo más débil, mientras que en el Caribe el crecimiento se mantiene atenuado, tras sufrir una grave contracción el año pasado.

Figure 2.2. Los mercados se han normalizado luego de un episodio de volatilidad en Europa mientras que las condiciones de financiamiento para países emergentes siguen siendo favorables.

Rendimiento de los bonos de los mercados emergentes y flujos netos a los mercados de bonos



América Latina: Índice bursátil y flujos netos de capital



¹ Promedio móvil de cinco semanas.
Fuentes: Morgan Stanley; y EPFR Global.

Para la región en su conjunto, se prevé que el PIB agregado crezca a una tasa de alrededor de 5½% en 2010 (frente a una caída de aproximadamente 1¾% en 2009), lo cual representa una revisión al alza de aproximadamente 1½ puntos porcentuales respecto a la anterior proyección (formulada en la edición de mayo de 2010 de *Perspectivas Económicas: Las Américas*). Dentro de la región, las mayores revisiones al alza se concentran en las economías más grandes, gracias a un crecimiento sorprendentemente robusto de la demanda

interna. No obstante, las perspectivas relativas a los factores externos básicos (precios de las materias primas, evolución del comercio mundial y condiciones de financiamiento externo) se mantienen sin variaciones desde la última edición de este informe. Los episodios de volatilidad de los mercados vinculados a problemas de deuda soberana de los países de Europa meridional registrados en los últimos meses tuvieron efectos de escasa magnitud y corta duración en la región (recuadro 2.1 y gráfico 2.2), mientras que el deterioro más reciente de la situación financiera en algunos países de la periferia de Europa no se han propagado a España, el país de lazos más fuertes con América Latina.

De cara al futuro, se prevé que el ritmo de crecimiento de la región de ALC disminuya a alrededor de 4% en 2011, convergiendo a una tasa más sostenible a medida que el exceso de capacidad productiva desaparece en la mayoría de los países de la región. Cabe destacar que la proyección de crecimiento para 2011 asume un necesario ajuste en la política fiscal, aunque existe todavía incertidumbre sobre la implementación efectiva del ajuste.

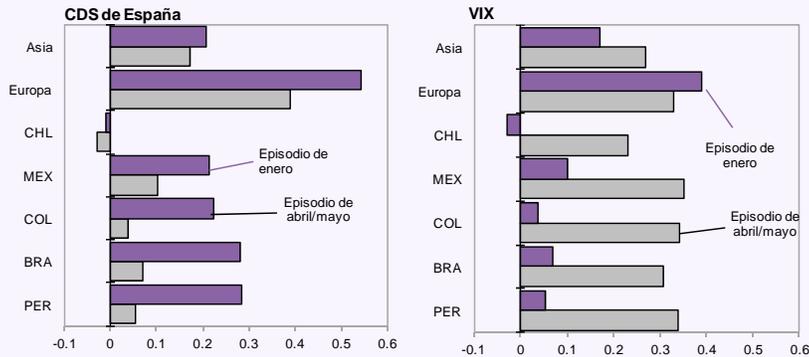
A pesar del freno que representa un nivel de actividad más débil en las economías avanzadas, la continuidad del crecimiento de las economías emergentes de Asia, que ahora depende más del impulso externo, contribuiría a sostener los precios de las exportaciones de las principales materias primas de la región (véase el recuadro 2.2). Cabe considerar también las perspectivas de un período aún más largo de distensión monetaria en los Estados Unidos que continúe generando condiciones propicias para el ingreso de fuertes flujos de capital hacia las economías de la región más integradas en los mercados financieros.

Exceptuando un escenario negativo extremo para el crecimiento mundial, los principales riesgos para los países más grandes de la región están asociados a la posibilidad de que continúe el rápido crecimiento de la demanda interna, alimentado por condiciones externas favorables (resultando en un auge de los flujos de capital) y la

Recuadro 2.1. La fortaleza de América Latina frente a la turbulencia financiera en Europa en 2010

América Latina demostró una gran fortaleza frente a la turbulencia en los mercados financieros europeos. Las dificultades relacionadas con los instrumentos de deuda soberana griega —surgidas en enero y de manera más aguda en abril y mayo— se propagaron rápidamente a otros países de la periferia de Europa (España, Irlanda, Portugal e incluso Italia) y a otras regiones debido a las inquietudes del mercado con respecto a las exposiciones crediticias transfronterizas y los problemas fiscales y de competitividad. No obstante, el impacto directo en América Latina fue limitado. Los diferenciales de tasas de interés soberanos en toda la región se vieron poco afectados por los shocks que sufrieron los activos de Europa meridional en enero, y la repercusiones fueron aún menores durante el episodio de abril y mayo. Esta fortaleza probablemente refleja que los vínculos directos entre América Latina y Europa meridional son limitados, así como la consecuencia del acuerdo alcanzado para brindar asistencia financiera internacional a Grecia. Sin embargo, la sensibilidad de la región a la aversión mundial al riesgo (medida por el índice VIX) aumentó entre los dos episodios. Esto sugiere que dificultades en Europa todavía podrían afectar a la región a través de su impacto en los mercados financieros mundiales.

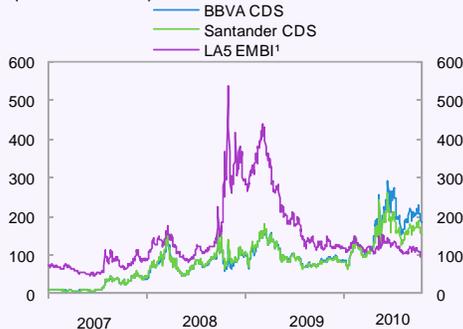
Sensibilidad de los spreads de los swaps de riesgo de incumplimiento (CDS) soberanos a variables claves¹



Fuentes: Bloomberg y cálculos del personal técnico del FMI.
¹ Basada en regresiones multivariantes de cada país de cambios porcentuales semanales de los spreads de los CDS soberanos frente a los spreads de los CDS españoles y el índice VIX durante los periodos de octubre de 2009 a febrero de 2010, y de marzo de 2010 a julio de 2010. Los diferenciales españoles se utilizan para tener en cuenta los vínculos con la región, que son más estrechos que con otros países europeos.

No se materializaron repercusiones a través del sector financiero, y el contagio a través de otros canales probablemente será limitado. La amplia presencia de bancos españoles en ALC tenía el potencial de convertirse en un importante canal de transmisión de shocks. Sin embargo, las presiones de financiamiento a las que se vieron sometidos las casas matrices de los bancos españoles no se propagaron a la región. Como se señaló en la última edición de *Perspectivas económicas: Las Américas*, esto se debió en parte a la base de financiamiento estable de las filiales latinoamericanas —que dependen principalmente de depósitos locales y no de préstamos mayoristas o transfronterizos— y a la solidez de sus balances. La información contenida en las pruebas de tensión de los bancos europeos publicadas en julio disiparon aún más las inquietudes acerca de la situación de las casas matrices. Todavía no se ha observado el impacto completo del canal de transmisión comercial, pero probablemente será moderado para la mayoría de los países, dado que el grado de exposición comercial de la región frente a Europa meridional, y Europa en general, es relativamente pequeño. La inversión extranjera directa (IED) y las remesas provenientes de Europa también son relativamente pequeñas en las economías más grandes de América Latina. No obstante, las perspectivas de crecimiento más débiles en Europa probablemente afectarán a algunos de los países más pequeños que dependen en gran medida del turismo europeo.

Diferenciales soberanos de AL y de bancos españoles (Puntos básicos)



Fuentes: Bloomberg y cálculos del personal técnico del FMI.
¹ Promedio de Brasil, Chile, Colombia, México y Perú.

Nota: Este recuadro fue preparado por Gustavo Adler.

Recuadro 2.2. Las perspectivas de los precios de las materias primas y el rol de China

La demanda de China es clave para las perspectivas de los precios de algunas de las materias primas de exportación más importantes de América Latina y el Caribe (ALC), en particular para el cobre y la soja, y en menor medida para el petróleo.

Las materias primas de exportación revisten importancia para muchos países de la región, sobre todo en América del Sur

Para algunos países estos productos representan el grueso de sus ingresos por exportaciones. La región exporta una amplia gama de materias primas y productos procesados derivados de materias primas, entre las cuales las más importantes son el *cobre, la soja y el petróleo*.¹

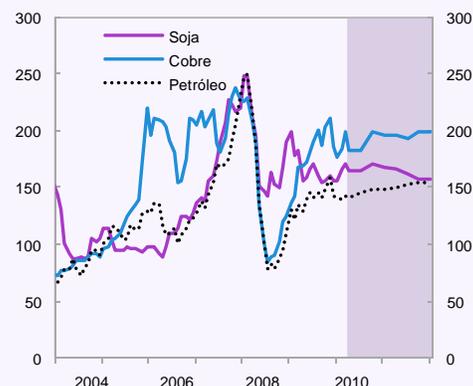
Según los pronósticos más recientes del FMI, basados en datos del mercado de futuros, los precios de estas tres materias primas se mantendrán en niveles relativamente altos.

Un factor fundamental detrás de estas perspectivas es el dinamismo de las economías emergentes, en particular de China.

Más allá del crecimiento acelerado del PIB de China, las diferencias en la intensidad en el uso de las materias primas representan otro factor crítico.

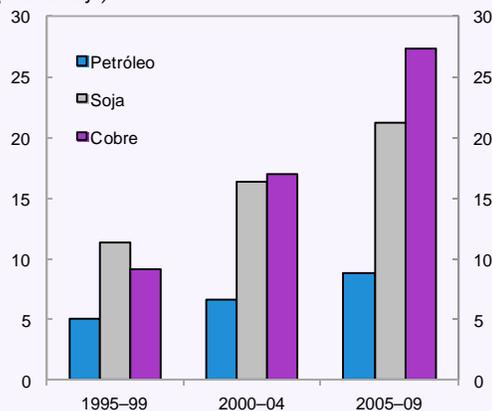
La demanda china de metales —en especial de cobre— ha estado aumentando a un ritmo que supera el PIB. Así, en 2009 China absorbió alrededor de un 40% de la demanda mundial de cobre, frente a tan solo un 7% en 1995. Un importante aumento se observa también en el caso de la soja, con China representando cerca del 20% de la demanda total. En cambio, en el caso del petróleo la demanda de China ha aumentado a un ritmo más moderado, por debajo del crecimiento del PIB de China en los últimos 5 años. Como resultado, la demanda de crudo representa solo un 10% de la demanda mundial.

Precios de materias primas claves¹
(Índice, 2005=100)



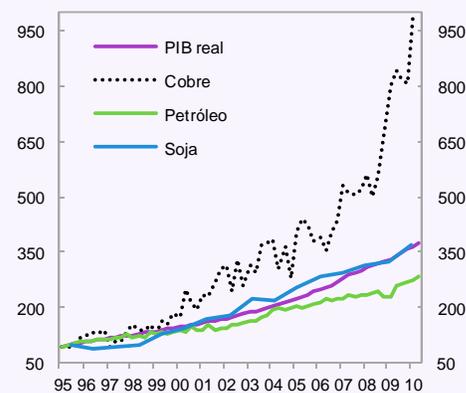
Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.
¹ Soja: Contrato de futuros sobre soja de la bolsa mercantil de Chicago; cobre: precio de contado en la LME; y petróleo: promedio simple del precio al contado de tres crudos; Dated Brent, West Texas Intermediate y Dubai Fateh.

Proporción de la demanda mundial correspondiente a China
(Porcentaje)



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

China: PIB y demanda de materias primas
(Índices, 1995=100)



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: Este recuadro fue preparado por Leandro Medina. Véanse análisis más detallados en las ediciones de abril de 2010 y octubre de 2010 de *Perspectivas de la economía mundial*.

¹El acero es también de importancia en el caso de Brasil y Perú; sin embargo, no se incluye en este análisis.

continuidad de las políticas estimulativas, lo cual podría resultar problemático, especialmente en países donde el PIB ya ha alcanzado su nivel potencial y las presiones de demanda amenazan con generar presiones inflacionistas así como mayores déficits de cuenta corriente.

Los riesgos extremos de que en Europa se produzca una crisis a gran escala han disminuido, aunque las dificultades para refinanciar importantes obligaciones soberanas podrían reavivar la volatilidad de los mercados. Los países con vínculos más fuertes con los Estados Unidos y otras economías avanzadas son particularmente vulnerables a la posibilidad de un crecimiento más débil de lo previsto en dichas economías, las cuales se enfrentarían a ajustes fiscales así como la posibilidad de nuevos desafíos en su sector financiero.

Amplia divergencia en las perspectivas regionales

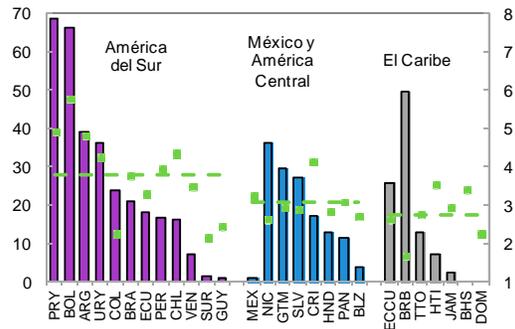
Las perspectivas de crecimiento dentro de la región siguen siendo bastante diversas debido al diferente grado de fortaleza de las políticas macroeconómicas, así como la importancia de nexos externos como los precios de las materias primas, el grado de integración financiera y la apertura y diversificación del comercio exterior.

Las diferencias entre los países se correlacionan con las amplias divisiones geográficas de la región de ALC. En esta edición de *Perspectivas Económicas: Las Américas*, el análisis de la evolución y las perspectivas de la región está organizado alrededor de tres agrupamientos geográficos — América del Sur, México y América Central y el Caribe—haciendo también hincapié en ciertas diferencias dentro de cada grupo (gráfico 2.3)¹.

¹ Esto supone algunos cambios desde la última edición, en la cual se hacía hincapié en la combinación de dependencia de las materias primas y la integración financiera. En esta ocasión, la importancia relativa de la fortaleza del crecimiento de los socios comerciales presenta un elemento distintivo particularmente relevante para el análisis entre secciones.

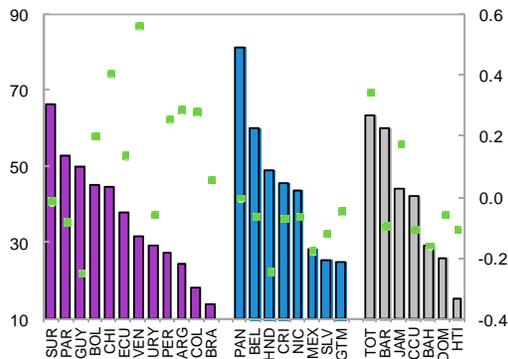
Figure 2.3. Las subregiones son distintas en ciertas dimensiones claves.

Comercio intraregional y crecimiento de los socios comerciales¹



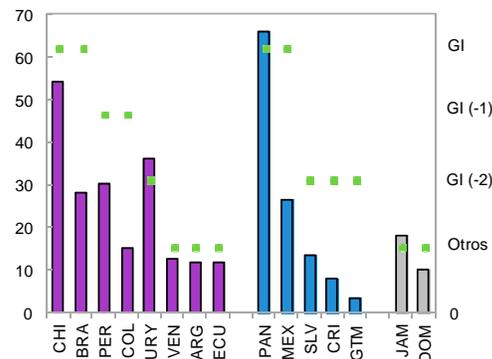
¹Gráfico de barras: Exportaciones dentro de la subregión (porcentaje del total de exportaciones). Puntos: Crecimiento del PIB real de los socios comerciales en 2010 (promedio ponderado, escala derecha). Línea punteada: Promedio simple del crecimiento de los socios comerciales dentro de la subregión (escala derecha).

Apertura comercial e impacto del precio de las materias primas¹



¹Las barras indican las exportaciones de bienes y servicios como porcentaje del PIB; los puntos indican el coeficiente beta que representa el efecto de los precios de las materias primas sobre los términos de intercambio (escala derecha).

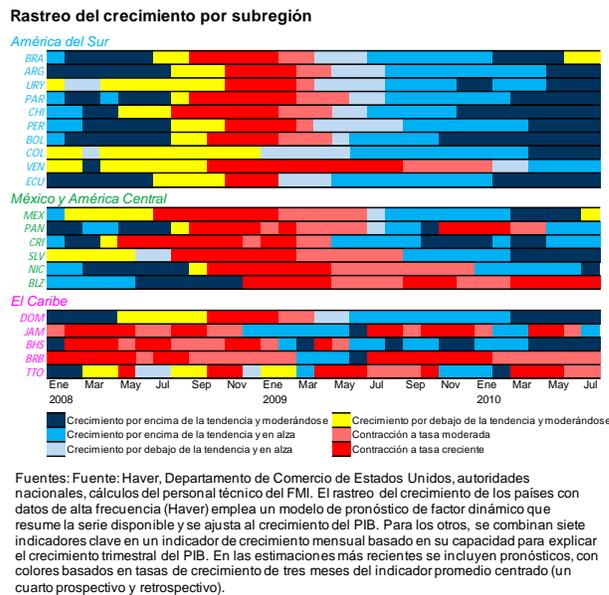
Integración financiera y calificación crediticia¹



¹Gráfico de barras: activos y pasivos de cartera externa como porcentaje del PIB. Puntos: Calificación crediticia más baja entre Moody's, S&P y Fitch (GI=grado de inversión, escala derecha).

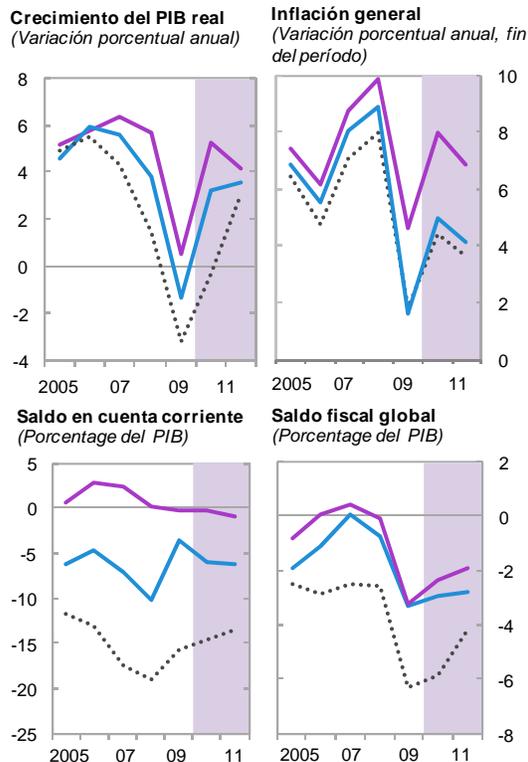
Fuentes: DTTS; FMI, *International Financial Statistics*; Moody's; S&P; Fitch; y cálculos del personal técnico del FMI.

Figure 2.4. Datos recientes sugieren una mayor heterogeneidad entre subregiones.



ALC: Panorama Macroeconómico¹

— América del Sur
— México y América Central
- - - - - El Caribe



¹Promedio simple para cada grupo.

Fuentes: Cálculos del personal técnico del FMI.

- La *subregión de América del Sur* en su conjunto es relativamente menos dependiente de las relaciones comerciales con Estados Unidos (u otras economías avanzadas). Las materias primas representan una proporción muy elevada de sus exportaciones totales, con una fuerte relación positiva entre los términos de intercambio de cada país y un índice amplio de precios de las materias primas. Por otra parte, algunos de estos países tienen importantes vínculos comerciales entre sí, especialmente con Brasil, un gigante regional. Dicho esto, cabe señalar que existen diferencias importantes entre estos países, particularmente en su capacidad de acceso a los mercados financieros mundiales en condiciones favorables, lo cual refleja el diverso grado de solidez de sus políticas macroeconómicas. Las políticas a nivel microeconómico también difieren, generando también implicaciones macroeconómicas por el lado de la oferta agregada.

- México y América Central* se caracterizan por sus fuertes vínculos reales con la economía de Estados Unidos (comercio y remesas) y un grado relativamente alto de apertura. Por otra parte, a diferencia de muchos de los países de América del Sur, tanto México como América Central no obtienen grandes mejoras en sus términos de intercambio cuando suben los precios de las materias primas (debido a la dependencia de las importaciones de petróleo que tienen los países de América Central, y al hecho de que las exportaciones netas de combustibles de México son relativamente pequeñas como proporción del PIB). Otra similitud es que la mayoría de estas economías se enfrentan a importantes desafíos de política fiscal, si bien por motivos diferentes. Dicho esto, en algunas dimensiones fundamentales la economía y las políticas macroeconómicas de México son más similares a las de aquellos países de América del Sur más integrados en los mercados financieros.

- Los países de la *región del Caribe* son generalmente muy dependientes del turismo proveniente de Estados Unidos y de otras economías avanzadas. Como sucede en América Central, en la mayoría de los países del Caribe las variaciones de los precios de las materias primas tienen una relación inversa con sus términos de intercambio.

Las diferencias en la exposición de los países a la recuperación mundial actualmente en curso explican parte de las diferencias intra-regionales en materia de crecimiento (véanse los gráficos 2.4 y 2.5). La recuperación de América del Sur, que se produjo antes y con mayor fuerza, es en alguna medida producto de los precios favorables de las materias primas y de sus vínculos comerciales más limitados con las economías avanzadas. La recuperación de México y América Central depende mucho de la demanda de importaciones desde Estados Unidos y las remesas de los trabajadores inmigrantes, y por tanto es algo más lenta. El Caribe sigue rezagado a raíz de la vinculación del turismo con el todavía moderado crecimiento del empleo en las economías avanzadas.

Desafíos diferentes para las políticas

Para las economías de América del Sur que están registrando mayores niveles de crecimiento, el desafío fundamental en la actual coyuntura consiste en garantizar un retiro oportuno de las políticas de estímulo, lo cual contribuiría a evitar presiones de sobrecalentamiento en un contexto de condiciones financieras favorables y rápido cierre de las brechas del producto. Dadas las condiciones favorables para el endeudamiento externo y las entradas de capital, será necesario prestar particular atención a la combinación propicia de políticas económicas. También cabría considerar la adopción de políticas complementarias (por ejemplo, micro y macro prudenciales) para evitar situaciones de exuberancia caracterizadas, por ejemplo, por un crecimiento excesivo del crédito o burbujas en el precio de los activos. Sin embargo, debería

tratarse de políticas complementarias que deben convertirse en sustitutos a las políticas macroeconómicas convencionales.

Para algunos países esta coyuntura representa una oportunidad para reducir la deuda pública neta y reformular o recuperar los espacios de política para hacer frente a shocks futuros. En efecto, las actuales condiciones financieras de los mercados mundiales ofrecen una buena oportunidad para reducir vulnerabilidad a través de una gestión activa de la deuda pública (prologando, por ejemplo, los plazos de vencimiento y reduciendo su costo de financiamiento).

La prioridad para los países de América del Sur que tienen un acceso más difícil a los mercados financieros internacionales, pero que de todos modos se benefician de precios favorables de las materias primas y vínculos intra-regionales, debería la rápida retirada de los estímulos de política económica para evitar el sobrecalentamiento. En otros países cuyas perspectivas son menos favorables, principalmente a causa de las restricciones de oferta (Ecuador y especialmente Venezuela), incrementar la inversión privada adoptando al mismo tiempo políticas macroeconómicas sólidas sigue siendo un desafío fundamental. En particular, los marcos fiscales de estos países deben ser reforzados para romper con el patrón de prociclicidad registrado en el pasado, mientras continua el esfuerzo para mejorar el acceso a los mercados.

En México y en América Central, donde la recuperación está fuertemente ligada a las perspectivas de crecimiento y empleo de los Estados Unidos, también es probable que el PIB potencial se haya reducido en forma paralela a la caída del producto potencial de Estados Unidos. Este riesgo subraya la necesidad de adoptar políticas orientadas a potenciar el crecimiento a largo plazo. Asimismo, a pesar de la existencia de una brecha del producto todavía significativa, México deberá proseguir sus esfuerzos encaminados a consolidar las finanzas públicas

ante la perspectiva de una baja de los ingresos petroleros. En América Central, donde el impacto de la crisis fue menos grave que en México, los desafíos más importantes consisten en recomponer el espacio de política utilizado desde 2008 y reforzar el clima de negocios para impulsar la inversión privada.

En el Caribe, avanzar en la consolidación fiscal, reforzar la competitividad y salvaguardar la estabilidad financiera siguen siendo las prioridades primordiales. El capítulo 5 contiene un análisis de los desafíos que enfrenta el Caribe a mediano plazo.

América del Sur—Garantizar un aterrizaje suave

Si bien el resurgimiento de la demanda interna tras la crisis fue indudablemente un hecho auspicioso, es necesaria una moderación del crecimiento de la demanda para no alimentar las presiones inflacionarias ni ampliar los déficits de cuenta corriente. Las políticas expansivas anteriormente adoptadas para enfrentar la recesión mundial ahora corren el riesgo de transformarse en procíclicas y necesitan una oportuna normalización. Aunque los términos de intercambio favorables seguirán beneficiando a la mayoría de los países, las economías más integradas a los mercados financieros enfrentarán otros desafíos resultantes de la distensión de las condiciones de financiamiento externo. En algunos países de América del Sur el rápido crecimiento de la demanda intra-regional fomentará el crecimiento, mientras que en otros casos las restricciones por el lado de la oferta seguirán frenando el crecimiento y provocando presiones inflacionarias.

Las políticas macroeconómicas expansivas y los términos de intercambio favorables han determinado un rápido incremento de la demanda interna y el crecimiento del PIB durante el primer semestre de 2010 en la mayor parte de América del Sur. Las economías más integradas con los mercados financieros (aquellas con menores diferenciales de riesgo y mejor calificación crediticia) siguen beneficiándose de las entradas de capital, que han aumentado/repuntado anteriormente este año. Algunas de las economías

de América del Sur con menor grado de integración a los mercados financieros también se benefician con la fuerte expansión de Brasil, mientras que en algunos países las restricciones de oferta siguen obstaculizando el crecimiento.

Retirada de las políticas estimulativas en un contexto de abundante liquidez mundial

Las economías de América del Sur más integradas en los mercados financieros (Brasil, Chile, Colombia, Perú y Uruguay) crecieron fuertemente en el primer semestre del año, registrando solo algunos signos menores de moderación². Brasil, Perú y Uruguay, cuyo crecimiento proyectado del PIB real sería superior al 7% en 2010, ya están operando a capacidad plena o cerca de ese nivel, situándose la tasa de desempleo en sus mínimos históricos en algunos casos. En Chile, la actividad ha registrado un marcado repunte en los últimos cuatro meses (tras una breve caída a causa del fuerte terremoto), mientras que en Colombia la recuperación está cobrando impulso, pese al viento en contra que supone la menor actividad comercial con Venezuela.

Hasta el momento, en todos los países la inflación se mantiene cercana a sus metas (o dentro de las bandas), aunque la inflación subyacente y las expectativas inflacionarias han estado en alza en algunos casos. Las variaciones de los precios mundiales de los alimentos han tenido hasta ahora efectos menores en la región. La mayoría de los países han elevado debidamente sus tasas de política monetaria en los últimos meses, para llevarlas gradualmente a una posición más neutral.

En un contexto de abundante liquidez mundial, el capital sigue fluyendo hacia los países de la

² En Brasil, la desaceleración registrada en el segundo trimestre de 2010 refleja en gran medida factores temporales (como la celebración de Semana Santa más temprana este año y la caída de la actividad industrial y de la construcción en junio durante el mundial de fútbol).

región que gozan de un mayor grado de integración en los mercados financieros. Los flujos de cartera siguen predominando, mientras que el endeudamiento privado externo parece estar resurgiendo (principalmente en Brasil). En general, los flujos brutos están alcanzando niveles similares a los registrados en los años anteriores a la crisis, aunque acompañados por una nueva acumulación de activos externos (salidas de capital) principalmente por el sector privado (gráfico 2.5).

El repunte de la demanda interna ha hecho crecer las importaciones. Como resultado, y a pesar de los términos de intercambio favorables y cierta recuperación de los volúmenes exportados, los saldos por cuenta corriente han sufrido algún deterioro. No obstante, el aumento de las entradas netas de capital ha compensado con creces el deterioro de la cuenta corriente y las reservas internacionales han seguido aumentando, aunque a un ritmo menor que a fines de 2009 (véase el recuadro 2.3). Como resultado de esas tendencias, los tipos de cambio siguen fortaleciéndose, llegando a superar los niveles previos a la crisis (tanto en términos nominales como reales), siendo Brasil, Colombia y Uruguay los países que han experimentado la mayor apreciación desde finales de 2009.

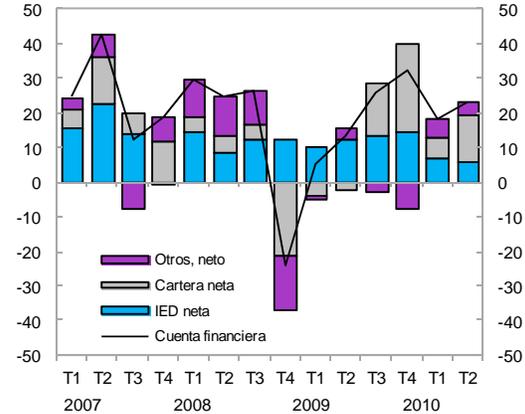
Las condiciones favorables de financiamiento externo también han influido en el crédito bancario en países de éste grupo, aunque de forma más pronunciada en Brasil y Perú. En Brasil, la reanudación del crédito por parte de los bancos privados ha compensado una cierta desaceleración de los préstamos direccionados que otorgan los grandes bancos públicos (véase el capítulo 3).

Aunque las burbujas en activos son notoriamente difíciles de detectar, los indicadores disponibles no muestran evidencias de su presencia. Las relaciones precio-utilidad se mantienen dentro de los promedios históricos en la mayoría de los países, y las valuaciones del mercado accionario son solo un poco más altas que las correspondientes a la tendencia histórica

Figure 2.5. La entrada de capitales está impulsando una recuperación del crédito y una apreciación del tipo de cambio.

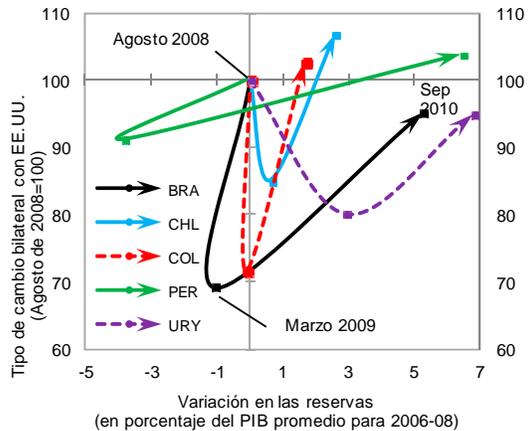
América del Sur, países con alta integración financiera: cuenta financiera¹

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



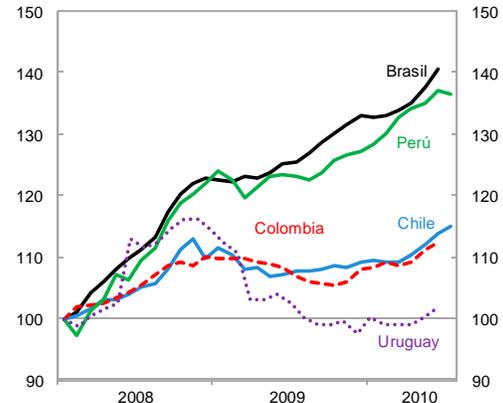
¹ Incluye Brasil, Chile, Colombia, Perú y Uruguay. Excepto para 2010:T2 para el cual no hay la información disponible para Colombia y Uruguay.

Reservas internacionales y tipos de cambio



América del Sur, países con alta integración financiera: Crédito bancario real

(Enero de 2008=100; deflactado por el IPC nacional)



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

Recuadro 2.3. Acumulación de reservas: ¿un seguro o una forma de contrarrestar la apreciación cambiaria?

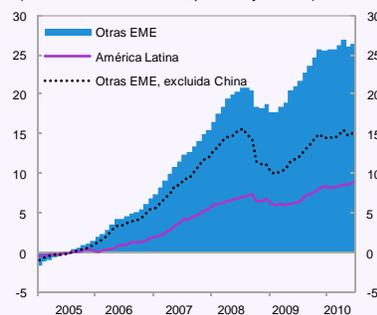
Las economías de los mercados emergentes (EME) están nuevamente acumulando reservas con rapidez, y América Latina (AL) está siguiendo la tendencia

Desde 2005 y hasta la caída de Lehman, las EME acumularon reservas por un monto medio equivalente a 20 puntos porcentuales (pp) de su PIB (15 pp si se excluye China). La tendencia se reanudó a un ritmo acelerado tras la normalización de las condiciones del mercado a comienzos de 2009, con una moderación solo temporaria en el primer semestre de 2010 como resultado de la crisis europea. Aún así, el nivel actual de reservas de las EME supera en 5 pp del PIB el nivel registrado antes de la caída de Lehman. La situación en América Latina en general coincide con esta tendencia, aunque la acumulación ha ocurrido a un ritmo más atenuado que en otras regiones (cerca de 8 pp del PIB desde 2005).

Sin embargo, hay diferencias importantes dentro de América Latina. Entre las economías más integradas financieramente, Brasil, Perú y Uruguay han incrementado sus reservas a ritmos similares a los de otras EME (con excepción de China). Chile, Colombia y México, en cambio, incrementaron sus reservas a un ritmo más moderado. El nivel inicial de cobertura de reservas (previo a 2005) no explica estas diferencias.¹

Los niveles de reservas de la región superan los umbrales normales, pero son más reducidos que los de otras regiones. A mediados de 2010, la mediana del nivel de reservas de las EME equivalía al 20% del PIB, 180% de la deuda externa de corto plazo y 40% de los agregados monetarios amplios (M2), cifras muy superiores a los umbrales normales (100% de deuda de corto plazo y 20% de M2). Las tendencias de reservas de las economías emergentes de América Latina también superan estos umbrales, pero la mediana se sitúa algo por debajo de los de otras EME. Entre las economías más integradas financieramente, Uruguay y Perú presentan coeficientes de cobertura altos en relación a la región y a otras EME, posiblemente debido a la idea de que el alto grado de dolarización financiera hace necesario un seguro adicional (y en el caso de Uruguay también debido a los abundantes depósitos de no residentes). En cambio, Chile, Colombia y México tienen coeficientes de cobertura bajos de acuerdo a algunos indicadores, en algunos casos entre los más bajos de las EME, aunque en Chile los activos del fondo soberano de inversión complementan los bajos niveles de las reservas. Los niveles de reservas de Brasil coinciden con la mediana de las EME.

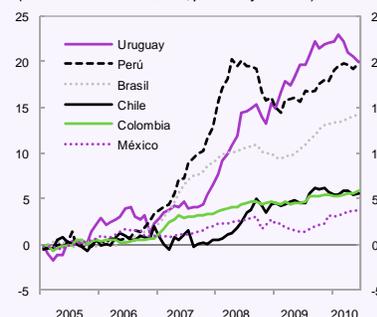
Acumulación de reservas de EME y AL¹
(Acumulación desde 2005, porcentaje del PIB)



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

¹ Promedio ponderado para cada grupo, utilizando como factor de ponderación el PIB promedio de 2006-08. El área sombreada resalta el período desde el colapso de Lehman Brothers hasta la recesión de los mercados mundiales.

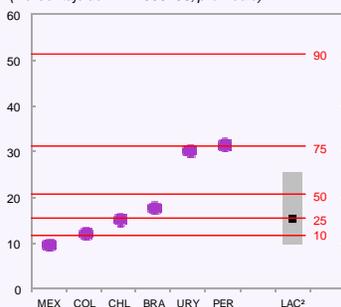
Acumulación de reservas en países de AL¹
(Acumulación desde 2005, porcentaje del PIB)



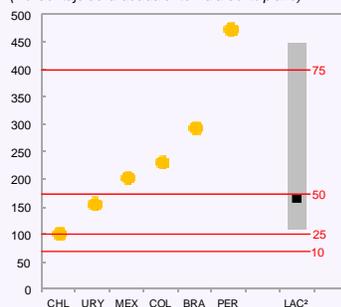
Fuentes: FMI, *International Financial Statistics*; y cálculos del personal técnico del FMI.

¹ El área sombreada resalta el período desde el colapso de Lehman Brothers hasta la recesión de los mercados mundiales.

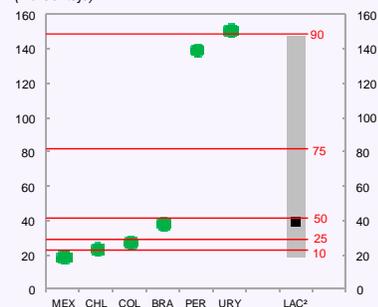
Reservas frente al PIB¹
(Porcentaje del PIB 2006-08, promedio)



Reservas frente a deuda a corto plazo³
(Porcentaje de la deuda externa a corto plazo)



Reservas frente a M2¹
(Porcentaje)



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

¹ Reservas a Junio de 2010 o el último dato disponible, incluyendo oro (valuación nacional). Las líneas rojas presentan los percentiles de la distribución de las EME.

² La barra gris presenta la distribución para América Latina con un rango de valores desde el percentil 10 al 90. La caja negra representa la mediana de la región.

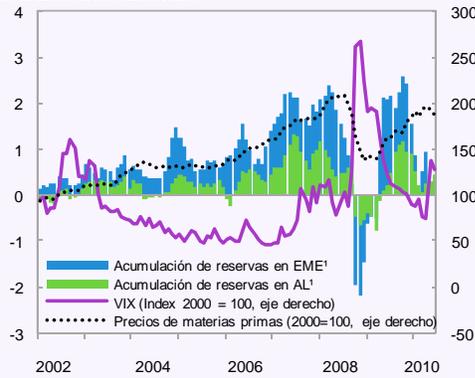
³ Basadas en interpolación de valores anuales de la deuda externa a corto plazo (en función del vencimiento residual).

Nota: Este recuadro fue preparado por Gustavo Adler.

¹ En el caso de Chile, activos externos por fuera del banco central —por el ahorro fiscal de ingresos extraordinarios derivados de la exportación de materias primas— agrega unos 10 puntos porcentuales del PIB a las cifras previas a la crisis.

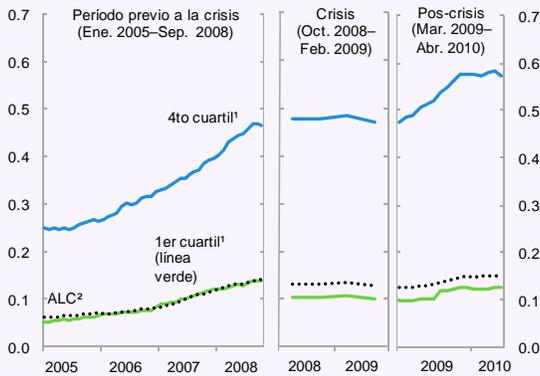
La acumulación de reservas de los últimos años parece ser una consecuencia indirecta de políticas de intervención que buscan contrarrestar la tendencia de apreciación cambiaria, más que una política orientada a incrementar los niveles prudenciales de reservas. La acumulación de reservas ha coincidido con períodos en que las condiciones de financiamiento externo han sido expansivas y los precios de las materias primas han sido altos, lo cual ha expuesto a muchas EME, incluidas las de América Latina, a fuertes presiones de apreciación del tipo de cambio. Además, la acumulación de reservas ha sido más rápida en los países cuyos coeficientes de cobertura de las reservas que ya son mayores. No se observan casos de EME que emitan deuda a largo plazo para reforzar sus niveles prudenciales de reservas más rápidamente, lo cual le quita fuerza al argumento de que la acumulación de reservas tiene una motivación prudencial.

Acumulación de reservas en EME y AL y condiciones externas



Fuentes: Bloomberg, FMI, *International Financial Statistics*; y cálculos del personal técnico del FMI.
¹ Promedio ponderado, variación de tres meses, en saldo de las reservas como porcentaje del PIB promedio de 2006-08.

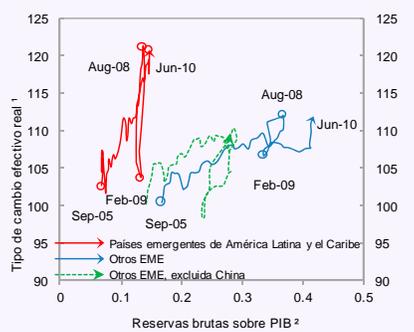
Distribución de Reservas Internacionales en EME (Proporción del PIB)



Fuentes: FMI, *International Financial Statistics*, y cálculos del personal técnico del FMI.
¹ Promedio ponderado de los países que se encontraban en el primer (o cuarto) cuartil en el primer mes de los períodos de pre-crisis, crisis y pos-crisis.
² Promedio ponderado de los países de América Latina y el Caribe.

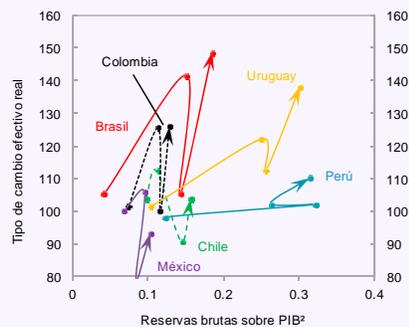
Sin embargo, en comparación con otras regiones, América Latina ha mostrado más tolerancia a la volatilidad y a la apreciación de los tipos de cambio en años recientes. En América Latina, un aumento de la reservas equivalente a 7 pp del PIB entre enero de 2005 y agosto de 2008 coincidió con una apreciación cambiaria real del 20%, mientras que en otras EME una acumulación de reservas mucho más importante (19 pp del PIB) estuvo acompañada de una apreciación más pequeña (14%). El contraste es más marcado en términos (efectivos) nominales. Dentro de América Latina, Brasil, Chile, Colombia y México han solido reaccionar combinando una apreciación nominal considerable con medidas de intervención, mientras que Perú, y en menor medida Uruguay, han recurrido más a la intervención (y a medidas prudenciales o administrativas).

Tipos de cambio reales y reservas de EME y AL (Índice de TCER 2005=100, y reservas como prop. de PIB)



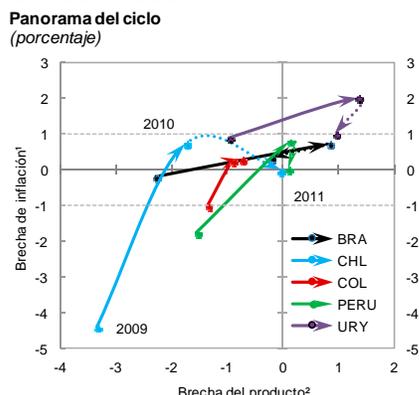
Fuentes: FMI, *International Financial Statistics*, y cálculos del personal técnico del FMI.
¹ Índice 2005=100. Promedio ponderado.
² Reservas internacionales brutas como proporción del PIB promedio de 2006-08. Promedio ponderado.

Tipo de cambio real y reservas en países de AL¹ (Índice 2005=100 y reservas como proporción del PIB)



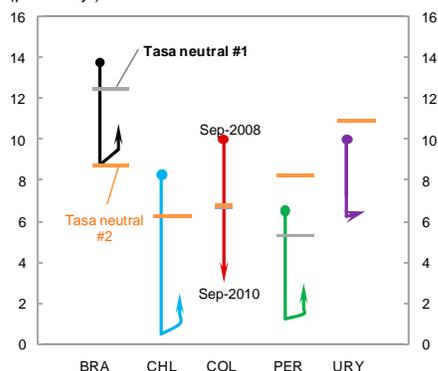
Fuentes: FMI, *International Financial Statistics*, y cálculos del personal técnico del FMI.
¹ Los puntos indicados son septiembre de 2005, el TCER máximo antes del colapso de Lehman, el TCER mínimo después del colapso de Lehman y junio de 2010.
² Porcentaje del PIB promedio de 2006-08.

Figure 2.6. A pesar de la reducción de las brechas del producto e inflación, las políticas en muchos países siguen siendo estimulativas.



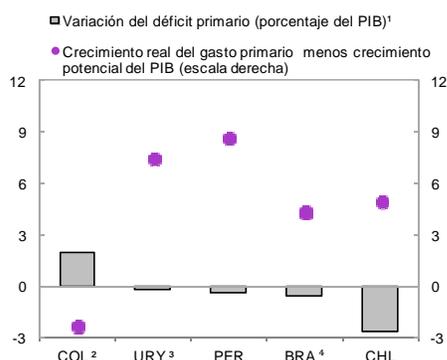
¹ Inflación proyectado para a fin de año menos meta de inflación. Bandas de (+/-1) puntos porcentuales corresponden a todos los países excepto Brasil (+/-2)
² PIB proyectado menos PIB potencial, como porcentaje del PIB potencial.

Tasa de política monetaria¹ (porcentaje)



¹ Tasa de política monetaria de septiembre de 2008 a julio de 2010. Tasa de política neutral #1 basada en el Modelo de Proyección Global (véase Capítulo 3, octubre de 2008 Perspectivas de la Economía Regional: Las Américas) y tasa de política neutral #2 estimada como el crecimiento potencial más la meta de inflación.

Variación del déficit primario y crecimiento del gasto primario, 2010p



¹ Valores positivos (negativos) indican deterioro (mejora) en los balances fiscales primarios.
² El gasto primario excluye los gastos de capital de la empresa petrolera estatal.
³ Crecimiento del gasto primario real durante el primer semestre de 2010 (S1-2010 vs. S1-2009).
⁴ El gasto primario excluye los gastos de operaciones cuasi-fiscales por bancos públicos.

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

en el caso de Chile y de Colombia. La información necesaria para evaluar la situación del mercado inmobiliario, no obstante, es aún escasa.

En este contexto, la eliminación de las políticas estimulativas que comenzó (algo tímidamente) en la mayoría de los países tendrá que concretarse en los próximos meses. Una retirada oportuna de los estímulos contribuirá a reducir la volatilidad económica permitirá crear el espacio necesario para aplicar políticas anticíclicas en el futuro (gráfico 2.6).

Al retirar los estímulos, será necesario considerar detenidamente la combinación de políticas, particularmente en un contexto caracterizado por presiones generadas por la disponibilidad de fondos externos a bajo costo. En general, la retirada del estímulo fiscal debería preceder al retiro (completo) del estímulo monetario. Asimismo, debería permitirse la movilidad del tipo de cambio para no dar lugar a apuestas en un solo sentido que inducirían una mayor entrada de fondos. En algunos casos, quizá se requieran medidas más fuertes para normalizar las tasas de política monetaria, particularmente si se van consolidando las expectativas de inflación o si ésta sigue oscilando cerca del extremo superior de una banda meta.

Por el lado fiscal, volver a una orientación neutra de la política exigirá una fuerte desaceleración de la tasa de crecimiento del gasto primario real, que hasta mediados de 2010 ha sido mucho mayor que el crecimiento tendencial del producto en la mayoría de los países. En el caso de Brasil, la restricción del gasto deberá ir acompañada de una disminución de las operaciones cuasi-fiscales de los bancos públicos (lo que a su vez permitirá corregir las distorsiones del canal del crédito que restan eficacia a la política monetaria)³.

³ Se estima que el estímulo cuasi-fiscal a través del Banco Nacional de Desarrollo (BNDES) llegó a 2,3 puntos porcentuales del PIB en 2009; sin embargo se proyecta un retiro equivalente al 0,5% del PIB en 2010.

En los países donde la brecha del producto es algo mayor y cuya posición fiscal es sólida (Chile, y en menor grado Colombia), la consolidación puede ser más gradual. En Chile, las importantes necesidades de gasto en obras de reconstrucción tras el terremoto tenderán a desplazar la tarea de restringir la demanda a la política monetaria en el corto plazo, mientras la flexibilidad cambiaria ofrece el margen requerido para evitar una excesiva presión sobre los recursos internos. En Colombia, un estímulo fiscal moderado en 2010 está siendo acompañado por un mayor gasto de capital por parte de la compañía petrolera mayormente de propiedad estatal para impulsar la producción de petróleo en el mediano plazo.

Si el impulso de la demanda interna no reacciona con suficiente rapidez a las políticas macroeconómicas más restrictivas o si hay signos de exuberancia, como en el tipo de cambio, las políticas macro prudenciales pueden servir para evitar una dinámica del crédito no deseada e influir en la percepción del riesgo. Otras posibilidades incluyen: aumentar los encajes sobre los depósitos, tal como se hizo en algunos países (Brasil y Perú), elevar las exigencias de constitución de provisiones en función de una mayor relación préstamo-valor, y limitar las posiciones en moneda extranjera de los bancos. Además, las medidas prudenciales podrían contribuir a normalizar las condiciones monetarias en los países que presentan un alto grado de dolarización y mecanismos deficientes de transmisión monetaria (véase un análisis más completo de estos temas en el capítulo 5 y el recuadro 2.4). Medidas administrativas para desalentar las entradas de capital podrían ser consideradas, aunque estas medidas deben de ser de aplicación amplia y acompañadas de una infraestructura adecuada para asegurar un cierto grado de efectividad⁴.

⁴ A fines de 2009, Brasil reintrodujo un impuesto sobre las entradas de capital a corto plazo. Más recientemente, Perú estableció un cargo del 4% a las tenencias no bancarias de títulos del banco central e impuso límites diarios y semanales a las
(continúa en la columna siguiente)

Desde una perspectiva de más largo plazo, las condiciones externas relativamente favorables brindan una oportunidad para reforzar aún más los marcos de política económica y los balances financieros, así como para aumentar la eficacia de los instrumentos complementarios de gestión económica.

En el frente fiscal, los esfuerzos deben concentrarse en adquirir el espacio presupuestario que pueda ser utilizado en el futuro. Para ello será necesario encarar más decididamente la tarea de moderar el incremento del gasto público primario (particularmente el gasto corriente), que en la última década ha superado con creces el crecimiento tendencial del producto. Para la mayoría de los países sería beneficioso adoptar metas fiscales ajustadas en función del ciclo económico en lugar de metas nominales, las cuales suelen ser procíclicas⁵. En Chile, el gobierno se ha comprometido a reducir el déficit estructural, a 1% del PIB en 2014, primordialmente a través de una moderación del crecimiento del gasto público por debajo del crecimiento del PIB.

Si se fortalecen más los balances reduciendo la dolarización y mejorando la estructura de la deuda, aumentaría la utilidad del tipo de cambio para amortiguar los shocks, sin generar efectos desestabilizadores. Por ese motivo, los países deberían redoblar sus esfuerzos para extender los vencimientos de la deuda pública e incrementar la proporción de la deuda contraída en moneda local, mientras siguen permitiendo que el tipo de cambio se ajuste libremente (véase el recuadro 2.5).

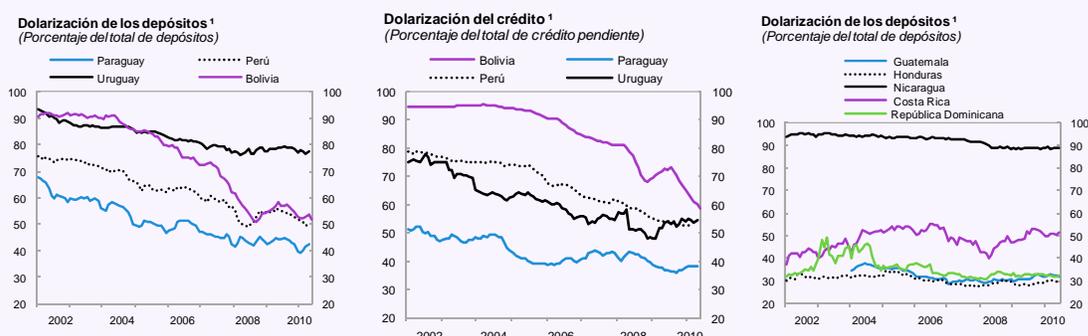
operaciones con divisas que realizan los fondos de pensión. También elevó los encajes para los depósitos en moneda local de las instituciones financieras extranjeras.

⁵ En Colombia, un proyecto de Ley de Responsabilidad Fiscal (que apunta al saldo primario estructural del gobierno central) ha sido elevado recientemente al Congreso.

Recuadro 2.4. ¿Qué factores están impulsando la desdolarización en América Latina?

La dolarización ha sido una característica emblemática de los sistemas bancarios de muchos países de América Latina. Los niveles elevados de dolarización financiera fueron en gran medida consecuencia de las graves crisis económicas y los episodios de fuerte inflación, pero sin embargo han persistido aún después de un prolongado período de estabilidad macroeconómica y bajos niveles de inflación.

Desde comienzos de la década del 2000, algunos países latinoamericanos (Bolivia, Paraguay, Perú y, en menor medida, Uruguay) han registrado una disminución gradual pero sostenida de la dolarización financiera. En promedio, los depósitos en moneda extranjera como proporción de los depósitos totales en estos cuatro países disminuyeron unos 30 puntos porcentuales desde 2002, con reducciones un poco más moderadas (25 puntos porcentuales) en el caso del crédito bancario. La desdolarización se observa en todos los tipos de depósitos y préstamos. En América Central, dónde los vínculos reales con Estados Unidos son fuertes, los niveles de dolarización en general no han variado en los últimos 10 años (aunque en la mayoría de los países con monedas nacionales los niveles de dolarización son más bajos que en América del Sur). Los niveles de dolarización de México, que también fueron altos en los años ochenta y noventa, se redujeron significativamente en la década del 2000.



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

¹ El crédito en moneda extranjera se evalúa en función del tipo de cambio constante.

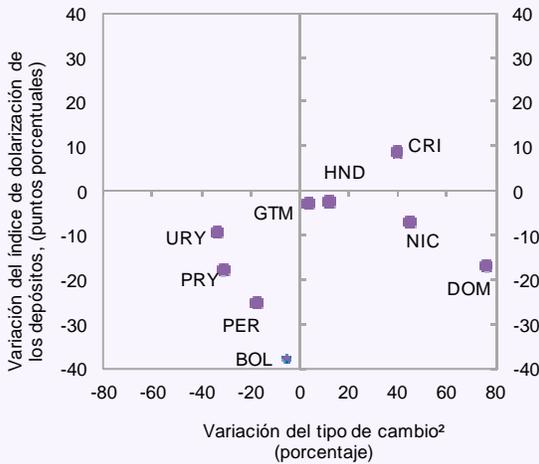
Factores que impulsan la desdolarización. Se han realizado numerosos estudios sobre las causas de la dolarización financiera, pero aún así los análisis empíricos sobre la desdolarización son escasos, en un contexto de pocos casos exitosos de desdolarización voluntaria. Kokenyne et al. (2010) y Erasmus et al. (2009) sostienen que los procesos exitosos de desdolarización exigen historiales sólidos de estabilidad macroeconómica combinados con otras políticas que hacen más atractiva la moneda nacional, como por ejemplo un cierto grado de volatilidad cambiaria. García-Escribano (2010) indica que en Perú la desdolarización ha avanzado no solo gracias a la estabilidad macroeconómica, sino también a la adopción de medidas prudentes que reflejan mejor el riesgo cambiario y al desarrollo del mercado de capitales en moneda local (que facilitó el financiamiento bancario y la fijación de los precios de préstamos a largo plazo en moneda local).

- **Apreciación de la moneda y volatilidad del tipo de cambio.** En Bolivia, Paraguay, Perú y Uruguay, la reciente disminución de los niveles de dolarización ha ocurrido en un contexto de estabilidad macroeconómica y mayor tolerancia a la apreciación de la moneda. Además, un cierto grado de volatilidad cambiaria (dentro de una tendencia de apreciación) parece también haber sido un factor importante para la desdolarización del crédito (en Perú, por ejemplo).

Nota: Este recuadro fue preparado por Mercedes García-Escribano y Sebastián Sosa.

- Medidas prudenciales.** La gestión activa de los requisitos de encaje (en particular los aumentos en el diferencial entre los requisitos de encaje sobre los depósitos en moneda extranjera y local) parecen haber ayudado mucho a reducir los niveles de dolarización, al haber incrementado el costo que supone para los bancos la conversión de los saldos de liquidez de una moneda a la otra. El incremento de los requisitos de provisionamiento sobre préstamos en moneda extranjera (Bolivia y Perú), la introducción de ponderaciones diferenciadas del riesgo de capital para los préstamos en moneda extranjera (Uruguay) y el endurecimiento de los requisitos de reservas de capital para posiciones abiertas en moneda extranjera (en los cuatro países) también pueden haber ayudado a desincentivar los préstamos en moneda extranjera a deudores sin cobertura.
- Desarrollo de los mercados de capitales locales.** Por primera vez en decenios, Bolivia, Perú y Uruguay realizaron recientemente emisiones de bonos públicos en moneda local con vencimientos de más de 10 años. Estas emisiones fueron parte de los esfuerzos para desarrollar mercados de capitales locales con el fin de mejorar la estructura de la deuda y alargar las curva de rendimiento domésticas (hasta 30 años en Bolivia y Perú). La creación de un parámetro para la deuda a largo plazo en moneda local ha facilitado la fijación de precios de instrumentos privados en moneda local con vencimientos más largos y ha contribuido a una menor dolarización.

Apreciación del tipo de cambio y dolarización ¹

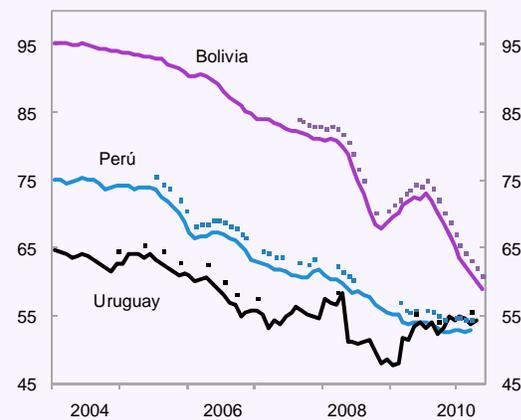


Fuentes: FMI, *International Financial Statistics*; y cálculos del personal técnico del FMI.

¹ Datos mensuales de enero 2003 a junio 2010. Los datos correspondientes a Uruguay son a partir de enero de 2004.

² Tasa de cambio en moneda local por dólar de Estados Unidos, de tal forma que un incremento refleja una depreciación.

Dolarización del crédito y emisión de deuda ¹
(Porcentaje)



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

¹ Las líneas representan crédito en moneda extranjera en porcentaje del crédito total. Los puntos indican los momentos de emisión de deuda en moneda local con madurez mayor a 10 años.

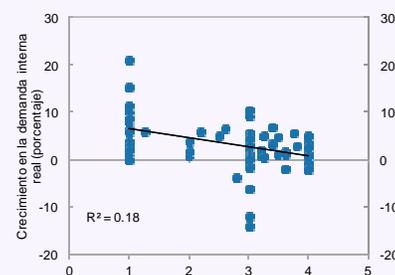
Desafíos. La experiencia demuestra que la desdolarización voluntaria es un proceso a largo plazo. La reducción sostenida de la dolarización financiera observada en los últimos años en Bolivia, Paraguay, Perú y Uruguay ha sido notable, pero los niveles de dolarización siguen siendo elevados y los esfuerzos para reducirlos deben proseguir. Las políticas que combinan cierto grado de volatilidad del tipo de cambio (en un entorno de estabilidad macroeconómica) con una inflación baja y predecible serán cruciales, por ejemplo, porque permitirán a los agentes económicos internalizar los riesgos cambiarios. Otras medidas prudenciales pueden ayudar a limitar los riesgos del otorgamiento de préstamos en moneda extranjera, mientras que el desarrollo del mercado de capitales en moneda local debería facilitar la concesión de préstamos a largo plazo en moneda local.

Recuadro 2.5. Crecimiento de la demanda interna bajo condiciones financieras externas expansivas y restrictivas: el papel de la flexibilidad cambiaria

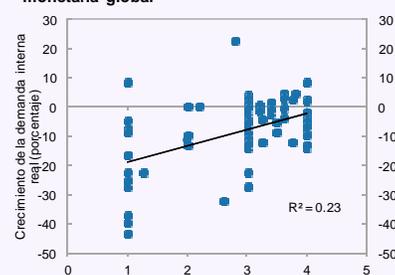
La flexibilidad del tipo de cambio ayuda a desvincular a los países de los eventos financieros externos, en momentos buenos o malos. Episodios de “dinero barato” a escala mundial han contribuido a acelerar el crecimiento de la demanda interna en muchos mercados emergentes y mercados pequeños en desarrollo. Pero los distintos regímenes cambiarios han marcado diferencias. El repunte de la demanda interna por lo general ha sido menor en los países con regímenes cambiarios más flexibles durante los episodios mundiales de “dinero barato”. A su vez, la desaceleración del crecimiento de la demanda interna ha sido más moderada en los regímenes cambiarios más flexibles durante los períodos de menor liquidez externa.

El crecimiento de la demanda interna tiende a presentar una menor volatilidad cíclica en los regímenes cambiarios más flexibles. Análisis basados en regresiones de variables múltiples para un grupo de 42 países emergentes y avanzados demuestran que la demanda interna aumenta cuando i) disminuye la aversión mundial al riesgo (según el índice VIX); ii) mejoran los términos de intercambio; y iii) aumenta el crecimiento mundial. No obstante, los efectos de las variables externas suelen ser más moderados en los regímenes cambiarios más flexibles. Las regresiones de otros componentes de la demanda interna indican que las variables externas inciden más en la inversión que en el consumo. También revelan que la respuesta del consumo y de la inversión es más moderada en los regímenes cambiarios más flexibles. El efecto de las condiciones financieras expansivas y el crecimiento mundial en la demanda interna se refleja en el PIB, mientras que los términos de intercambio parecen afectar la cuenta corriente. Por ende, los países con menor flexibilidad cambiaria necesitan recurrir más a otras políticas de gestión de la demanda (por ejemplo, política fiscal o prudencial) para contrarrestar los efectos de las condiciones financieras externas.

Expansiones durante períodos de condiciones financieras externas favorables¹



Contracciones durante períodos de restricción monetaria global¹



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

¹ Muestra de 42 países emergentes y avanzados. Los períodos de condiciones financieras externas favorables (“dinero fácil”) incluyen 1991-96 y 2004-07, mientras que los períodos de condiciones financieras externas restrictivas incluyen 1997-98 y 2009.

Regresiones pool: Efecto de las variables externas en la demanda doméstica, PIB, y la Balanza de Cuenta Corriente¹

	Demanda doméstica	Consumo			Inversión	PIB	Cuenta Corriente
		Total	Privado	Público			
VIX * dummy flexible ²	-0.11 ***	-0.06 *	-0.07 *	-0.02	-0.25 **	-0.06 ***	0.00
Términos de intercambio * dummy flexible	0.00	0.02	0.03	0.01	0.21 **	-0.02	0.08 ***
Crecimiento mundial * dummy flexible	0.79 ***	0.40 **	0.54 ***	-0.24	2.09 ***	0.74 ***	0.07
VIX * (1 - dummy flexible)	-0.16 ***	-0.10 **	-0.15 ***	0.01	-0.49 ***	-0.08 ***	-0.04
Términos de intercambio (1 - dummy flexible)	0.16 ***	0.12 ***	0.12 ***	0.12 ***	0.30 **	0.05 ***	0.10 ***
Crecimiento mundial * (1 - dummy flexible)	1.42 ***	0.87 ***	1.12 ***	0.14	3.82 ***	1.14 ***	-0.25
R cuadrado ajustado	0.11	0.08	0.07	0.01	0.23	0.24	0.56
Observaciones	915	905	915	919	471	1,083	1,086
<u>Test de Wald de coeficientes iguales en los diferentes regímenes</u>							
VIX			*		**		
Términos de intercambio	***	***	**		**		***
Crecimiento mundial	***	**	**		***		***

Fuentes: Chicago Board of Options Exchange; Haver Analytics; y cálculos del personal técnico del FMI.

¹ La muestra incluye Argentina, Australia, Bolivia, Brasil, Bulgaria, Canadá, Chile, Colombia, Costa Rica, República Checa, República Dominicana, Ecuador, Egipto, El Salvador, Estonia, Guatemala, Honduras, India, Indonesia, Israel, Corea, Letonia, Lituania, Malasia, México, Nueva Zelanda, Nicaragua, Noruega, Pakistán, Panamá, Paraguay, Perú, Filipinas, Polonia, Rusia, Sur África, Tailandia, Túnez, Turquía, Ucrania, Uruguay y Venezuela. Los datos son observaciones mensuales para el período 1990-2009.

² La dummy flexible toma valores de 1 para los regímenes de tipo de cambio más flexibles bajo la clasificación del FMI, definida como paridad móvil y más.

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

Los términos de intercambio favorables siguen compensando las limitaciones de acceso a los mercados

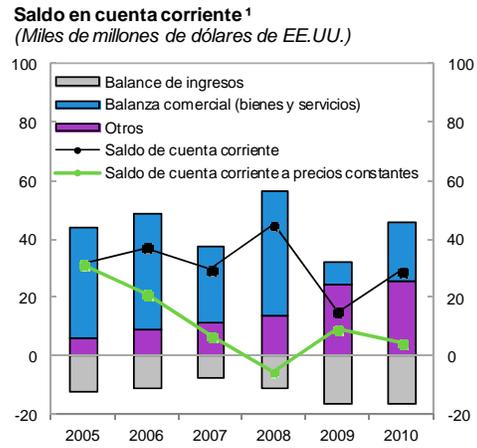
A diferencia de los países de América del Sur más integrados en los mercados financieros, donde las condiciones menos restrictivas de financiamiento externo impulsan la demanda, en el resto de la subregión el crecimiento se sustenta primordialmente por términos de intercambio favorables. No obstante, las diferencias dentro de este grupo son importantes, y reflejan diversos grados de restricciones de oferta, la dependencia de los ingresos vinculados a las materias primas, los vínculos comerciales con Brasil y las respuestas de política económica.

En Argentina y Paraguay, por ejemplo, el fuerte crecimiento se apoya en los importantes vínculos comerciales intrarregionales con Brasil (véase el recuadro 2.6), un repunte de la agricultura luego de la sequía de 2009 y políticas sumamente estimulativas. En países como Ecuador y Venezuela, en cambio, la recuperación es mucho más atenuada en gran medida debido a las restricciones de oferta y política macroeconómicas más débiles. A pesar de los grandes superávits comerciales, la debilidad e incertidumbre del entorno de negocios han provocado una considerable fuga de capitales y deprimido la inversión privada. Este fenómeno se observa con mayor claridad en Venezuela, donde el producto se está contrayendo otra vez este año, en medio de nuevas restricciones cambiarias⁶.

En la mayoría de los países de este grupo, las políticas de estímulo fiscal y monetario están impulsando la demanda y contribuyendo a elevar la inflación. En lo que va del año, los agregados monetarios crecen a un promedio anual superior al 20%, mientras que el gasto primario se está acelerando a niveles que superan el crecimiento tendencial en la mayoría de los países. Aún se

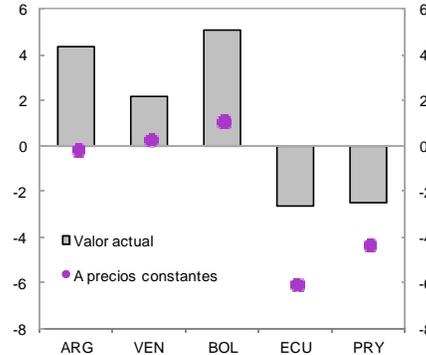
⁶ En Venezuela, el PIB real cayó 3½% durante el primer semestre de 2010 en relación con igual periodo de 2009, debido en parte al grave déficit energético. En junio se adoptaron nuevas regulaciones cambiarias que fijan límites más estrictos para participar en el mercado oficial.

Figure 2.7. En los países de América del Sur menos integrados financieramente, los altos precios de material prima siguen siendo claves, a pesar de que continúa la salida de capitales.



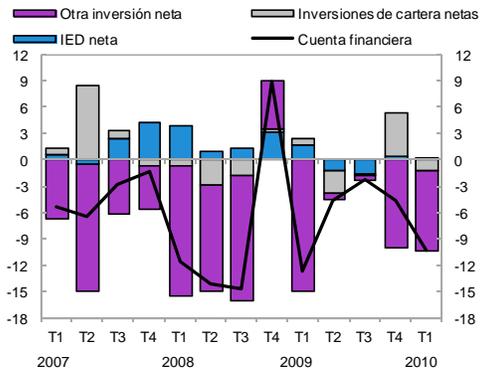
¹ Suma de Argentina, Bolivia, Ecuador, Paraguay y Venezuela. Estimación de la cuenta corriente a precios constantes utilizando los precios de exportaciones e importaciones de 2005.

Balanza comercial 2010, valor actual vs. precios constantes¹
(Porcentaje del PIB)



¹ La balanza comercial a precios constantes es estimada utilizando los precios de las exportaciones e importaciones de 2005.

Cuenta financiera¹
(Miles de millones de dólares de EE.UU.)



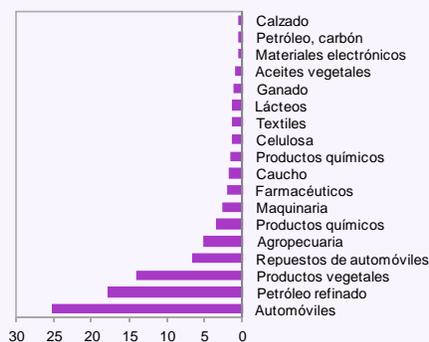
¹Incluye Argentina, Bolivia, Ecuador, Paraguay, y Venezuela.

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

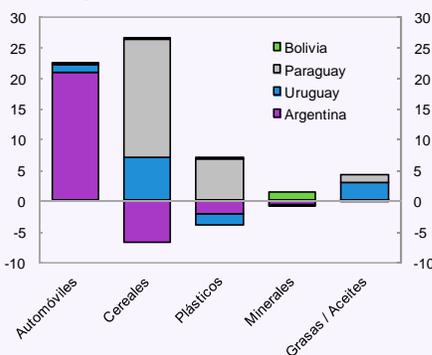
Recuadro 2.6. Efectos reales de la economía de Brasil en los países vecinos

Si bien las importaciones de Brasil provenientes del resto de países del Mercosur (Argentina, Paraguay y Uruguay) representan tan solo un 10-12% del total de sus importaciones, Brasil es un destino clave de las exportaciones de los países del Mercosur, que absorbe más del 25% del total de esas exportaciones. Además de ser una fuente importante de turismo e inversión, Brasil importa del Mercosur principalmente bienes de capital e intermedios, con efectos importantes sobre las economías reales de esos países. Tras caer casi un 25% en el primer semestre de 2009, las importaciones (desestacionalizadas) desde el Mercosur registraron un crecimiento interanual de más del 10% en el segundo semestre, y de casi un 20% en la primera mitad de 2010. Las importaciones de automóviles y repuestos desde Argentina crecieron cerca del 65% (interanual) en el primer semestre de 2010, lo que representa alrededor del 45% del total de las exportaciones de Argentina a Brasil (frente al 20% previo a la crisis). Las importaciones de cereales desde Uruguay y Paraguay crecieron en magnitudes similares.

Brasil: Importaciones desde Mercosur por sector
(Porcentaje del total de importaciones de Mercosur)



Variación de la proporción de las exportaciones a Brasil¹
(Porcentaje)



Fuentes: Autoridades nacionales; Estadísticas de Comercio de Brasil; y estimaciones del personal técnico del FMI.
¹ La variación de la proporción de las exportaciones por sector a Brasil, se calculó como la diferencia en las proporciones del periodo marzo 2009 a febrero de 2010 frente a las del periodo enero 2001 a febrero 2008.

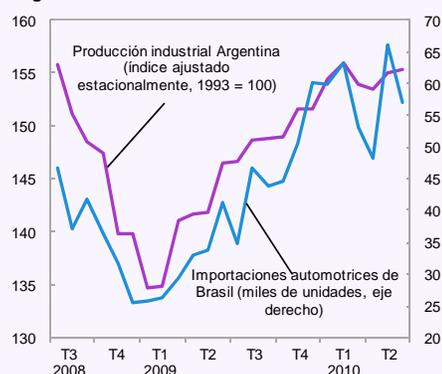
Aparte de su efecto directo sobre el comercio, el crecimiento del producto de los países del Mercosur se ve fuertemente influenciado por la demanda interna de Brasil. Las estimaciones econométricas indican que un aumento del 10% en el crecimiento del PIB de Brasil incrementaría el crecimiento de Argentina en alrededor de un 3%, mientras que se estima que un aumento del 10% en las importaciones brasileñas de bienes de capital impulsaría el crecimiento anualizado de Argentina en cerca de 1 punto porcentual, manteniendo constantes los valores de otras variables relevantes (es decir, las exportaciones a China, el crecimiento de los Estados Unidos, los precios de las materias primas, las tasas de interés internacionales). Se observan efectos similares en los casos de Uruguay y Paraguay. Estos resultados son congruentes con las fuertes revisiones al alza de los pronósticos del consenso de analistas sobre el crecimiento del PIB en Brasil y en sus socios del Mercosur desde finales de 2009.

Impacto de las exportaciones a Brasil sobre el crecimiento del PIB real¹

	ΔPIB_t (export.)	ΔX_{Bra_t}	$\Delta X_{\text{Bra}_{t-1}}$	R ²	P(F-stat.)
Arg	Automóviles	0.02**	0.01*	0.78	0.00
	Capital	0.01*	...	0.68	0.00
Ury	No durable	0.04***	...	0.54	0.00
Par	Intermedio	0.001	0.01***	0.52	0.01
Bol	Intermedio	0.0004*	...	0.49	0.01

Fuente: GTS; autoridades nacionales; y cálculos del personal técnico del FMI.
¹ Regresión del PIB real con respecto al volumen de exportaciones específicas a Brasil, controlando por el crecimiento del PIB en Brasil, Estados Unidos y Argentina, los precios de las materias primas, Libor, *spreads* de la tasa de interés de Estados Unidos, los precios de las exportaciones de Brasil, las importaciones Chinas desde la región, y valores rezagados de estas variables (no mostrados). Trimestral, 1995/98-2010, least squares, AR(1).

Importaciones de Brasil y producción industrial Argentina



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

Note: This box was prepared by Rafael Romeu.

proyecta que el grupo registrará un superávit global de cuenta corriente, aunque los términos de intercambio favorables han permitido compensar un importante deterioro subyacente (gráfico 2.7).

Para estos países sería conveniente adoptar políticas macroeconómicas más prudentes y establecer instituciones que les permitan poner fin a las políticas fiscales procíclicas y aislar sus economías de las oscilaciones bruscas de los precios de las materias primas. En tal sentido, el ejemplo de Bolivia es ilustrativo, ya que muestra que una gestión cuidadosa de los ingresos generados por los productos energéticos es perfectamente compatible con un gasto social correctamente focalizado y genera importantes réditos en términos de estabilidad.

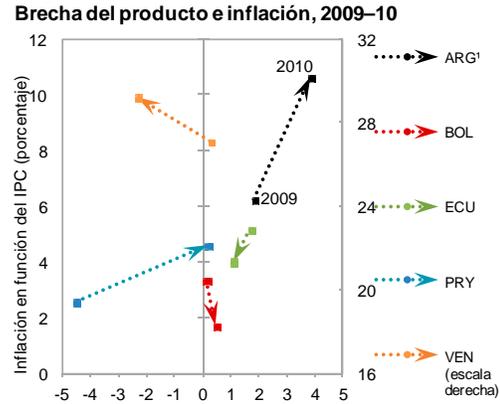
Fortalecer el clima de negocios sigue siendo crucial. Las políticas intervencionistas están restringiendo el potencial de crecimiento de estas economías y exponiéndolas a una mayor fragilidad fiscal y financiera. En el caso de Argentina, por ejemplo, mejorar el acceso a los mercados internacionales exige avanzar en los esfuerzos para regularizar las relaciones con los acreedores⁷. Deben evitarse las restricciones cambiarias de carácter general (como las implementadas en Venezuela), ya que en la mayoría de los casos son ineficaces para frenar la salida de capitales y a menudo resultan contraproducentes.

México y América Central—La recuperación cobra fuerza pese a los vientos en contra provenientes de Estados Unidos

En México y América Central, la recuperación está cobrando fuerza, y las políticas deberían tener como objetivo consolidar la posición fiscal. México necesita encontrar sustitutos para su decrecientes ingresos petroleros, mientras

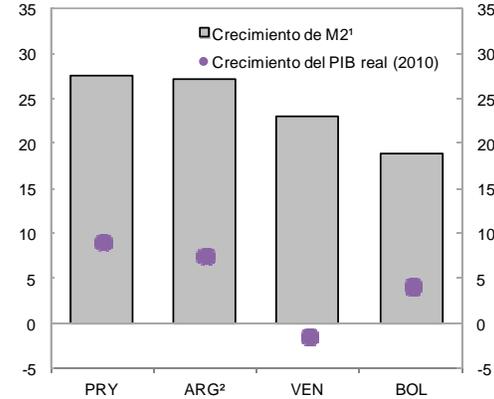
⁷ Argentina inició un proceso de reestructuración de la deuda con los acreedores disidentes en mayo/junio de 2010, mediante un canje que alcanzó un 70% de participación de los tenedores de los bonos en cesación de pagos (aumentando a un 91% la participación de tenedores de deuda en cesación de pagos en el canje de deuda de 2005).

Figure 2.8. Las políticas siguen siendo procíclicas en muchos países de los países exportadores de material prima



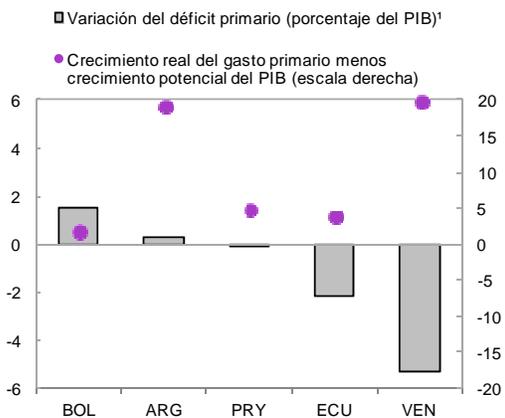
Brecha del producto (porcentaje del PIB potencial)
¹ Basados en datos oficiales de inflación y PIB.

Crecimiento de agregados monetarios y PIB real, 2010 (Porcentaje)



¹Tasa de crecimiento en 12 meses a mayo de 2010 o a la fecha más reciente disponible.
² Basado en datos oficiales.

Variación del déficit primario y crecimiento del gasto primario, 2010p



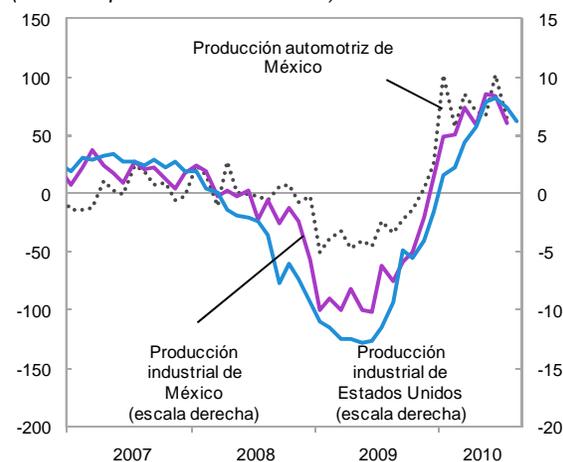
¹ Valores positivos (negativos) indican deterioro (mejora) en los balances fiscales primarios.

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

Figure 2.9. Vínculos con los Estados Unidos dominan las perspectivas para México y Centro América.

Estados Unidos y México: producción industrial y automotriz

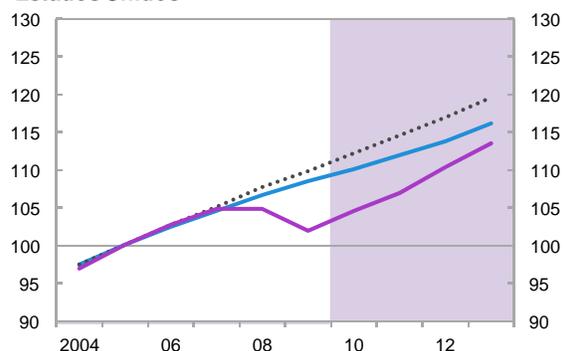
(Variación porcentual en 12 meses)



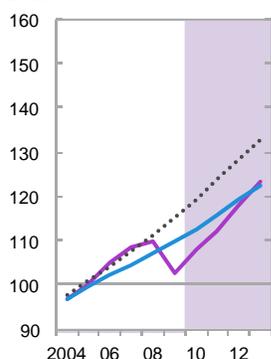
Trayectorias actual y potencial del PIB
(Índices, 2005=100)

- PIB potencial (proyección actual)
- PIB potencial (previo a la crisis)
- PIB real (proyección actual)

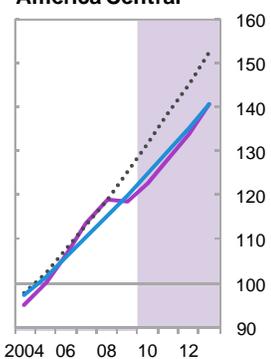
Estados Unidos



México



América Central¹



¹Promedio simple para la región.

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

que los países de América Central deben recuperar el espacio de política fiscal utilizado durante la crisis y avanzar más en reformas que mejoren el clima de negocios. En este grupo, los fuertes vínculos con Estados Unidos potencian los riesgos a la baja que plantea un crecimiento más débil en las economías avanzadas.

México: Consolidación fiscal en medio de un débil panorama para sus socios comerciales

México está mostrando una recuperación más vigorosa que la esperada en 2010, impulsada por un repunte de la demanda interna en el segundo trimestre. Las fuertes exportaciones de vehículos a Estados Unidos, explicadas en parte por el ciclo de inventarios en las empresas automotrices de ese país, y los precios favorables del petróleo han contribuido a dar más sustento a la demanda interna y a contener el déficit de cuenta corriente. Las reservas internacionales han aumentado como resultado de una política tanto de retener parte de los ingresos de las exportaciones petroleras como de intervenir de acuerdo a reglas pre-establecidas. Esto último, se ha visto facilitado por flujos de capitales predominantemente de inversión en cartera. El crédito interno comienza a recuperarse lentamente, tras permanecer estancado desde principios de 2008.

Se prevé que en 2010 el crecimiento excederá el 5%, aun con una desaceleración durante el segundo semestre del año a raíz del enfriamiento previsto de la economía de Estados Unidos y la desaparición de los factores temporales que llevaron a un aumento de las importaciones en Estados Unidos durante el primer semestre de 2010. La brecha del producto sigue siendo importante y se prevé que se cerrará solo de manera gradual, dadas las limitaciones de las políticas dirigidas a promover la demanda (gráfico 2.9).

La política fiscal está limitada por la necesidad de consolidar las finanzas públicas a mediano plazo ante riesgos sobre la recaudación fiscal producto de la incertidumbre sobre la producción petrolera en el mediano plazo. La política

monetaria puede cubrir esa brecha y seguir siendo acomodaticia durante un período más prolongado.

Los riesgos para las perspectivas se mantienen sesgados a la baja. Un deterioro de la confianza de los consumidores en Estados Unidos como resultado de la debilidad del sector de la vivienda y el empleo atentaría sobre la recuperación de México. Además, dado que más del 80% de los activos del sistema bancario nacional está en manos de bancos globales, la aplicación de mayores exigencias de capital como resultado de la reforma regulatoria del sector financiero mundial podría generar efectos secundarios sobre el crédito en México. No obstante, esos posibles efectos secundarios son limitados debido a que los bancos globales operan a través de filiales (con capital propio y balances sólidos) y dependen de los depósitos locales como principal fuente de fondos.

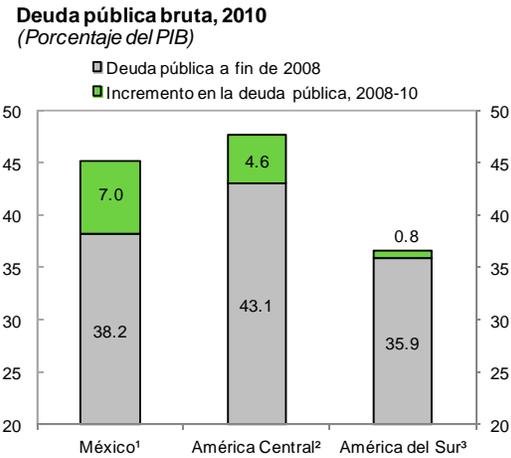
América Central: Recomponer recursos para la aplicación de políticas

Los países de América Central se recuperan gradualmente, principalmente debido a un repunte de la demanda interna (luego de su fuerte contracción en 2009), que se ha extendido en parte a las importaciones. Otro hecho positivo es el incremento de las exportaciones y, más recientemente, de las remesas. La IED ha mostrado bastante capacidad de resistencia durante la fase recesiva y sigue financiando la mayor parte del déficit de cuenta corriente de la región.

La recuperación ha sido más rápida en Panamá y Costa Rica, donde la mayor solidez de los marcos de política permitió aplicar un mayor estímulo⁸. La reciente desaceleración de la actividad en Estados Unidos y el resto de las economías avanzadas no ha afectado la recuperación de la región, aunque esto

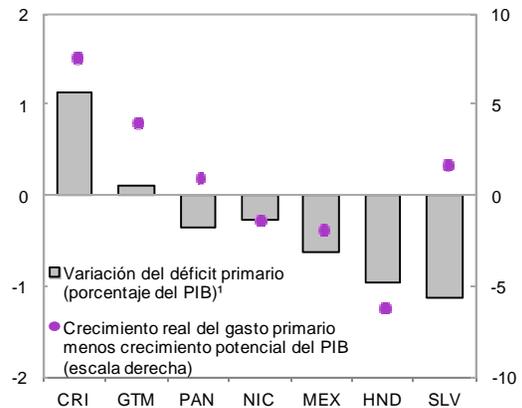
⁸ Panamá también se ha beneficiado como resultado de las obras vinculadas a la ampliación del Canal, mientras que Costa Rica se ha visto favorecida por los vínculos comerciales más fuertes con Asia.

Figure 2.10. Se debe de recuperar el espacio fiscal, incluyendo a través de mejoras en la composición del gasto.



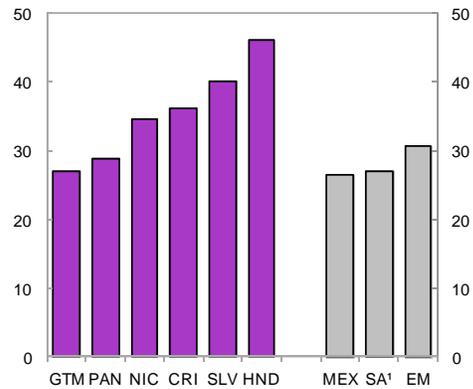
¹Para México se compara fin de 2007 con fin de 2010.
²Promedio simple para la región, excluyendo Nicaragua.
³Promedio simple para la región.

Variación del déficit primario y crecimiento del gasto primario, 2010p



¹ Valores positivos (negativos) indican deterioro (mejora) en los balances fiscales primarios.

Salarios del sector público, 2008-09

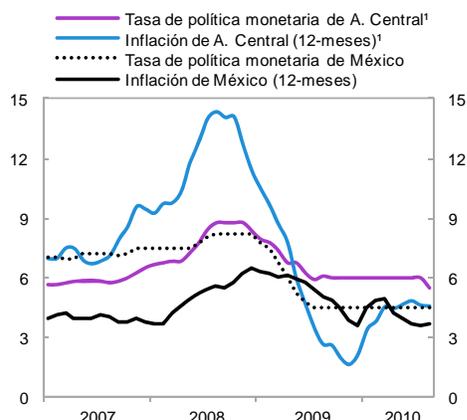
(Porcentaje del gasto primario)


¹ Promedio para Brasil, Chile, Colombia y Perú.

Fuentes: FMI, *Fiscal Monitor, 2010*; y cálculos del personal técnico del FMI.

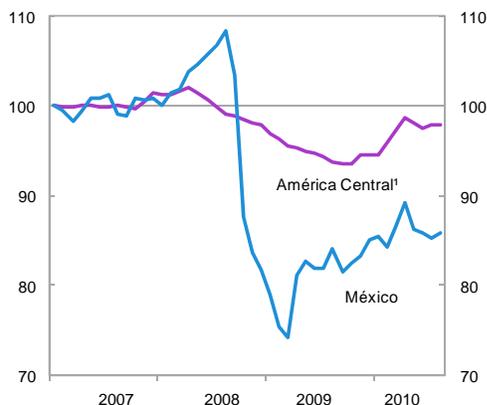
Figure 2.11. En Centro América, la política monetaria sigue restringida por la poca flexibilidad cambiaria y altos niveles de dolarización.

Tasa de inflación y tasas de política monetaria (Porcentaje)



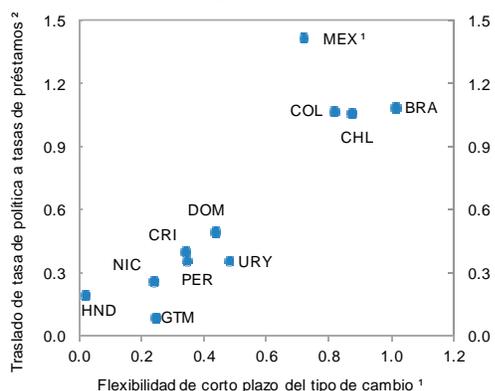
¹ Promedio simple de Costa Rica, Guatemala y Honduras.

Tipo de cambio nominal efectivo (Índice, enero de 2007=100)



¹ Promedio simple de Costa Rica, Guatemala y Honduras.

Transmisión monetaria y flexibilidad del tipo de cambio



¹ Datos mensuales para 2005-09, excepto de México (2008-09). La flexibilidad del tipo de cambio se calcula como la desviación estándar de la diferencia logarítmica semanal en la moneda local por dólar de EE.UU. multiplicado por 100.

² El traslado representa el coeficiente de la regresión entre la variación de la tasa activa respecto a la tasa de política monetaria (con defase de un mes).

Fuentes: Bloomberg; Consejo Monetario Centro Americano; FMI, *International Financial Statistics*; y cálculos del personal técnico del FMI.

puede reflejar rezagos más largos en el mecanismo de transmisión.

Para 2010, se prevé que el producto de la región de América Central en su conjunto aumente alrededor del 3%, algo menos que el potencial y a pesar de un deterioro de los términos de intercambio. Las brechas del producto son relativamente pequeñas (la caída de 2009 no fue demasiado grave pero el PIB potencial ha disminuido), de modo que el margen para aplicar políticas activas de promoción de la demanda, y su conveniencia, resulta muy limitado. El crecimiento seguirá dependiendo de la evolución de las importaciones desde Estados Unidos, lo cual, dada la pérdida permanente de producto en ese país, implicaría menores niveles de ingreso para la región que los proyectados antes de la crisis.

El estímulo fiscal está siendo retirado gradualmente en la mayoría de los países, aunque en 2010 el crecimiento del gasto primario real en muchos países se mantiene muy por encima del crecimiento tendencial. La política monetaria sigue estando limitada en muchos casos por regímenes de tipo de cambio fijo y altos niveles de dolarización, así como un escaso grado de intermediación financiera⁹.

De aquí en adelante, los países de América Central deberán concentrarse en reestablecer el espacio fiscal que utilizaron durante la crisis a fin de contar con más margen para ejercer políticas anticíclicas en el futuro. Aunque se prevé que la deuda pública de la región de América Central equivaldrá en promedio a poco más del 40% del PIB para fines de 2010 (4 puntos porcentuales más que en 2008), los coeficientes de endeudamiento siguen presentando una alta sensibilidad a shocks negativos a la tasa de crecimiento y al costo de endeudamiento.

⁹ Pese a la ampliación de las brechas del producto y a una fuerte baja de la inflación luego de la crisis, las tasas de interés de política monetaria solo fueron objeto de una reducción muy moderada en agosto de 2009, probablemente debido a la preocupación respecto a una depreciación de la moneda.

En el corto plazo, la consolidación fiscal debe centrarse en desacelerar el crecimiento del gasto corriente, particularmente en salarios (Honduras, Nicaragua) y en los subsidios generalizados al sector energético (El Salvador). A mediano plazo, también es preciso afrontar la tarea de movilizar mayores ingresos públicos (Guatemala) y hacer más viables los sistemas públicos de pensiones (Honduras y Nicaragua), a fin de lograr, entre otros objetivos, un mayor margen. Para encarar los muy necesarios programas de gasto social e infraestructura (gráfico 2.10). De llegar a materializarse riesgos a la baja, países con bajos niveles de deuda podrían consolidar sus finanzas públicas a un ritmo más gradual.

Los países que tienen margen para aplicar medidas de política monetaria (Costa Rica y Guatemala) deberán reforzar sus marcos monetarios, incluso permitiendo una mayor flexibilidad cambiaria (gráfico 2.11). En las economías dolarizadas (El Salvador) o en aquellas que tienen una paridad cambiaria fija (Honduras y Nicaragua), es preciso asignar prioridad a mantener controlado el crédito del banco central y seguir desarrollando los mercados interbancarios, al tiempo que se emprenden reformas que reduzcan las rigideces sobre los precios y los salarios.

También será necesario hacer hincapié en mejorar el clima de negocios en América Central (que tiene un bajo nivel de calificación según los estándares internacionales) así como en una mayor diversificación de las exportaciones¹⁰.

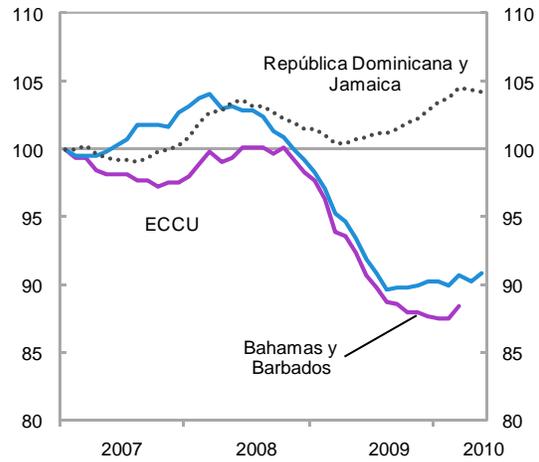
El Caribe—Comienza a levantarse en medio de grandes desafíos

La región del Caribe se recupera gradualmente de la grave recesión sufrida el año pasado. El turismo parece estar reponiéndose, pero el viento en contra que representa la debilidad de los mercados de trabajo de las economías

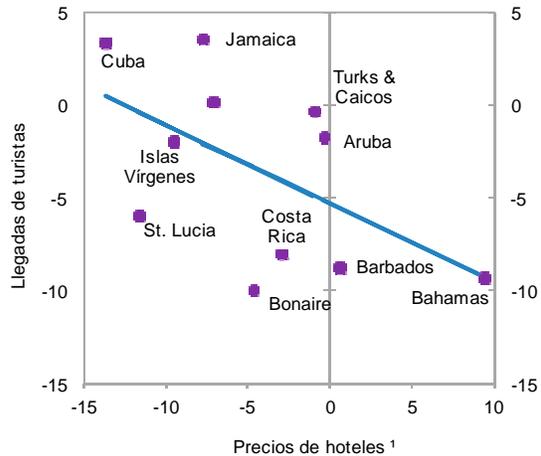
¹⁰ A mediados de 2010 se firmó un acuerdo de asociación con la Unión Europea.

Figure 2.12. Los arribos de turistas están en proceso de recuperación.

El Caribe: Llegada de turistas (Índice, 2007 = 100)



Llegada de turistas y precios de hoteles, 2009 (variación porcentual)

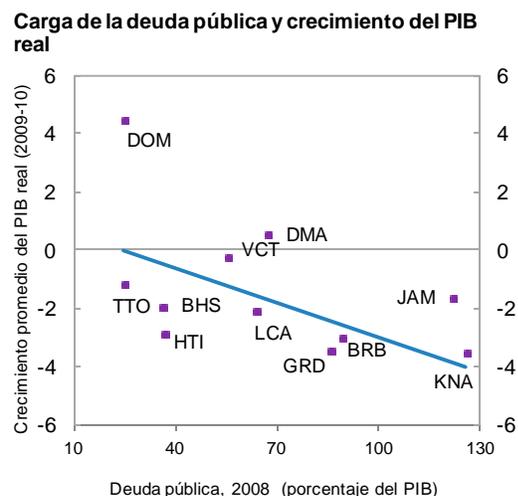


¹ Variación porcentual del promedio de precios de hoteles en dólares de Estados Unidos declarados en cada destino respecto a la variación del número de turistas arribados.

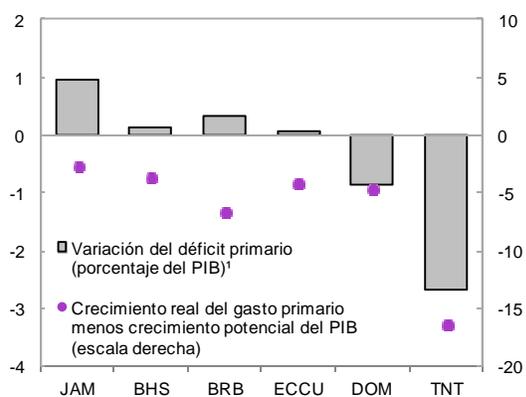
Fuentes: Organización de Turismo del Caribe; Hotels.com; y cálculos del personal del FMI.

avanzadas restringe las perspectivas de crecimiento del sector. El principal desafío consiste en consolidar las finanzas públicas al tiempo que se refuerza la competitividad. Las perspectivas son algo más favorables para los países que tienen una menor carga de endeudamiento y una menor dependencia del turismo.

Figure 2.13. Altos niveles de endeudamiento limitan la capacidad de implementar políticas anticíclicas.



Variación del déficit primario y crecimiento del gasto primario, 2010p



¹ Valores positivos (negativos) indican deterioro (mejora) en los balances fiscales primarios.

Fuentes: Cálculos del personal del FMI.

Afianzar el crecimiento

Tras caer más de 3% en 2009, el PIB real de la región del Caribe en su conjunto registrará sólo un ligero aumento en 2010 (menos del 1% en promedio, excluyendo a Haití), en gran medida debido a una gradual recuperación de la demanda mundial. No obstante, el repunte oculta una gran heterogeneidad, ya que se proyecta que el crecimiento será más débil en los países que soportan una alta carga de deuda. El panorama es más auspicioso para la República Dominicana, que tiene coeficientes de endeudamiento relativamente bajos y se beneficia de la reconstrucción actualmente en curso en Haití.

En Haití, la reconstrucción emprendida tras el devastador terremoto de principios de 2010 está respaldando una frágil recuperación. Se prevé que la masiva asistencia externa de impulso al crecimiento, aunque el impacto sobre la inflación quedaría contenido por las muy importantes brechas del producto y el alto componente de importaciones de la ayuda externa (véase un análisis más detallado en el recuadro 5.1). Las perspectivas serían muy diferentes, no obstante, si no llegara a concretarse la asistencia prometida.

El sector del turismo en el Caribe se está expandiendo lentamente, en línea con la tenue recuperación de las condiciones de empleo en las economías avanzadas. Durante el primer semestre de 2010, las llegadas de turistas al Caribe aumentaron a una tasa media de 3½% en comparación con el mismo período del año pasado. En ese aumento predominó la afluencia de turistas desde Estados Unidos y Canadá, frente a una continuada caída de las llegadas procedentes de Europa¹¹.

Por otra parte, la recuperación del turismo ha sido dispar. Las islas más pequeñas de la región han experimentado una caída más fuerte y más prolongada de la afluencia de turistas que algunas de las islas más grandes. Un examen más detallado de los datos indica que los destinos que redujeron más las tarifas hoteleras después de la crisis experimentaron caídas más moderadas en las llegadas de turistas. Aunque probablemente hay muchos factores en juego, la rigidez a la baja de los precios podría contribuir a explicar estas diferencias dentro de la región. Por ejemplo, los hoteles de la República Dominicana y Jamaica bajaron más los precios hoteleros que otros países y no experimentaron una disminución del número de visitantes. En cambio, los hoteles de Bahamas y Barbados fueron más reacios a bajar los precios y el turismo sufrió una caída mayor (gráfico 2.12).

¹¹ De las estimaciones del personal técnico se desprende que un aumento de 1 punto porcentual del desempleo en las economías avanzadas determina una caída de aproximadamente 5% en las llegadas de turistas. Véase Romeu y Wolfe (2010)

Aumentar la competitividad y el crecimiento en el mediano plazo sigue siendo un desafío crucial para las políticas macroeconómicas. En toda la región, mejorar la productividad exigirá reformas estructurales sostenidas, incluyendo aquellas que refuercen el papel del sector del turismo. Los mercados de trabajo deberán ser más flexibles (un factor particularmente importante dados los sistemas vigentes de tipo de cambio fijo) para permitir que la región pueda reaccionar mejor a los shocks externos y a una mayor competencia para captar turistas dentro y fuera de la región (por ejemplo, Cuba; recuadro 5.2).

Los riesgos para la región son a la baja. Además de los riesgos relacionados a la capacidad de implementar los ajustes de política económicas, la región está muy expuesta a las condiciones del mercado de trabajo en los países avanzados, las cuales podrían todavía empeorar. Sin margen para adoptar políticas anticíclicas, la región tendría que ajustarse a un escenario más negativo, concentrando el espacio fiscal disponible en la protección de los hogares más pobres.

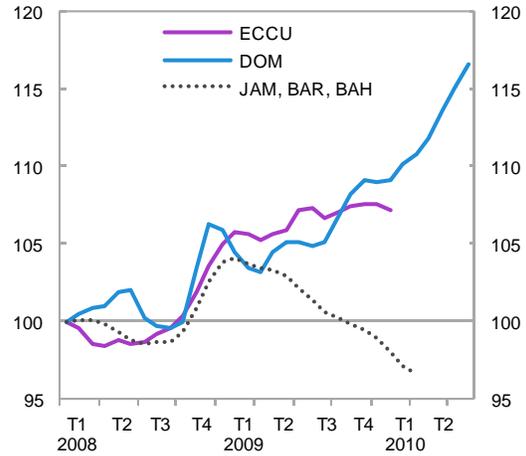
Reducir la elevada carga de la deuda

En la mayoría de los países de la región se están realizando esfuerzos para consolidar las finanzas públicas y reducir la elevada carga de la deuda pública, pero la debilidad del crecimiento y el bajo nivel de ingresos dificulta los avances. Pese a una contracción del gasto primario real, se prevé que la deuda pública aumente en promedio 15 puntos porcentuales del PIB entre 2008 y 2010, para la región en su conjunto.

Para financiar sus grandes desequilibrios fiscales, los gobiernos de la región recurrieron a los bancos y fondos de pensión locales, así como a las Instituciones Financieras Internacionales. El financiamiento concesional otorgado por PetroCaribe también ha desempeñado un papel importante, aunque persisten las dudas acerca de la sostenibilidad de esa asistencia, dada la situación económica de Venezuela.

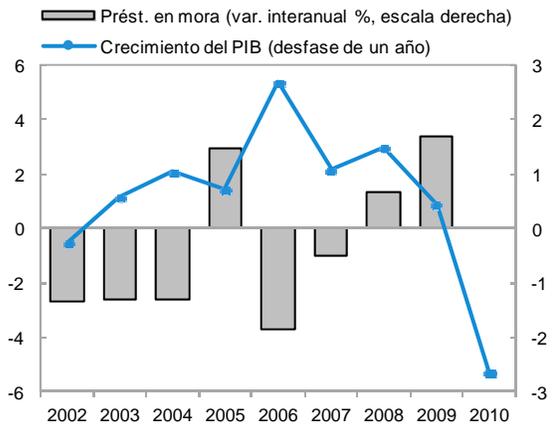
Figure 2.14. La recuperación del crédito ha sido lenta y han surgido vulnerabilidades por los efectos de la recesión económica.

Credito interno del sector privado¹
(Índice, enero 2008 = 100)



¹ Crédito al sector privado deflactado por IPC, promedio de dos meses.

El Caribe: Préstamos en mora y crecimiento del PIB¹



¹ Préstamos en mora medidos como préstamos riesgosos sobre préstamos brutos. Los préstamos en mora específicos se basan en el promedio de los datos disponibles de todos los bancos declarantes de cada país. Promedio simple para Bahamas, Barbados, Granada, Jamaica y St. Kitts y Nevis.

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

Como se mencionó en ediciones anteriores, colocar y mantener la deuda pública en una trayectoria firmemente decreciente es crucial para salir de la trampa que hoy representa la combinación de bajo crecimiento y alto endeudamiento (gráfico 2.13). Para lograr una necesaria mejora substancial en las cuentas

públicas será necesario una firme determinación para contener el gasto primario, especialmente los salarios del sector público, lo cual mejoraría la competitividad, dados los efectos secundarios que tendría en las remuneraciones del sector privado. Además, se necesitarán también medidas destinadas a ampliar la base impositiva (incluso mediante la eliminación de los crecientes incentivos tributarios) para aumentar los ingresos en el mediano plazo.

Fortalecer el sector financiero

El crédito en la región del Caribe tarda en recuperarse (como sucede en América Central), debido a la débil demanda de crédito, aunque en algunos casos uno de los factores ha sido el deterioro de los balances bancarios¹². Además, en algunos países las grandes necesidades de financiamiento público quizás estén ejerciendo un efecto de desplazamiento sobre el crédito al sector privado en algunos países (Bahamas, Barbados y Jamaica). Por otra parte, cierto aumento de los préstamos en mora como resultado de la recesión, sumado a una supervisión deficiente y a los bajos

niveles de provisiones, podría plantear otros riesgos para el sistema (gráfico 2.14). Las autoridades supervisoras deben mantener una estrecha vigilancia y estar preparadas para intervenir en caso necesario.

Los sistemas financieros siguen siendo vulnerables a shocks de contagio originados en los conglomerados financieros transfronterizos. Los pasivos contingentes asociados al colapso de CL Financial Group¹³, entidad con sede en Trinidad y Tobago, son un riesgo fiscal muy importante, particularmente para la Unión Monetaria del Caribe Oriental (ECCU), donde los reclamos de seguro ascienden al 17% del PIB regional. Las propuestas legislativas para reforzar y armonizar la supervisión y la regulación entre los socios regionales deben ser adoptadas de forma inmediata para poder mejorar la supervisión del sistema y mitigar los riesgos fiscales. Debería considerarse también el establecimiento de un régimen regulatorio único que coloque a todas las instituciones financieras no bancarias bajo un mismo ámbito, así como una mayor cooperación transfronteriza entre los supervisores regionales.

¹² El crédito privado ha repuntado en la República Dominicana, probablemente como resultado de los bajos coeficientes de apalancamiento y la mejora en las perspectivas de crecimiento.

¹³ En Trinidad y Tobago se asignaron cerca de 4% del PIB en 2009 para rescatar las filiales aseguradoras del grupo: Colonial Life Insurance Company (CLICO) y British American Insurance Company (BAICO). El rescate se limita a las operaciones de CLICO en Trinidad y Tobago, y queda por resolver el problema en otras islas.

3. Análisis del ciclo crediticio más reciente para un mejor manejo del próximo

En América Latina, el principal desafío financiero consiste en aumentar la profundidad financiera de manera segura, es decir, sin exacerbar los ciclos económicos. En los últimos años, las empresas y los hogares aumentaron su acceso al crédito bancario, en parte porque los gobiernos consiguieron una fuente alternativa de financiamiento en los mercados de bonos internos. El ciclo de crédito bancario que comenzó en 2005 evidenció que el crecimiento del crédito sigue siendo procíclico, aunque en éste se logró evitar un colapso en los niveles del crédito real en claro contraste con el pasado. Esto fue posible porque los bancos financiaron la expansión del crédito principalmente a partir de fuentes internas estables. Además, los pasivos de los bancos con no residentes —la fuente de financiamiento típicamente más volátil—eran relativamente reducidos. El comportamiento de los bancos varió según su tipo de propiedad. En esta oportunidad los bancos extranjeros tendieron a amplificar el ciclo, mientras que, en algunos países, los bancos públicos se comportaron en forma anticíclica. Si bien los bancos aprobaron satisfactoriamente la reciente prueba de tensión (“live stress test”), ello no debe dar lugar a la complacencia, en especial ahora que está comenzando un nuevo ciclo crediticio.

En el presente capítulo se analizan aspectos seleccionados del financiamiento interno de las economías de América Latina durante el ciclo crediticio más reciente, enfatizando los sucesos relacionados con la crisis mundial. El foco está puesto sobre el crédito bancario y, en menor medida, sobre el financiamiento mediante emisión de bonos. El principal objetivo es extraer lecciones de la experiencia de la región durante el último ciclo financiero, para lograr una mejor gestión del próximo.

El capítulo comienza con un breve panorama general de las principales características estructurales

del sistema bancario, destacando las tendencias de financiamiento más relevantes en el caso de América Latina. Luego se examinan el comportamiento de los bancos y los mercados de bonos durante el ciclo 2005–09 y la incipiente recuperación actual. Por último, el análisis identifica políticas útiles para gestionar el nuevo ciclo financiero.

Panorama general del sistema financiero

La crisis financiera mundial puso de relieve la necesidad de mejorar la comprensión de la dinámica del crédito, a fin de desarrollar sistemas bancarios más seguros y estables. Para ello, resulta útil comprender la estructura del mercado y la composición de los balances del sistema bancario.

El crédito bancario aún es la principal fuente de financiamiento en América Latina, en especial para el sector privado (gráfico 3.1). Sin embargo, la profundidad del financiamiento bancario interno todavía es relativamente bajo en la región, algo evidente si la comparamos con la de otros mercados emergentes. Así, el tamaño promedio del crédito bancario total apenas superó 40% del PIB en la última década, aproximadamente la mitad del registrado en Asia y menor que en las economías emergentes de Europa (gráfico 3.1). Las excepciones incluyen a Brasil y a Chile, cuyo cociente entre el crédito bancario y el PIB es superior al 75%.

El mercado de crédito de América Latina está dominado por los bancos privados locales (gráfico 3.2). Sin embargo, los bancos de propiedad extranjera y los flujos bancarios externos cumplen un rol importante en muchos países (recuadro 3.1). El crédito otorgado por los bancos públicos venía disminuyendo en la región

Nota: Este capítulo fue preparado por Jorge Iván Canales-Kriljenko y Camilo E. Tovar.

Recuadro 3.1. Estructura del mercado de crédito del sector privado: el papel de los bancos extranjeros

Las empresas y los hogares de América Latina obtienen crédito bancario de instituciones locales y extranjeras.

Para el país promedio, los bancos de propiedad local y extranjeros que informan al BPI otorgaron créditos al sector privado no financiero por un monto cercano al 30% del PIB a fines del 2009. Alrededor del 90% vino de bancos con presencia física en el país, sean bancos de propiedad local, sucursales o filiales extranjeras. En algunos países, la presencia local de bancos extranjeros en el crédito interno es muy grande, pero para la mediana de los países de la región, representa alrededor del 20% del crédito bancario interno. El crédito bancario transfronterizo equivale a alrededor del 3% del PIB.

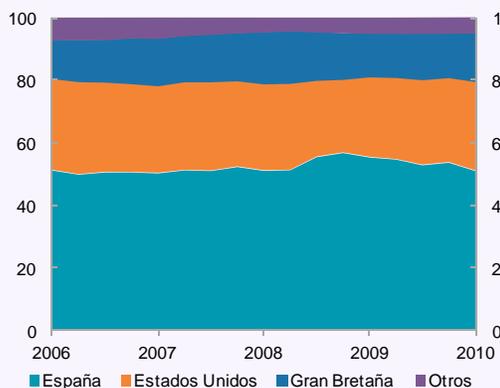
La importancia del crédito bancario transfronterizo varía considerablemente de país a país. El financiamiento bancario transfronterizo es particularmente grande en Chile (alrededor del 10% del PIB) y de alrededor del 4% del PIB en Brasil y México. Las sucursales y filiales bancarias extranjeras de bancos, por su parte, otorgaron créditos por el equivalente de 25% del PIB en Chile, el 19% del PIB en El Salvador y alrededor del 15% del PIB en México. En Brasil, esta proporción ha tenido un aumento significativo en los últimos años, pero aún es relativamente pequeña (alrededor del 6% del PIB).

Los bancos españoles juegan un papel preponderante. Representan alrededor del 50% de los activos totales de bancos internacionales en América Latina. A su vez, los bancos estadounidenses representan cerca del 30% y los bancos británicos, cerca del 20%. Los bancos canadienses, holandeses y alemanes representan menos que el 5% cada uno. Sin embargo, la importancia de los bancos internacionales de cada uno de los países industrializados varía de país a país en América Latina. Los bancos españoles Santander y BBVA tienen una presencia importante en los dos países más grandes de la región: Santander juega un papel más importante en Brasil y el banco BBVA focaliza sus operaciones en México.

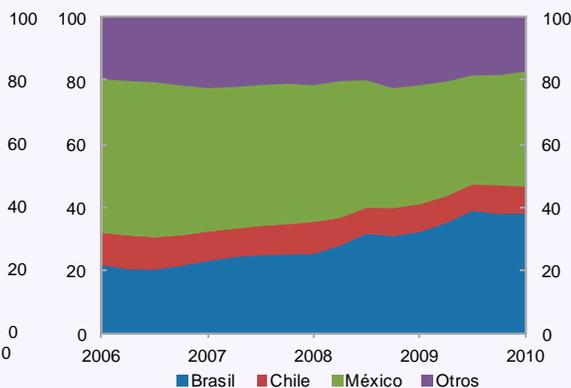
La participación de Brasil, sin embargo, ha ido en aumento desde fines del 2005, a expensas de la de México.

Debido a su tamaño, Brasil y México reciben la mayor parte de los activos de los bancos internacionales en América Latina. La reestructuración de la cartera en favor de Brasil quizás haya reflejado el mayor deterioro en las perspectivas económicas de México desde el 2007 dada la estrecha relación de la economía mexicana con la industria manufacturera estadounidense. Las participaciones de Brasil y México, sin embargo, parecen haberse estabilizado desde fines del 2009, probablemente porque reflejaron el impacto favorable que tuvo en México la recuperación de Estados Unidos.¹ En los últimos cinco años, Chile recibió una proporción relativamente grande y estable del financiamiento bancario global.

Participación en el crédito de bancos de países avanzados a América Latina, por país de origen (Porcentaje¹)



Participación en el crédito de bancos de países avanzados a América Latina, por país receptor (Porcentaje¹)



Fuente: Banco de Pagos Internacionales (BPI).

¹ La participación se calculó con respecto al total de crédito consolidado de bancos de Gran Bretaña, Holanda, Alemania, España y Estados Unidos a países de América Latina.

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

¹ La presencia de bancos internacionales en Brasil es mucho menor que en México, pero el sector financiero de Brasil es mucho más grande que el de México.

antes de la quiebra de Lehman, pero desde entonces cumplió un papel importante en algunas economías como Brasil, Chile y Costa Rica.

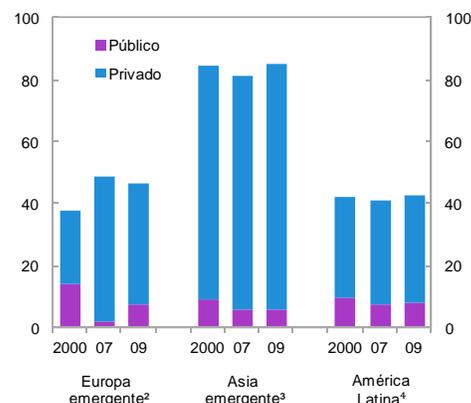
Un análisis más detallado del crédito bancario en América Latina revela que la mayor parte del crédito bancario interno se financia a partir de fuentes locales. Esas fuentes toman principalmente la forma de depósitos relativamente estables, en contraposición con el financiamiento mayorista (gráfico 3.3). Sin embargo, en los últimos años, el financiamiento recurrió cada vez más a la emisión de títulos (por ejemplo, bonos, que incluyen deuda subordinada y títulos a corto plazo).

El crédito al sector privado es el principal activo en los balances de los bancos. Aunque éstos también poseen una gran proporción de activos de los gobiernos y de los bancos centrales (gráfico 3.4). Los activos externos promedian aproximadamente el 10% del total de activos, aunque algunos de los sistemas bancarios más dolarizados también posee una proporción nada insignificante entre el 10% y el 20% de sus activos en el exterior¹.

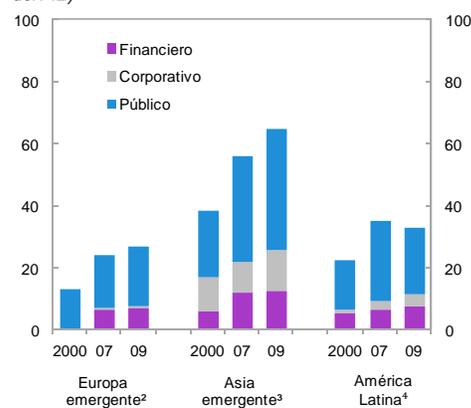
En este contexto, el panorama financiero registró una transformación importante en las principales economías de la región: la expansión a partir de 2004 de los mercados de bonos internos, a partir de una base muy reducida. Eso es especialmente significativo en el caso de los sectores gubernamental y financiero (recuadro 3.2), mientras que los mercados de bonos corporativos se mantuvieron en gran medida subdesarrollados (gráfico 3.1). A raíz de esa transformación, el sector público pudo reducir el financiamiento que obtenía de los bancos, lo cual generó un efecto de liberación de fondos que ahora están disponibles para el sector privado.

3.1. La estructura financiera Latinoamericana continúa dominada por bancos, pero los mercados de bonos se han expandido.

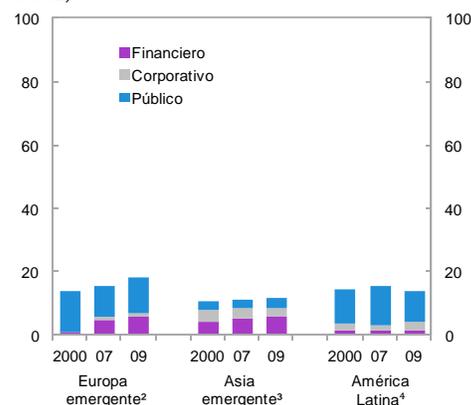
Tamaño del mercado de crédito bancario¹
(Valor en circulación, promedio simple como porcentaje del PIB)



Tamaño del mercado de bonos locales
(Valor en circulación, promedio simple como porcentaje del PIB)



Tamaño del mercado internacional de bonos
(Valor en circulación, promedio simple como porcentaje del PIB)



Fuentes: Banco de Pagos Internacionales; IMF, *International Financial Statistics*; y estimaciones del personal técnico del FMI.

¹ Stock de crédito neto de depósitos.

² Incluye a Hungría, Polonia y Rusia.

³ Incluye a China, Corea del Sur, Filipinas, India, Indonesia, Malasia, Singapur, Tailandia y Taiwán provincia de China.

⁴ Incluye a Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú, Uruguay y Venezuela.

¹ No hay evidencia que los bancos de la región tuvieran en sus tenencias "activos tóxicos" relacionados con la crisis financiera mundial, al menos no en cantidades importantes.

Recuadro 3.2. Mercados de bonos públicos en América Latina

Una transformación clave que tuvo lugar antes de la crisis mundial en las economías más grandes de la región (Brasil, Chile, Colombia, México y Perú) fue la expansión de los mercados de bonos públicos nacionales en moneda local (gráfico 3.1). El proceso, promovido por las

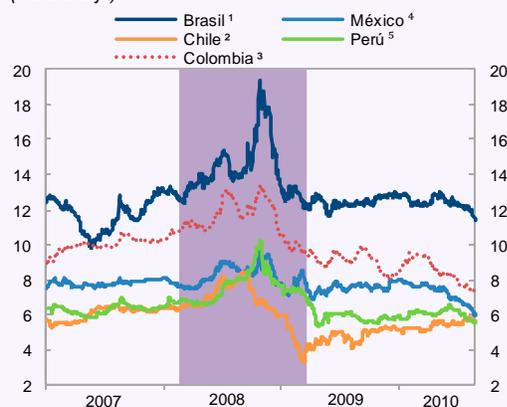
mejoras en las prácticas de gestión de deuda, las políticas macroeconómicas y las favorables condiciones externas, fue similar al observado en Asia¹. La deuda interna pública líquida de la región aumentó del 29% al 36% del PIB (de US\$450.000 millones de dólares a US\$1,1 billones). Esa expansión provocó una caída en las vulnerabilidades asociadas con el riesgo cambiario y el de refinanciamiento. La deuda relacionada con el tipo de cambio se fue eliminando gradualmente y los instrumentos de tasa fija en moneda local se expandieron con rapidez. El vencimiento promedio de la deuda comercializable también se extendió de tres años a más de cinco. A principios de 2008, la mayoría de los gobiernos de la región habían acumulado mercados relativamente líquidos de bonos con curvas de rendimiento en moneda local que, en algunos casos, llegaban hasta 15 años y, en otros, hasta 30 años o más (como México y Perú), que generaban información importante sobre precios para la economía. Esa transformación estuvo apoyada principalmente por agentes internos (como bancos y fondos de pensión) y, en una medida mucho menor, por inversionistas extranjeros, cuya participación fue limitada, excepto en el caso de México (CGFS, 2008).

¿Cuán confiables han sido esos mercados?

Los mercados de bonos de América Latina no fueron inmunes a los cambios significativos en la aversión al riesgo ni al proceso mundial de búsqueda de liquidez en dólares y de calidad en los activos. La quiebra de Lehman Brothers provocó un importante y rápido aumento en el rendimiento de los bonos públicos, especialmente pronunciado en el extremo a largo plazo de la curva de rendimientos (véase el gráfico, en particular el área sombreada)³. Sin embargo, el aumento del rendimiento de los bonos públicos nacionales tuvo corta vida. A principios de 2009, los rendimientos habían vuelto a los niveles previos a la crisis y continuaron descendiendo hasta estabilizarse a mitad de año. Análisis econométricos muestran cierto descenso en la sensibilidad del rendimiento de los bonos públicos nacionales a la aversión mundial al

riesgo, medida por el índice VIX. Esto sugiere que estos mercados lentamente se están desarrollando y reflejan mejoras en la gestión general de la economía y las finanzas públicas (reflejadas también a lo largo de los años en el aumento de las calificaciones del crédito soberano y en la disminución de las primas

Rendimiento de bonos gubernamentales de largo plazo (Porcentaje)



Fuente: Bloomberg, L.P.

¹ Instrumento de Brasil: Bono al 10% con vencimiento en enero de 2014; datos desde agosto de 2006.

² Instrumento de Chile: nota al 8% con vencimiento en 1 de junio de 2014; datos desde julio de 2004.

³ Instrumento colombiano: nota al 15% con vencimiento en 25 de enero de 2008 para el período comprendido entre el 14 de agosto de 2003 hasta el 8 de abril de 2008; posteriormente corresponde a una nota al 11,25% con vencimiento el 24 de octubre de 2018.

⁴ Retorno genérico de 10 años proviene de Bloomberg, L.P.

⁵ Instrumento peruano: bono al 7,84% con vencimiento el 12 de agosto de 2020; datos desde julio de 2005.

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

¹ Véase un estudio de los desafíos de políticas en el desarrollo de los mercados de bonos en moneda nacional en FMI (2002), Haussman y Eichengreen (2005), BPI (2008) y CGFS (2007), Mathieson *et al.* (2004). Véase un debate sobre cómo está vinculada esta transformación con los cambios en los patrones financieros externos de la región en Ocampo y Tovar (2008).

² Véase un panorama general de los mercados de bonos corporativos de América Latina antes de la crisis en Borensztein *et al.* (2008).

³ Cabe destacar que el comportamiento de Chile divergió del comportamiento del resto de la región, un indicio de que el mercado local comienza a comportarse con más madurez.

por riesgo). Los resultados confirman que estos mercados no son del todo inmunes al contagio y que todavía no se comportan como mercados maduros (como Australia, Canadá, Nueva Zelanda o Noruega), donde los brotes de aversión mundial al riesgo tienden a reducir el rendimiento de los bonos.

Sin embargo, la evidencia sugiere que hay una tendencia a la baja en la sensibilidad de los rendimientos de los bonos con respecto a la aversión al riesgo en períodos de tranquilidad. De

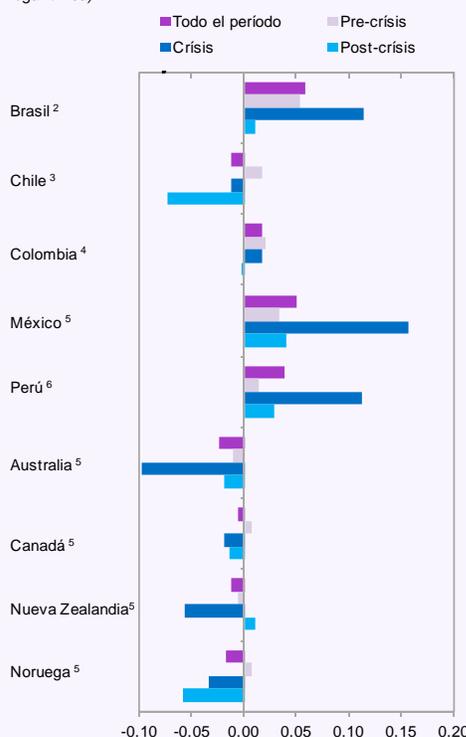
hecho, en el último año, Chile demostró una sensibilidad negativa a la aversión al riesgo (barra celeste del gráfico). Eso contrasta con la sensibilidad positiva que caracterizó a esos mercados en el período de tranquilidad que precedió a la caída de Lehman (barra azul del gráfico). Incluso en países donde los mercados tuvieron una reacción fuerte durante la crisis, como Brasil, hay indicios de una disminución de la elasticidad durante el último año. Estos resultados también son alentadores, puesto que incluyen la reciente nueva ronda de turbulencias en los mercados mundiales que se originó en Europa a principio de este año (véase el recuadro 2.1).

En el cuarto trimestre de 2008, los mercados internos de bonos experimentaron una fuerte caída.

Sin embargo, esto en parte refleja que las necesidades de financiamiento público ya habían sido satisfechas. Las mejoras en la gestión de la deuda pública y la reducción del déficit fiscal a largo plazo, demostraron que la disminución no generó una brecha de financiamiento inmediata⁴. Como se menciona en el texto, los gobiernos de la región pudieron emitir, renovar y canjear la deuda en los mercados internos de bonos cuando así lo necesitaron.

En líneas generales, la información disponible indica que los mercados de bonos se mantuvieron accesibles como fuente de financiamiento para los gobiernos y, hasta cierto punto, para las empresas de primer nivel, pero no para las pequeñas y medianas empresas.

Sensibilidad de los rendimientos de bonos gubernamentales en moneda local a cambios en el VIX¹
(Coeficientes del cambio porcentual de los rendimientos en escala logarítmica)



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

¹ Especificación: regresión del cambio porcentual del rendimiento de bonos contra el cambio porcentual del VIX, el VIX al cuadrado y el cambio porcentual de los retornos de bonos del tesoro de los Estados Unidos con vencimiento a 10 años (todas las variables en escala logarítmica). Los coeficientes reportados corresponden a la suma del coeficiente del VIX y dos veces el coeficiente del VIX al cuadrado multiplicado por el VIX en el punto medio (primera derivada). La especificación toma en cuenta los cambios semanales en los rendimientos al vencimiento durante tres períodos: a) todo el período (enero de 2008 a agosto de 2010) b) el período inmediatamente anterior a la crisis (enero 2005 a Julio de 2008); c) el período de crisis (agosto 2008 a julio 2009) ; y d) el período posterior a la crisis (agosto de 2009 a agosto de 2010). Las estimaciones toman en cuenta el cambio promedio del VIX para cada período.

² Instrumento brasilero: bono al 10% con vencimiento en enero de 2014; datos comienzan en agosto de 2006.

³ Instrumento chileno: nota al 8% con vencimiento el 06/01/14; datos comienzan en julio de 2004.

⁴ Instrumentos colombianos: nota al 15% con vencimiento el 01/25/12 para el período entre el 8/14/2003 y el 4/8/2008; posteriormente, valores corresponden a la nota por 11.25% con vencimiento el 10/24/18.

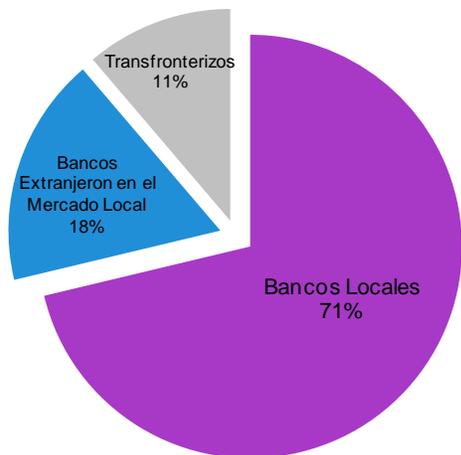
⁵ Rendimiento a 10 años genérico, Bloomberg, L.P.

⁶ Instrumento peruano: bono al 7.84% con vencimiento el 08/12/20; datos comienzan en julio de 2005.

⁴ Por ejemplo, en septiembre de 2008, Colombia había completado su plan de financiamiento externo anual y el 96% de sus necesidades de financiamiento interno.

3.2. Los bancos de propiedad local dominan el mercado de crédito al sector privado.

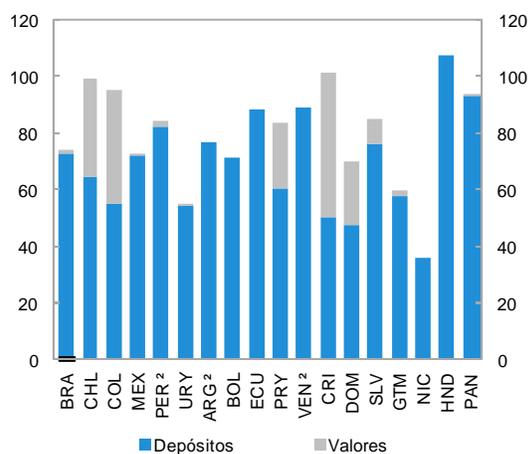
Participación de los bancos nacionales y extranjeros en el crédito al sector privado ¹



Fuentes: Estadísticas bancarias del BPI, Estadísticas Financieras Internacionales del FMI y cálculos del personal técnico del FMI.
¹ Participación promedio en países latinoamericanos en marzo de 2010.

3.3. El crédito se financia principalmente de fuentes internas en la forma de depósitos estables.

Relación entre el crédito privado y los títulos y depósitos monetarios ¹
 (Porcentaje)



Fuente: Datos presentados por autoridades nacionales para la elaboración de las Estadísticas Financieras Internacionales del FMI.
¹ Esto se estima a partir del cociente entre el stock de crédito al sector privado no financiero y la suma de títulos y depósitos monetarios. La parte de la barra total que está en rojo muestra el porcentaje de los pasivos monetarios que corresponde a títulos.
² No se cuenta con información sobre el stock total de títulos que cumplen un rol monetario.

Lecciones del último ciclo financiero

¿Qué grande fue el ciclo reciente?

Retrospectivamente, a lo largo de los últimos 15 años, el crecimiento del crédito en América Latina ha sido procíclico: un patrón común con el de otros mercados emergentes (gráfico 3.5)². La amplitud del ciclo del crédito suele superar —de manera significativa— la amplitud del ciclo de la demanda interna o el PIB. De esa manera, los cocientes entre el crédito y el PIB tienden a aumentar notablemente en períodos de auge y a disminuir drásticamente durante las recesiones.

Durante el último ciclo crediticio de América Latina, el crecimiento del crédito real se aceleró a partir de 2005 y se mantuvo creciendo a tasas altas, para caer luego, junto con la actividad económica tras la quiebra de Lehman Brothers. Sin embargo, no hubo caída pronunciada de los niveles de crédito real, ya que en esta oportunidad los sistemas bancarios se mostraron relativamente más capaces de resistir a los shocks externos.

Durante el período de auge (entre junio de 2005 y septiembre de 2008), la relación entre el crédito privado y el PIB aumentó en promedio 10 puntos porcentuales³. Sin embargo, se registraron diferencias importantes entre los países de la región. Por ejemplo, en Brasil, Chile, Costa Rica y Honduras, el aumento total del crédito bancario superó los 15 puntos porcentuales del PIB. En unos pocos países, en especial en América Central, los préstamos externos para las empresas y los hogares

² Es probable que la relación causal entre actividad económica y crédito sea bidireccional, aunque ello es en última instancia una cuestión empírica que es difícil de identificar con precisión. En este capítulo, asumimos que las expansiones y las contracciones del crédito tienen un efecto causal sobre la actividad económica, al menos en cierta medida. Eso no excluye la existencia de un efecto en el otro sentido, es decir, de la actividad económica sobre el crédito.

³ Las variaciones en los cocientes entre el crédito y el PIB se calculan a partir de la evolución del crédito real y el PIB. Además, la cifra de crédito real controla por las fluctuaciones asociadas al tipo de cambio real. Los cocientes utilizados como base son los de diciembre de 2007.

fueron el principal factor explicativo de la expansión crediticia (gráfico 3.6)⁴.

Durante la caída de la actividad, entre septiembre de 2008 y el punto mínimo del ciclo (el cual varía en cada país), el crédito disminuyó en promedio aproximadamente un punto porcentual del PIB. Las contracciones de crédito más significativas se dieron en El Salvador, Guatemala, Honduras y Uruguay. En marzo de 2010, el crédito seguía contrayéndose en muchos países de América Central. A pesar de tener una ponderación baja en el crédito total, los flujos internacionales explican una parte significativa de la baja del crédito registrada en esos países (gráfico 3.7).

Cambio en el financiamiento y la estructura de activos

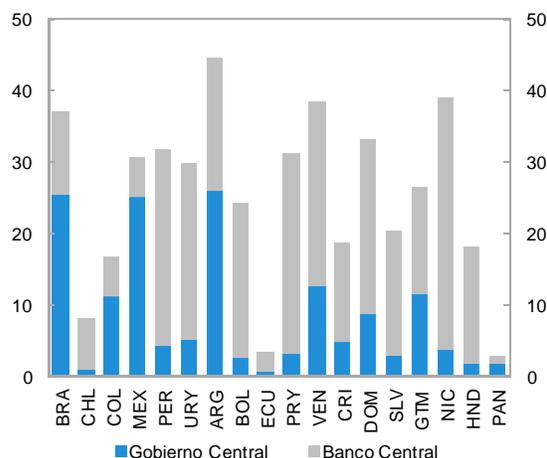
En el período de auge, los bancos financiaron su expansión crediticia con un aumento en la base de depósitos internos, pero también actuando como intermediarios de fondos del gobierno y de no residentes destinados a las empresas y a los hogares. A través del ahorro parcial del mayor recaudo fiscal generado durante el período de auge y contando con acceso al financiamiento mediante emisión de bonos, los gobiernos centrales redujeron su crédito neto proveniente de bancos, por lo que los estos últimos contaron con más fondos disponibles para prestar a las empresas y los hogares. En algunos países, los bancos también registraron una subida moderada de los pasivos con no residentes, parte de los cuales prestaron a las empresas y los hogares. En otros, los bancos también prestaron a las empresas y a los hogares fondos recibidos de otras instituciones financieras no bancarias, como los fondos de pensiones (gráfico 3.8).

Durante el período de desaceleración económica, se registró una reducción marcada en la tasa de crecimiento de los pasivos bancarios, incluso, en menor medida, en el caso de los depósitos internos. El crédito a las empresas y los hogares se desaceleró

⁴ Esta expansión, sin embargo, no puede definirse como un "boom del crédito" de acuerdo con la metodología comúnmente usada en la literatura (Mendoza y Terrones, 2008).

3.4. La deuda del gobierno y el banco central tienen una participación importante en los activos de los bancos.

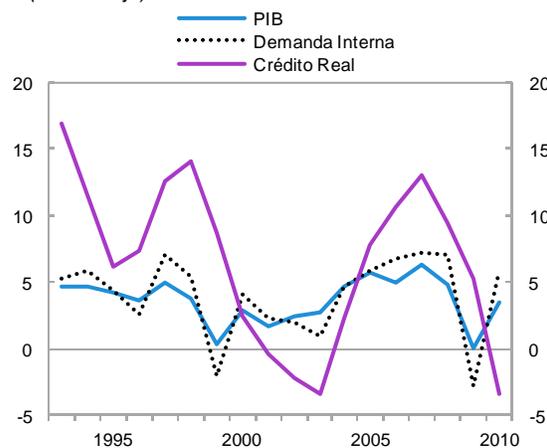
Participación del Banco Central y el Gobierno Central en los activos bancarios: marzo 2010



Fuente: Datos presentados por las autoridades nacionales para la preparación del IMF, *International Financial Statistics*.

3.5. El crédito al sector privado no financiero es procíclico.

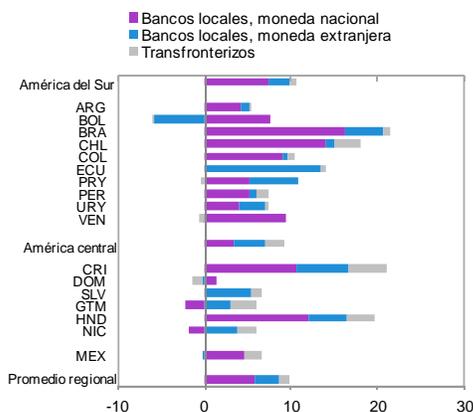
Ciclos de crédito real, demanda interna y PIB en América Latina¹
(Porcentaje)



Fuentes: Estadísticas Financieras Internacionales del FMI y *Perspectivas de la economía mundial*.
¹ El crédito real se estima dividiendo el crédito bancario nominal al sector privado no financiero (promedio de los dos últimos puntos de datos de fines de período) por el deflactor implícito del PIB. Las líneas muestran las medianas de la tasa de crecimiento de Argentina, Bolivia, Brasil, Chile, Colombia, Costa Rica, Ecuador, El Salvador, Guatemala, Honduras, México, Nicaragua, Panamá, Paraguay, Perú, República Dominicana, Uruguay y Venezuela.

3.6. Los bancos locales otorgaron la mayor parte del incremento en el crédito al sector privado en la parte ascendente del ciclo.

Etapa de expansión: Cociente entre el crédito real y el PIB, junio de 2005 a septiembre de 2008¹
(Crecimiento en puntos porcentuales)

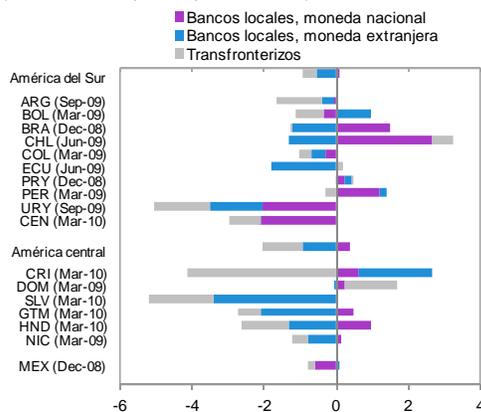


Fuentes: Estadísticas bancarias del BPI, IMF, *International Financial Statistics*, y cálculos del personal técnico del FMI.

¹ El cociente entre el crédito real y el PIB se calcula dividiendo el crédito real por el PIB real a precios de fines de 2007. El crédito en moneda local se deflacta utilizando el Índice de Precios al Consumidor (IPC) de un país determinado y el crédito en dólares de Estados Unidos se deflacta utilizando el IPC de dicho país. El crédito transfronterizo se estima multiplicando la proporción del crédito privado en las acreencias internacionales totales por los préstamos transfronterizos a los sectores público y privado, de los cuadros 7B y 9A, a partir de las estadísticas bancarias del BPI (disponibles en línea). Estos son ajustados según sea necesario con datos de crédito denominado en moneda extranjera del sistema bancario local a fin de que sumen a las acreencias totales en moneda extranjera (internacionales) de bancos extranjeros. El crecimiento de los bancos internos equivale al crédito al sector privado no financiero según las estadísticas financieras internacionales. El gráfico muestra el crecimiento del crédito hasta la quiebra de Lehman pero, en algunos países, el crecimiento del crédito llegó a un pico con anterioridad a la caída. En Ecuador y El Salvador, el dólar de Estados Unidos es la moneda de curso legal.

3.7. Durante la desaceleración, los créditos transfronterizos y en moneda extranjera se contrajeron de manera generalizada.

La desaceleración posterior a la quiebra de Lehman: Cociente entre el crédito y el PIB, septiembre 2008 - punto mínimo¹
(Incremento en puntos porcentuales)



Fuentes: Estadísticas bancarias del BPI, IMF, *International Financial Statistics*; y cálculos del personal técnico del FMI.

¹ La fecha en la que se llegó al punto mínimo en términos trimestrales para cada país está entre paréntesis. La moneda de curso legal de Ecuador y El Salvador es el dólar de Estados Unidos.

todavía más a medida que las tendencias de los balances registradas durante el período de auge cambiaban de dirección. En esta fase, los bancos transfirieron fondos (netos) a no residentes (mediante el incremento de sus activos extranjeros o desapalancando su exposición) y al gobierno (gráfico 3.9). En última instancia, la crisis confirmó que los depósitos internos fueron la fuente más estable de financiamiento bancario, mientras que los depósitos de no residentes son los pasivos más volátiles. En general, las instituciones financieras no fueron una fuente de inestabilidad, ya que se mantuvo la solidez de los bancos y la oferta de crédito no colapsó, como ocurriera a fines de la década de 1980 y principios de la de 1990. La desaceleración del crecimiento del crédito, no obstante, afectó más a las empresas más apalancadas (recuadro 3.3).

Parte de la reducción del crédito refleja un cambio en la gestión de activos por parte de los bancos, orientada a la búsqueda de seguridad ante el aumento de la incertidumbre. Eso se ve reflejado en el incremento de la participación de los títulos de gobiernos y bancos centrales en las cuentas del activo del balance de los bancos. La desaceleración económica acentuó la incertidumbre respecto a la capacidad de repago de los préstamos, lo que generó estándares de crédito más restrictivos. Así los bancos sustituyeron carteras de préstamos más riesgosas y rentables por títulos más seguros y menor rendimiento (por ejemplo, bonos públicos)⁵. La desaparición de la liquidez en los mercados internacionales generó una liquidación parcial de las carteras de renta fija de inversionistas extranjeros en mercados emergentes, incluido el de América Latina (gráfico 3.10).

En las economías grandes de la región, la emisión de bonos y otros títulos representó una fuente de financiamiento alternativa para los bancos. Eso fue posible porque, a diferencia de lo que ocurriera en episodios anteriores, no se produjo una fuga masiva de capitales de residentes. Por el contrario, algunos

⁵ En algunas economías grandes, los bancos adquirieron bonos públicos vendidos por los inversionistas extranjeros.

Recuadro 3.3. Estructura financiera y desempeño corporativo durante la crisis mundial: evidencia microeconómica para América Latina

Las empresas con mayor apalancamiento en América Latina tendieron a sufrir más durante la crisis financiera mundial. Esta conclusión surge de un análisis econométrico basado en la información de balances de todas aquellas empresas no financieras de Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México y Perú que cotizan en bolsa.

Mediante el uso de la metodología de “diferencia en diferencia” de corte transversal, Kamil y Sengupta (de próxima publicación) estimaron el impacto de la posición financiera de las empresas en la antesala a la crisis, sobre las ventas reales de las empresas, entre el tercer trimestre de 2008 y el segundo trimestre de 2009. Específicamente, buscaron relaciones sistemáticas entre las diferencias en el crecimiento de las ventas de las empresas y su a) estructura del capital (participación de la deuda a corto plazo, participación de la deuda denominada en dólares y el apalancamiento); b) dependencia del crédito bancario; c) tenencias de efectivo; y d) orientación exportadora. En el trabajo se tuvieron en cuenta otros factores que pueden afectar la actividad económica real de las empresas, como su tamaño, su acceso a los mercados de capital internacionales, el sector de actividad económica y el país donde operan.

En el trabajo se encuentra que un mayor apalancamiento y un crecimiento más acelerado del crédito bancario son los factores principales asociados con la caída en las ventas luego de la quiebra de Lehman (véase el cuadro)¹. El grado de dolarización de pasivos, que había sido una fuente de vulnerabilidad durante crisis anteriores, no pareció jugar un rol clave. Esto es consistente con los resultados presentados en ediciones anteriores de *Perspectivas Económicas Regionales* que documentaban que las empresas de América Latina ahora estaban menos expuestas al riesgo de tipo de cambio asociado con descalces de la moneda en sus balances. Además, el reciente estudio encuentra que las empresas con grandes saldos de caja pudieron a atenuar el impacto de las fricciones financieras en el pico de la crisis. Las firmas exportadoras fueron afectadas de manera desproporcionada, como cabría esperarse dada la fuerte disrupción que sufrió el comercio mundial durante la crisis y el hecho que el desplome de los precios de las materias primas afectó a muchas empresas de la región exportadoras de estos productos.

Efectos de las condiciones financieras en las ventas de las empresas después de la crisis¹⁻²⁻³

Variables explicativas	Efectos promedio	Efectos diferenciales	
		Firmas con poca liquidez	Firmas con alta liquidez
Crecimiento en el nivel de deuda de los bancos	-0.11 **	-0.08 *	-0.14
Incremento de deuda de corto plazo con respecto a deuda total de los bancos	-0.04	-0.06 **	-0.04
Proporción de deuda en dólares con respecto al total	-0.03	-0.02	-0.01
Observaciones	481	321	160

Fuentes: Kamil and Sengupta, de próxima publicación.

¹Basado en estimaciones de corte transversal a nivel de la firma para Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México y Perú.

Los valores predeterminados corresponden al cuarto trimestre de 2007 y postcrisis al período comprendido entre el tercer trimestre de 2008 y el segundo trimestre de 2009.

²El apalancamiento se define como el porcentaje de pasivos con respecto a activos. La proporción de deuda de los bancos se define como el porcentaje de deuda total de los bancos con respecto a los pasivos totales.

³ Las estimaciones incluyen variables binarias para el país y para la industria así como otras que controlan por el tamaño de la firma, pero sus coeficientes no son reportados. ***, ** con significancia al 1 y 5 por ciento respectivamente.

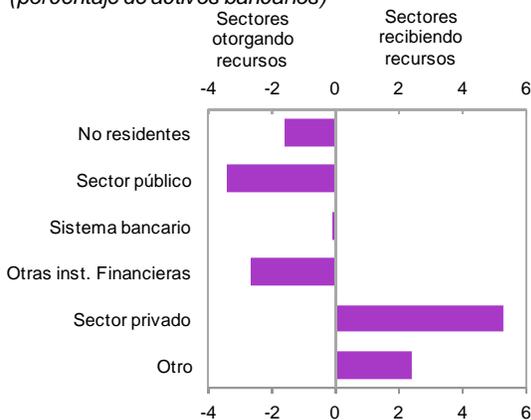
⁴El punto de corte de liquidez es un cociente de caja al total de activos del 9.6% para todas las firmas de la muestra.

Nota: Este recuadro fue elaborado por Herman Kamil y Rajeswari Sengupta.

¹ La mediana del nivel de apalancamiento (definido como el cociente entre pasivos y activos) antes de la crisis para las empresas en la muestra era de aproximadamente 47 %, con Brasil liderando el grupo (55 %) y Chile, Colombia y Perú por debajo del valor mediano.

3.8. Durante la expansión, los bancos intermediaron recursos de no residentes, el sector público y otras instituciones financieras hacia el sector privado.

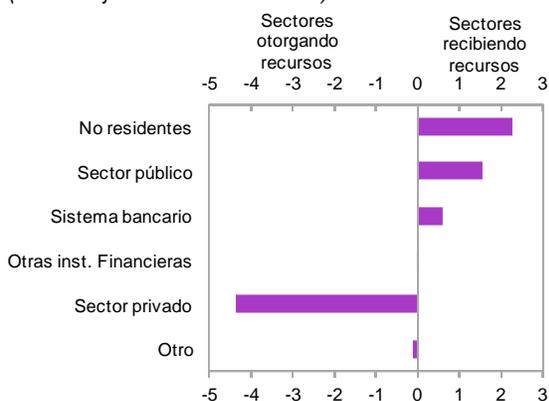
Bancos locales: cambio en la posición neta del sector, 2005–septiembre 2008¹
(porcentaje de activos bancarios)



Fuente: Datos presentados por autoridades nacionales para la preparación de las Estadísticas Financieras Internacionales del FMI.
¹ Estimado como el promedio de los coeficientes nacionales de Bolivia, Brasil, Chile, Colombia, Costa Rica, Ecuador, El Salvador, Guatemala, Honduras, México, Nicaragua, Paraguay, República Dominicana y Uruguay.

3.9. Durante la desaceleración, los bancos repagaron los recursos de no residentes y acumularon liquidez en activos del sector público.

Bancos locales, cambio en posición neta del sector Septiembre 2008- punto mínimo (específico de cada país)
(Porcentaje de activos bancarios)¹



Fuentes: Datos presentados por las autoridades nacionales para la preparación de las Estadísticas Financieras Internacionales del FMI.
¹ Estimado como el promedio de los coeficientes nacionales de Bolivia, Brasil, Chile, Colombia, Costa Rica, Ecuador, El Salvador, Guatemala, Honduras, México, Nicaragua, Paraguay, República Dominicana y Uruguay.

agentes internos, como los fondos de pensiones, repatriaron capitales. Durante 2009 y 2010, un gran número de bancos de la región emitieron bonos para financiar su capital de trabajo y sostener el crecimiento del crédito (por ejemplo, BBVA Colombia, BBVA Bancomer, Banco Santander Perú, Scotia Bank Perú). Los bonos a largo plazo representaron una fuente de financiamiento estable para los bancos, que por definición, no fue afectada por la crisis.

Diferencias en el comportamiento de los bancos extranjeros y públicos

Los bancos de propiedad local demostraron ser una fuente de financiamiento más estable, ya que los bancos extranjeros mostraron vaivenes más pronunciados a lo largo del ciclo. En particular, el crédito proveniente de bancos de propiedad extranjera que informan al Banco de Pagos Internacionales disminuyó mucho más rápido que el otorgado por bancos de propiedad local (gráfico 3.11)⁶. Un análisis más detallado muestra que los flujos internacionales registraron una contracción marcada; el crédito suministrado por sucursales y subsidiarias de bancos extranjeros con financiamiento local resultó menos volátil, aunque también se desaceleró. Los datos disponibles sobre Brasil, Chile, Colombia, Costa Rica, Perú y Uruguay muestran que las sucursales y subsidiarias de bancos extranjeros en general desaceleraron su oferta de crédito antes —y, a menudo, en mayor medida— que los bancos de propiedad interna. Ese patrón guarda coherencia con otros resultados que indican que los bancos internacionales suelen ser más sensibles a los cambios en las condiciones financieras mundiales que los bancos de propiedad local⁷. Por contraste, en

⁶ Los bancos extranjeros que no informan a las Estadísticas Bancarias Internacionales del Banco de Pagos Internacionales son importantes en América Central, donde los bancos locales operan en varios países de la región.

⁷ Retrospectivamente, analizando un período de 12 años, en Galindo y Rojas-Suárez (2010) se concluye que los bancos de propiedad extranjera en América Latina —con la excepción notable de los bancos españoles— tendieron a magnificar el efecto que los cambios de las condiciones de

(continued)

promedio, algunos bancos públicos cumplieron una función anticíclica moderada durante la desaceleración. Expandieron el crédito en términos reales o redujeron su tasa de crecimiento a un ritmo mucho más lento que el aplicado por bancos locales privados y bancos extranjeros. Eso resultó especialmente significativo en Brasil, Chile y Costa Rica (recuadro 3.4), pero también fue importante en Argentina, El Salvador, México y Uruguay⁸. Esa función anticíclica fue posible, en parte, porque dichos países contaban con espacio fiscal.

Calidad de los activos

El shock que golpeó al sistema bancario durante la crisis mundial no resultó desestabilizador para el sistema financiero como en otras ocasiones. Las fluctuaciones de los tipos de cambio, los precios de las materias primas (que afectan a los exportadores de materias primas y benefician a los importadores) y en la actividad económica, si bien fueron significativos en algunos casos, tuvieron una duración corta. Además, los efectos adversos se vieron parcialmente contrarrestados por la baja en las tasas de interés internacionales.

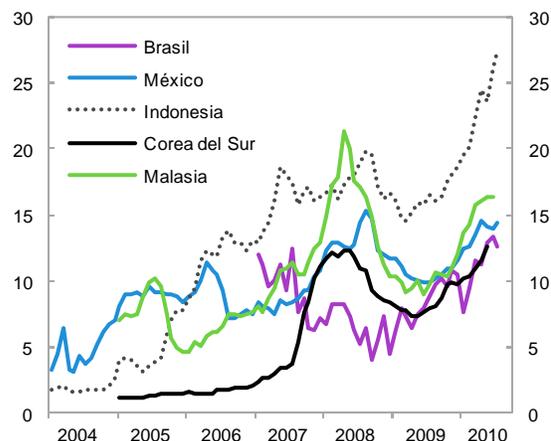
Los indicadores financieros estándar se debilitaron, pero los bancos de la región no perdieron su solidez. La crisis mundial y la recesión correspondiente bajaron su rentabilidad, pero no de manera considerable (gráfico 3.12). Ello reflejó una reducción de la cartera de préstamos (que en general genera retornos más altos que los activos líquidos) y la subida registrada en los préstamos morosos (que se duplicaron, aunque partían de niveles bajos), lo cual activó la necesidad de contar con un mayor nivel de provisiones. La baja moderada de la rentabilidad es coherente con la idea generalizada de que los sistemas bancarios de la región no tenían una exposición significativa a los activos

riesgo en los mercados de capitales internacionales tienen sobre el crecimiento del crédito real.

⁸ Si bien hay bancos públicos en muchos países de la región, solo en algunos —como Argentina, Brasil, Chile, Costa Rica, República Dominicana, Uruguay y Venezuela— representan más del 10% de los activos del sistema.

3.10. Los inversionistas extranjeros redujeron temporalmente sus tenencias de deuda pública, pero rápidamente las volvieron a acumular.

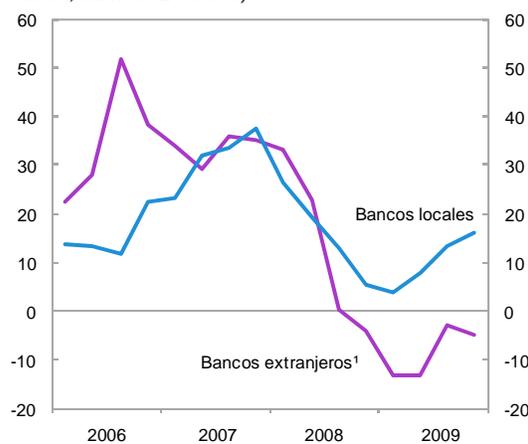
**Países de mercado emergente seleccionados:
Tenencias externas de títulos de deuda pública**
(Porcentaje de títulos totales de deuda pública)



Fuentes: EMED; CEIC y Haver Analytics.

3.11. El crédito de bancos extranjeros esta vez fue más volátil.

Crédito bancario al sector privado de América Latina, por tipo de banco
(mediana del crecimiento porcentual de los montos en dólares, últimos 12 meses)



Fuentes: Estadísticas bancarias del BPI, Estadísticas Financieras Internacionales del FMI y estimaciones del personal técnico del FMI.
¹ Incluye el crédito consolidado de bancos extranjeros al sector privado no financiero sobre la base máxima de riesgo informada por el BPI en el cuadro 9C. El crédito bancario local se estima como el crédito de bancos locales al sector privado no financiero más la estimación de los flujos internacionales, explicada en el gráfico 3.2, menos el crédito de bancos extranjeros. Las series se ven afectadas por las variaciones en el tipo de cambio, que hacen más volátil el crédito de los bancos locales si estos tienen una mayor proporción de sus créditos en moneda local.

Recuadro 3.4. Los bancos públicos como herramienta anticíclica: experiencias de Brasil, Chile y Costa Rica

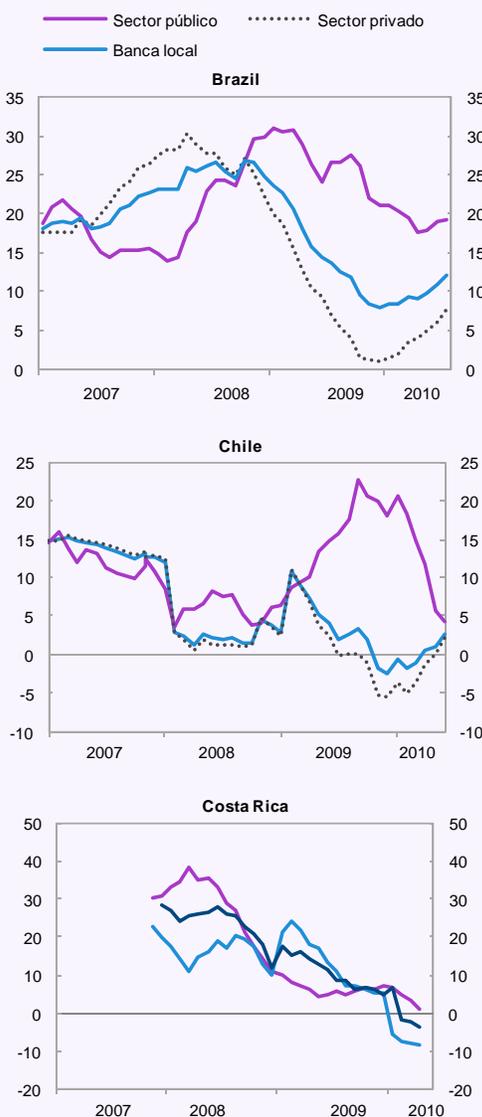
En algunos países, entre ellos Brasil, Chile y Costa Rica, los bancos públicos desempeñaron un papel importante en suavizar el ciclo crediticio al compensar la contracción en el crédito otorgado por bancos privados (tanto locales como extranjeros). El efecto de las medidas dependió, en parte, de la participación inicial de los bancos públicos en el crédito total.

En Brasil, la desaceleración registrada en el crecimiento del crédito real al sector privado tras la quiebra de Lehman fue mucho menor en las instituciones financieras públicas que en instituciones privadas y extranjeras. En particular, en 2009 el crecimiento del crédito real ofrecido por instituciones públicas mantuvo un crecimiento superior al 20%, mientras que las instituciones extranjeras, contrajeron su crédito real. Ese comportamiento fue un componente explícito de la respuesta de políticas anticíclicas adoptadas en el país, instrumentadas principalmente a través del banco estatal BNDES (Barbosa, 2010). El importante efecto que tuvieron las medidas indica que los bancos públicos aún tienen un tamaño muy considerable en Brasil, administrando alrededor de 15 por ciento del producto en crédito al sector privado no financiero en 2009. La participación de las instituciones financieras públicas en el mercado de créditos al sector privado había disminuido a 35% hacia fines de 2008, del 60% de principios de la década de 1990). Tras la expansión reciente, la participación de las instituciones financieras públicas aumentó a cerca de 40%.

A su vez, el Banco Estado de Chile también incrementó notablemente su oferta de crédito al sector privado luego de lo ocurrido con Lehman. No obstante, el efecto sobre el crédito total de los bancos locales para el sector privado fue menor que en el caso de Brasil, debido a que su participación en el mercado es menor. En 2009, el Banco Estado administró alrededor de 11 % del producto en crédito al sector privado no financiero.

En Costa Rica, los bancos públicos desempeñaron un papel similar. Dada la dolarización elevada en los bancos privados, el crédito real aumentó en el momento del impacto, en el último trimestre de 2008, cuando la moneda se depreció, un efecto que tendió a erosionarse con el tiempo. El banco público mantuvo la estabilidad del crecimiento del crédito real durante casi un año, mientras que en los bancos privados el crecimiento disminuyó rápidamente. Los bancos públicos costarricenses administran cerca de 25 % del producto en crédito al sector privado no financiero, lo que equivale a cerca de la mitad del crédito total que reciben las empresas y los hogares.

Crecimiento real del crédito en bancos públicos y privados
(Cambio porcentual; deflactado por el IPC nacional)



Fuentes: Banco Central de Brasil; Superintendencia de Bancos de Chile; y Banco Central de Costa Rica.

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

tóxicos que afectaron los sistemas financieros de las economías avanzadas, o al menos no en cantidades sistémicas. Los indicadores de solvencia patrimonial permanecieron altos.

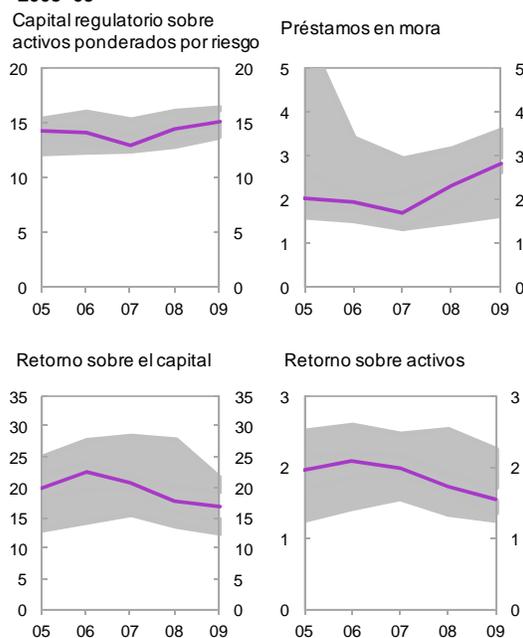
Las indicadores de mercado sobre las probabilidades de cesación de pagos de los bancos (medidas según el indicador de frecuencia esperada de incumplimiento (FEI) de Moody's y definida como la imposibilidad de cumplir con un pago programado) aún son bajas, pero son mayores que antes de la crisis. Tras la quiebra de Lehman, los indicadores FEI registraron un aumento significativo, en especial en Brasil. Recientemente, la solidez de los bancos de Venezuela se ha deteriorado (gráfico 3.13). Los indicadores FEI suelen estar correlacionados con el índice VIX, lo que sugiere que reflejan no solo evoluciones específicas de los bancos, sino también los cambios que se producen en la aversión al riesgo global. Otro dato empírico sobre la capacidad de resistencia relativa de la rentabilidad de los bancos regionales fue el comportamiento de las valorizaciones del mercado de los bancos. A diferencia de lo que ocurrió en las economías avanzadas ubicadas en el centro de la crisis, los precios de las acciones de los bancos se mantuvieron estables respecto de los precios de otras acciones de cada país (gráfico 3.14).

Un rol complementario de financiamiento de los mercados de bonos

A pesar de las condiciones crediticias más restrictivas y ante la ausencia de una fuga de capitales los principales participantes del mercado (por ejemplo, los gobiernos y las grandes empresas), pudieron encontrar respaldo en los crecientes mercados de bonos locales. Cuando fue necesario, los gobiernos de la región pudieron emitir, renovar y canjear la deuda en mercados internos de bonos (por ejemplo, Brasil, Colombia, México y Perú) (recuadro 3.2). Sin duda, también fue un factor positivo el que las finanzas públicas no estuviesen demasiado comprometidas (porque ya se habían cubierto las

3.12. Los bancos mantuvieron su solvencia.

América Latina: Indicadores de solidez financiera, 2005-09¹

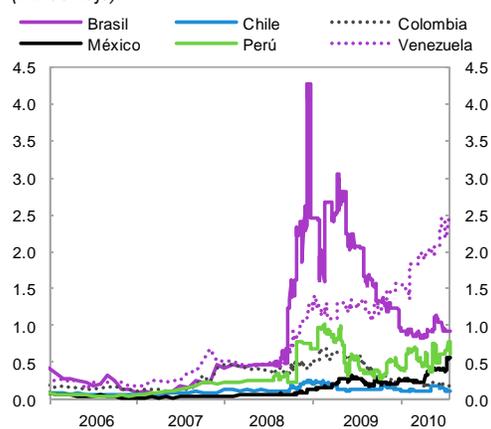


Fuentes: Autoridades nacionales y cálculos del personal técnico del FMI.

¹ La definición oficial de indicadores de solidez financiera varía de un país a otro. Las líneas sólidas indican la mediana de los indicadores de los países de la región, mientras que el área sombreada contiene del segundo al cuarto quintil. Los países de la muestra son Argentina, Bolivia, Brasil, Chile, Colombia, Costa Rica, Ecuador, El Salvador, Guatemala, Honduras, México, Nicaragua, Panamá, Paraguay, Perú, República Dominicana, Uruguay y Venezuela.

3.13. La probabilidad de cesación de pagos es baja, pero se encuentra por encima de los niveles anteriores a la crisis global.

Probabilidad esperada de cesación de pagos¹ (Porcentaje)

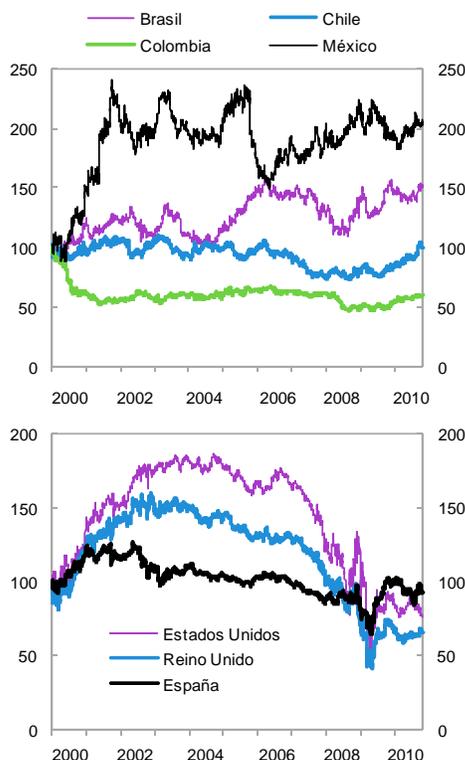


Fuente: Moody's KMV.

¹ Las probabilidades esperadas de cesación de pagos respecto del servicio de obligaciones de pasivos de bancos están disponibles para bancos que cotizan en bolsa. Las líneas representan la mediana de las probabilidades esperadas de cesación de pagos para una muestra de bancos de cada país. Esos bancos representan entre el 30% y el 90% de los activos bancarios del país. Los datos disponibles para México no resultaron representativos.

3.14. Los precios de las acciones bancarias fueron afectados en menor medida que en economías avanzadas.

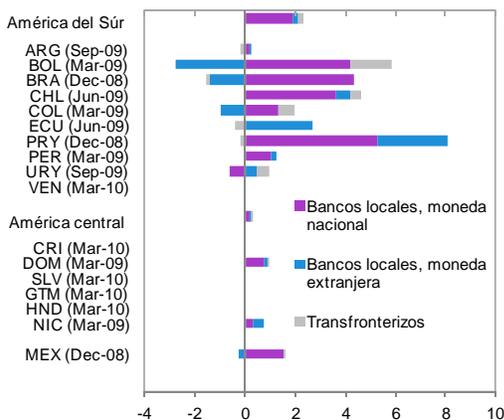
Precios relativos de acciones de bancos en países seleccionados¹
(Índice, 2000=100)



Fuente: Datastream
¹ Calculado como el cociente entre el índice de acciones financieras y el índice general.

3.15. El ritmo de recuperación de crédito ha variado, pero los bancos locales han liderado el paso.

La recuperación hasta marzo de 2010 inclusive, Cociente entre el crédito y el PIB¹
(Aumento en puntos porcentuales)



Fuentes: Estadísticas Bancarias del BPI, IMF, *International Financial Statistics*, y cálculos del personal técnico del FMI.
¹ La fecha en la que se llegó al punto mínimo en términos trimestrales para cada país está entre paréntesis. La moneda de curso legal de Ecuador y El Salvador es el dólar de Estados Unidos.

necesidades de financiamiento) gracias al progreso logrado con el tiempo en la gestión de deuda y en la reducción de déficits fiscales.

Los mercados internos de bonos corporativos cumplieron un papel menor. La expansión registrada entre 2003 y 2008 fue limitada. En general, a esos mercados solo podían acceder las empresas de primera línea (financieras o corporativas). Durante la contracción de la actividad económica, disminuyeron las existencias de bonos en circulación emitidos en el extranjero, que se vieron contrarrestadas en parte por los bonos emitidos internamente.

Implicaciones de política para el ciclo actual

Como se indicó anteriormente, los sistemas bancarios de la región resistieron de manera relativamente satisfactoria la crisis mundial; si bien los bancos aprobaron satisfactoriamente la reciente prueba de estrés real, ello no debe tomarse como una invitación para cruzarse de brazos, en especial si tenemos en cuenta que comienza un nuevo ciclo crediticio.

En algunos países, el crédito ya está volviendo a crecer, aunque el ritmo de recuperación no es uniforme. En América del Sur, donde se muestra un crecimiento sólido, los préstamos de bancos internos en moneda local, por el momento, se ubican a la vanguardia (gráfico 3.15). Considerado en su totalidad, el último ciclo crediticio representó un aumento del crédito real para las empresas y los hogares, a pesar de una reversión transitoria y relativamente pequeña (gráfico 3.16).

Mirando a futuro, en la medida que las condiciones financieras externas vuelven a ser positivas para la expansión del crédito (tasas de interés bajas y relativamente alta tolerancia al riesgo), es preciso estar atentos para no incurrir en excesos.

¿Qué lecciones deja la experiencia del último ciclo financiero para la gestión del próximo?

Utilizar la regulación macroprudencial para suavizar los ciclos financieros

Las autoridades deben tratar de suavizar el ciclo financiero evitando las fluctuaciones cíclicas excesivas en el crédito privado y una conducta excesivamente riesgosa por parte de los bancos. Además, es preciso que las autoridades tengan en cuenta la interacción compleja entre el sistema financiero y la economía en su totalidad, a fin de preservar la estabilidad financiera. Todo eso exige una visión más amplia de la estabilidad macroeconómica, que complemente las políticas macroeconómicas anticíclicas con medidas macroprudenciales. (Esa idea se analiza en más detalle en el capítulo 4).

Claves para la profundización financiera segura

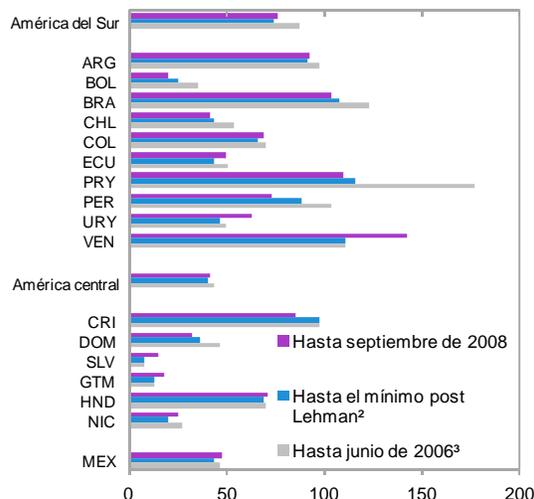
La conveniencia de aumentar la profundización financiera no puede justificar el crecimiento del crédito no sostenible y riesgoso. Muchos países en el mundo han podido incrementar el crédito como proporción del PIB. Pero aumentar el crédito con demasiada rapidez puede poner en una posición vulnerable al sector financiero, lo que incrementa la probabilidad de un colapso financiero. La clave del éxito parece radicar en una fuente estable de financiamiento y una capacidad comprobada de gestionar los riesgos bancarios en materia de activos.

Es probable que la forma de financiamiento más segura sea la base de depósitos de residentes. El aumento de la intermediación financiera mediante el crecimiento de los depósitos internos, sin embargo, es un proceso de más largo plazo. El nivel de depósitos internos depende de manera crítica de la estabilidad macroeconómica, pero también del sistema legal, regulatorio y judicial. De hecho, los países que se considera respetan más el estado de derecho suelen tener mayores bases de depósitos internos (gráfico 3.17)⁹. Por ende, las mejoras en esta área podrían ayudar a atraer fondos que los residentes de América Latina poseen actualmente en

⁹ Véase por ejemplo La Porta y otros (1997).

3.16. La mayoría de los avances en el nivel de profundización del crédito se han mantenido.

Crecimiento del crédito real desde junio de 2005¹ (Porcentaje)



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

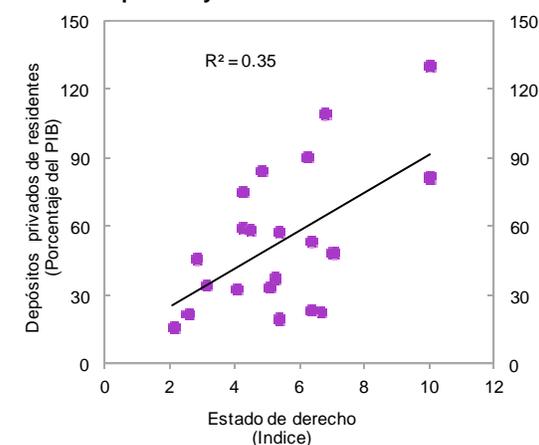
¹ Crédito real al sector privado, a tipo de cambio real constante.

² Punto mínimo específico de cada país definido como la observación más baja del crédito real desde septiembre de 2008.

³ Datos hasta junio de 2010 inclusive, excepto en el caso de Bolivia y Nicaragua (marzo).

3.17. Los países con amplio respeto de la ley suelen tener una base de depósitos mayor.

Base de depósitos y estado de derecho: 2007¹



Fuentes: IMF, *International Financial Statistics*, e *International Country Risk Guide* (guía internacional del riesgo país).

¹ La muestra incluye a Argentina, Australia, Brasil, Canadá, Chile, Colombia, Corea, Ecuador, Egipto, Filipinas, India, Indonesia, Israel, Malasia, México, Nueva Zelanda, Pakistán, Perú, Sudáfrica, Tailandia, Turquía, Uruguay y Venezuela.

el extranjero, manteniendo los ahorros financieros en depósitos internos y promoviendo la intermediación. A fin de promover la estabilidad, las políticas deberían impulsar a los bancos a limitar la dependencia de formas de financiamiento volátiles, incluido los depósitos de no residentes, en especial los depósitos a corto plazo y de tipo mayorista. Por el momento, los pasivos de no residentes suelen tener un tamaño reducido en América Latina (gráfico 3.18). Las autoridades también deben cuidar que las regulaciones y demás políticas no alienen a las empresas a tomar préstamos internacionales directos, y que cuenten con sistemas —como ya ocurre en muchos países— que permitan a las autoridades llevar a cabo un seguimiento de la deuda corporativa internacional. Si bien los préstamos internacionales proporcionan acceso a ahorros externos necesarios, pueden ser una fuente de vulnerabilidad, pues tienden a ser considerablemente más volátiles que los ahorros internos y tienden a propiciar descalces de monedas.

El grado de seguridad de utilizar financiamiento de mercado (es decir, no basado en depósitos) para el crédito bancario al sector privado depende de su compatibilidad con la estructura de vencimientos (y monedas) de los balances de los bancos. El uso de títulos a corto plazo genera riesgos claros; los bonos de más largo plazo pueden ofrecer acceso a inversionistas institucionales (incluidos aquellos de otros países) y ayudar a los bancos a financiar con mayor seguridad viviendas e inversiones a largo plazo. Eso puede complementar los préstamos a largo plazo que los bancos pueden suministrar mediante su función tradicional de “transformación de los vencimientos” (preferentemente a partir de una base de depósitos relativamente estable).

Con algunas excepciones, los bancos locales de la mayoría de los países de América Latina financian su crédito para el sector privado no financiero a partir de depósitos de las empresas y los hogares residentes. En particular, en la mayoría de los países, la cantidad de depósitos de ese tipo supera la cantidad de crédito otorgado al sector privado (Véanse también las Perspectivas Económicas Regionales del segundo trimestre de 2009 y Kamil y

Rai, 2010). Las principales excepciones son los bancos de Chile, Colombia, Costa Rica y Paraguay, que también recurren a los títulos (incluidos en la definición del FMI de dinero en sentido amplio¹⁰). Esos títulos parecen ser formas de ahorros de residentes internos, por lo que deberían ser bastante estables en el tiempo. En Chile, dos terceras partes de esos títulos están en manos de fondos de pensiones internos y la tercera parte restante en manos de los hogares. En Colombia, Costa Rica y Paraguay, más del 80% están en manos de las empresas y los hogares.

La promoción del financiamiento estable se ha convertido en un tema prudencial importante en foros internacionales. El Comité de Supervisión Bancaria de Basilea propuso una regla de liquidez para Basilea III, que exige que los bancos financien los activos menos líquidos con una fuente de financiamiento estable. En la práctica, el coeficiente de financiación estable neta establece el nivel mínimo de fondos estables que debe tener un banco dada la estructura de liquidez de sus activos. Los bancos deberían financiar totalmente sus préstamos a las empresas y los hogares a partir de fuentes estables. La regla define el financiamiento estable como capital, acciones preferenciales o pasivos con un plazo mayor al año antes del vencimiento, más una proporción de depósitos a la vista y a plazo que se espera permanezcan en la institución incluso en periodos de turbulencia. Sin embargo, el Comité de Basilea no propone la instrumentación de esa regla sino hasta 2018. Sería conveniente para América Latina incorporar lo más pronto posible los elementos principales de Basilea III, en especial a medida que el nuevo ciclo crediticio empiece a cobrar impulso.

En líneas similares, el Banco Central de Nueva Zelanda fijó en 2009 un límite cuantitativo sobre el financiamiento de corto plazo y transfronterizo (“offshore”). Las autoridades tienen planes de endurecer ese límite a lo largo de los próximos años.

¹⁰ Esos instrumentos negociables incluyen certificados de depósitos emitidos por sociedades de depósito (véase <http://www.imf.org/external/pubs/ft/mfs/manual/index.htm>).

Actualmente, se contempla que el requisito de “financiamiento básico” del 65% del total de préstamos y adelantos, pase al 75% antes de 2012. La definición de “fondos básicos” incluye el financiamiento que es estable porque cuenta con un plazo de al menos un año antes de su vencimiento o porque proviene de fuentes con pocas probabilidades de retirar su dinero rápidamente (en contraste, por ejemplo, al financiamiento offshore a corto plazo). (Véase Hoskin y otros, 2009.)

Aumentar la disponibilidad de crédito para el sector privado, donde sea posible

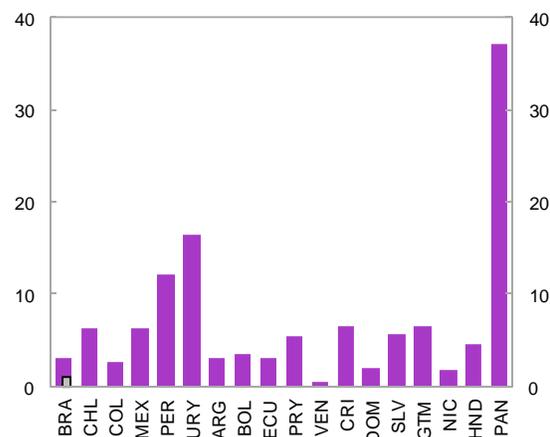
Una manera de aumentar la disponibilidad de crédito, incluso con la base de depósitos existente, consiste en reducir la proporción del crédito bancario que absorba el gobierno y el banco central. En Argentina, Brasil y México, por ejemplo, los gobiernos centrales representan aproximadamente la cuarta parte del total de activos bancarios. Las acreencias sobre los bancos centrales, incluidas las reservas exigidas y los títulos del banco central, también figuran en forma destacada en los balances de los bancos de muchos países de la región. Por supuesto, las tenencias de títulos del banco central y del gobierno ofrecen una liquidez que paga intereses, algo que se necesita en distintos grados de acuerdo con el país. (En algunos casos, el tamaño de las tenencias de esos títulos por parte de los bancos también puede reflejar la escasez de oportunidades de inversión segura y rentable¹¹.)

Los países más grandes de la región redujeron satisfactoriamente la deuda pública y mejoraron su composición. Sin embargo, todavía hay un amplio margen para mejorar. Más allá de las políticas evidentes de consolidación fiscal para reducir todavía más los niveles de deuda pública,

¹¹ Esa escasez puede deberse a deficiencias en las leyes y los marcos para resolver disputas que dificultan exigir el cumplimiento de los contratos de crédito o la ejecución de las garantías. También es posible que se deba a defectos de infraestructura que dificultan evaluar la solvencia de los prestatarios, por ejemplo en casos de desarrollo incipiente de organismos de control crediticio o registros de crédito.

3.18. Los no residentes aportan una porción relativamente baja de los pasivos bancarios.

Participación de los no residentes en el total de los pasivos bancarios: 2010 (marzo)
(Porcentaje del pasivo total)



Fuente: Datos presentados por las autoridades nacionales para la preparación del IMF, *International Financial Statistics*.

también es posible reducir la participación de esos activos en los balances de los bancos mediante una gestión activa de la deuda pública que permita el acceso a fuentes de crédito y títulos alternativos para el financiamiento gubernamental. Esas fuentes alternativas pueden incluir financiamiento externo, que será más seguro en términos macroeconómicos si se denomina en moneda local. Eso podría profundizar el desarrollo de instrumentos y mercados para cubrir el riesgo de tipo de cambio que asumen los inversores extranjeros.

Bancos extranjeros y públicos

Además de los roles que suelen desempeñar los bancos extranjeros y públicos en el sistema bancario, el último ciclo crediticio puso de relieve otra dimensión, asociada con su comportamiento cíclico¹². Durante este período, los bancos extranjeros tendieron a amplificar el efecto de las condiciones de financiamiento externo. Por otra parte, algunos bancos públicos tuvieron un papel contracíclico aparentemente útil. Debe tenerse en

¹² Véase un análisis anterior en BID (2005).

cuenta ese aspecto al tomar decisiones en materia de políticas monetarias y bancarias.

Las decisiones en torno de la entrada en el mercado de bancos extranjeros y de la existencia y objetivos de los bancos públicos deben sopesar cuidadosamente sus ventajas y desventajas, y ser congruentes con las obligaciones del país de en base al Acuerdo General sobre el Comercio de Servicios (AGCS) u otros acuerdos de comercio. Por lo general, los bancos extranjeros aportan nueva tecnología, innovación y eficiencia. Además, los trabajos académicos han documentado que los bancos extranjeros cumplieron un rol estabilizador durante episodios de dificultades financieras de origen nacional.

Por otro lado, si bien los bancos públicos pueden no ser los más idóneos para la asignación del crédito bancario, pueden cumplir la función de brindar algunos servicios sociales y financieros, como la creación de mercados que de lo contrario no se desarrollarían.

La función anticíclica de algunos bancos públicos durante la reciente crisis mundial, aparentemente útil, sin embargo, debe analizarse con cuidado. En primer lugar, para operar de manera verdaderamente anticíclica, deberían desacelerar (o contraer) en gran medida el crecimiento del crédito en períodos de auge, algo que aún no se ha observado. Los riesgos fiscales asociados al otorgamiento de préstamos por parte de bancos públicos están siempre presentes, y se necesita una gestión de gobierno corporativo fuerte para controlarlos. En particular, se suele acumular presión política a favor de los subsidios y la asignación de créditos directa. Aunque los préstamos de bancos públicos puedan tener un rol anticíclico útil en episodios infrecuentes y extremos originados en el exterior, como la reciente crisis financiera mundial, en general, no son el mejor instrumento anticíclico¹³. Durante las fluctuaciones cíclicas normales, la política monetaria es más flexible y eficaz.

¹³ Cuando una perturbación adversa tiene origen fiscal, los bancos públicos pueden no tener margen para cumplir una función anticíclica.

Fortalecimiento de otros mercados financieros

La crisis mundial puso de relieve que los mercados financieros están fuertemente interconectados y que los problemas que ocurren en cualquiera de ellos pueden perjudicar a otros, de modo que se magnifican sus efectos macroeconómicos. Una lección fue que el alcance de la regulación debe incluir a cualquier institución o mercado financiero que pudiera tener efectos sistémicos. La supervisión financiera debe ser tan exhaustiva y estar tan consolidada como sea posible.

Los mercados financieros no bancarios generan beneficios importantes, aunque su desarrollo también trae consigo nuevos riesgos. Por ejemplo, los mercados de títulos y derivados pueden incrementar el bienestar y la estabilidad financiera de una economía ayudando a los distintos actores a gestionar y compartir mejor el riesgo. También pueden ayudar a canalizar los ahorros a largo plazo directamente a emprendimientos productivos y, al mismo tiempo, proporcionar liquidez a los inversionistas permitiendo su negociación en el mercado. Además, los instrumentos financieros para gestionar y transformar el riesgo ayudan a atraer inversionistas extranjeros hacia activos en moneda local, permitiéndoles una cobertura contra el riesgo cambiario. Estos aspectos pueden ayudar a consolidar mercados más estables y profundos que ayuden a reducir los descalces en monedas y plazos, aumentando como subproducto la capacidad de la economía de absorber entradas de capital grandes y persistentes. Ello es posible al ayudar a canalizar las entradas de capital hacia activos de largo plazo denominados en moneda nacional, en lugar de aquellos de corto plazo denominados en moneda extranjera.

Sin embargo, esos mercados también pueden ser una nueva fuente de riesgo. Los mercados más sofisticados y complejos de títulos y derivados suelen generar dificultades para determinar quién asume el riesgo en última instancia, lo que puede amplificar en algunas circunstancias la tensión y profundizar las dificultades inherentes a la toma de

decisiones en materia de políticas. Como quedo demostrado durante la crisis mundial, puede tratarse de un problema grave si quienes corren con el riesgo son instituciones financieras sistémicas o no residentes que se apresuran a abandonar el mercado. Por lo tanto, las autoridades de supervisión deben vigilar rigurosamente y conocer bien la calidad de esos títulos y derivados que llegan a los balances de los bancos o crean exposiciones fuera del balance.

Durante la reciente crisis mundial, América Latina no experimentó una tensión macroeconómica importante a causa de las dificultades en esos mercados. Cuando comenzó la crisis financiera mundial, la región solo tenía mercados de títulos y derivados desarrollados en unos pocos países. La mayor parte de los mercados de bonos internos financiaban sobre todo al sector público, mientras que el mercado de bonos corporativos era pequeño y se limitaba en gran medida a grandes empresas. Los mercados de derivados y la titularización de activos estaban dando sus primeros pasos¹⁴. Si bien América Latina no experimentó problemas bancarios graves originados en esos mercados, el abuso de las transacciones de derivados en divisas en el sector corporativo provocó cierta tensión en México y Brasil después de la quiebra de Lehman¹⁵.

Sobre la base de la experiencia de los países avanzados, las autoridades de América Latina deberían seguir muy de cerca los acontecimientos de los mercados financieros no bancarios a fin de lograr una perspectiva exhaustiva de la estabilidad financiera. El desafío consiste en estimular su crecimiento y, al mismo tiempo, contener sus riesgos. Para ello, las autoridades deben evaluar el grado de interconexión entre las instituciones

financieras y otros mercados financieros teniendo en cuenta que las estructuras más complejas suelen conllevar más riesgo o, por lo menos, son más difíciles de supervisar, por lo que exigen más atención.

Conclusiones finales

América Latina realizó avances considerables en el fortalecimiento de su sector financiero en la última década. El gran desafío para la región es seguir incrementando la profundidad financiera de manera segura, evitando expansiones excesivamente rápidas del crédito que puedan terminar en un colapso financiero. Para ello, debe preservarse la estabilidad macroeconómica, hacerse cumplir la regulación prudencial y continuar fortaleciendo la supervisión financiera. Los cambios legales, regulatorios y judiciales que mejoren los derechos de los acreedores pueden incrementar la seguridad de los depósitos y bonos internos. En última instancia, estos expandirán la cantidad de oportunidades de crédito en la economía. Si son adecuadamente administrados y supervisados, los mercados de títulos y derivados internos pueden ayudar a profundizar los mercados financieros internos y fortalecer la estabilidad financiera al permitir que instituciones financieras y empresas administren mejor su riesgo. Al hacerlo, ellos pueden aumentar la capacidad de la economía de absorber cantidades considerables y persistentes de entradas de capital. Sin embargo, las autoridades financieras deben supervisar cercanamente estos mercados porque también pueden ser una nueva fuente de riesgos. Los supervisores deben entender cómo estos mercados afectan las exposiciones al riesgo tomadas por instituciones financieras sistémicas y poder detectar tempranamente cuando las empresas o instituciones financieras estén utilizando estos mercados para aumentar, en lugar de disminuir, sus perfiles de riesgo. En el futuro inmediato, el desafío regulatorio radica en mejorar el conjunto de instrumentos prudenciales que ayuden a gestionar mejor el incipiente ciclo crediticio.

¹⁴ Véase un panorama de la titularización en América Latina antes de la crisis en Scatigna y Tovar (2007).

¹⁵ Las apuestas no lineales que hicieron algunas empresas a la volatilidad del tipo de cambio provocaron grandes pérdidas cuando el tipo de cambio se depreció en octubre de 2008. La mayoría de los acreedores y accionistas desconocía la existencia de esas posiciones, al igual, quizá, que algunos ejecutivos de las empresas. (Véase Perspectivas Económicas Regionales de mayo de 2009, recuadro 2.2, y Jara y otros, 2009).

4. Herramientas macroprudenciales en América Latina: Conceptos básicos

La crisis mundial ha puesto de relieve la necesidad de asignar mayor importancia al riesgo sistémico en el análisis de política y de incorporar una perspectiva macroprudencial en su formulación. Esto resulta especialmente pertinente cuando las condiciones de financiamiento externo pueden llevar a excesos financieros y económicos (burbujas de precios de los activos, crecimiento de crédito excesivo y auge de la demanda agregada). Los países de América Latina ya han estado usando herramientas con fines macroprudenciales, y las autoridades están activamente dedicadas al análisis de los riesgos sistémicos y la definición de políticas que incorporen una perspectiva macroprudencial. A pesar del incipiente consenso sobre la necesidad de adoptar un enfoque macroprudencial para las políticas, su diseño está aún en desarrollo y su implementación representará un verdadero desafío. En este capítulo se reseña la experiencia de América Latina con políticas macroprudenciales y se exponen algunas consideraciones generales que orienten su uso e integración en los marcos de política existentes.

La crisis mundial ha puesto en evidencia la compleja interacción entre los sectores financieros y real. Esto pone de relieve la necesidad de asignar mayor importancia al riesgo sistémico en el análisis de política e incorporar una perspectiva macroprudencial en su formulación. Los actuales marcos macroeconómicos y microprudenciales tienen limitaciones cuando se trata de identificar y manejar el riesgo sistémico¹. Es posible que no logren identificar o manejar correctamente los excesos financieros o los shocks adversos que plantean un riesgo para el sistema financiero y la economía en su conjunto (por ejemplo, la toma excesiva de riesgo, entradas excesivas de capital).

Nota: Los autores de este capítulo son Camilo E. Tovar y Mercedes Vera Martín.

¹ Los marcos microprudenciales pueden definirse como aquellas políticas que limitan la posibilidad de quiebra de una institución en particular limitando los riesgos idiosincrásicos (Véase el análisis que sigue y el presentado en Crocket, 2000).

Por tanto, abordar el riesgo sistémico representa una nueva prioridad para las autoridades, siendo el colapso de Lehman un claro recordatorio de que su naturaleza no siempre resulta obvia.

Aún más, el conjunto tradicional de herramientas de política puede ser demasiado inflexible o traer consigo disyuntivas difíciles en materia de política². Por ejemplo, tasas de interés de política muy elevadas pueden desactivar una burbuja, pero al mismo tiempo crear una fuerte recesión o, en algunos casos, incluso exacerbar la causa del desequilibrio (por ejemplo, las entradas de capital). En este sentido, los instrumentos macroprudenciales pueden permitir una intervención focalizada, ofreciendo alternativas más focalizadas que el uso de las políticas macroeconómicas tradicionales que se asemejan más a los “antibióticos de amplio espectro”. Por ese motivo, las autoridades de América Latina han optado por complementar el conjunto habitual de herramientas de política con otros instrumentos³. De cara al futuro, el desafío será cómo establecer un marco más amplio que evalúe y gestione los riesgos sistémicos y los potenciales efectos amplificadores del sector financiero, para contribuir a suavizar el ciclo financiero y económico⁴.

² Véase en Blanchard, Dell’Ariccia y Mauro (2010) una reseña detallada del papel de las políticas macroeconómicas después de la crisis financiera mundial.

³ Algunas de estas medidas afectan las operaciones financieras entre residentes y no residentes. La distinción entre controles de capital y medidas prudenciales podría ser poco clara, porque, en algunos casos, las medidas prudenciales son impuestas solo a los no residentes, y por lo tanto se las considera como controles de capital. En este capítulo no se aborda tal distinción y se considera que las medidas orientadas a la estabilidad financiera son prudenciales o macroprudenciales

⁴ Véase en Kodres *et al.* (2010) un análisis más amplio acerca del rediseño del esquema general del futuro sistema financiero.

Incorporar una perspectiva macroprudencial en el marco de política tiene especial importancia en medio de condiciones de financiamiento externo que pueden dar lugar a excesos financieros y económicos (burbujas de precios de los activos, crecimiento excesivo del crédito y auges de demanda). Los sistemas financieros de la región soportaron la reciente crisis financiera mundial mejor que en el pasado. Esto fue posible en parte gracias a la mejora de las políticas prudenciales, correctamente adaptadas a las circunstancias propias de cada país, como su etapa de desarrollo financiero, y enriquecidas con las lecciones aprendidas de crisis financieras anteriores. Pero las mejores políticas macroeconómicas de la región y la resistencia de los términos del intercambio también fueron factores determinantes que mitigaron la severidad del shock sobre los sistemas financieros⁵. De ahí que visto hacia adelante y a la luz de la experiencia reciente la capacidad de resistencia del sistema financiero no pueda darse por descontada.

El actual ciclo económico en América Latina, especialmente América del Sur, puede plantear desafíos debido al fuerte repunte económico, que puede estar de forma creciente acompañado por grandes entradas de capital (véase el capítulo 2). Más específicamente, podrían surgir excesos no sólo a través del sector bancario (el núcleo del sistema financiero de la región), sino también a través de otros mercados en proceso de desarrollo (por ejemplo, los mercados de bonos o de derivados) que quizá no estén sujetos a una plena supervisión (véase el capítulo 3). Por lo tanto, sería importante incorporar, en la medida de lo posible, el análisis del riesgo sistémico en la formulación de las políticas para garantizar la estabilidad financiera y macroeconómica. El diseño de un eventual marco

⁵ Una mayor flexibilidad del tipo de cambio contribuyó a atenuar los incentivos a las entradas de capital; las políticas fiscales menos procíclicas ayudaron a moderar la exuberancia cíclica; y el sistema financiero no estuvo expuesto a activos tóxicos (gracias en parte a las mejores oportunidades de ganancias entre los diversos sectores). Además, y a pesar de la profundidad de la crisis mundial, los precios de las materias primas no se derrumbaron como en el pasado.

macroprudencial, y de su perímetro, está aún en debate a nivel internacional.

En este capítulo se reseña brevemente el debate internacional actualmente en curso sobre las políticas macroprudenciales, incluido el concepto de riesgo sistémico y los objetivos de esas políticas. Presenta algunos ejemplos de la experiencia internacional con estas medidas, particularmente en América Latina, y concluye con una discusión de los desafíos que deberán enfrentar éstas políticas desde la perspectiva de América Latina.

Riesgo sistémico y políticas macroprudenciales—un debate internacional en marcha

¿Qué es el riesgo sistémico? El riesgo sistémico puede definirse como “el riesgo de interrupción de los servicios financieros causado por un trastorno de la totalidad o de parte del sistema financiero que puede tener importantes repercusiones negativas sobre la economía real”⁶. Tiene dos dimensiones: una dimensión intersectorial y otra temporal⁷. La primera toma en cuenta la distribución del riesgo en todo el sistema financiero y económico y, por lo tanto, refleja externalidades dentro del sistema (por ejemplo, exposiciones comunes, interconexión). A este respecto, las asimetrías de información acerca de la exposición de contrapartes son un elemento central del contagio durante períodos de tensión financiera, como lo demostró claramente la reciente crisis financiera⁸. La segunda dimensión toma en

⁶ Véase el informe presentado al G20 por el Consejo de Estabilidad Financiera (CEF), Fondo Monetario Internacional y el Banco de Pagos Internacionales (2009).

⁷ Esta caracterización proviene del Banco de Pagos Internacionales (BPI). Véanse más detalles en BPI (2009), Borio (2010, 2009) y Persaud, (2009). Algunas referencias anteriores incluyen a Borio *et al.* (2001) y Crocket (2000). Análogamente, el Banco de Inglaterra (2009) usa los términos riesgos de red y agregado para las dimensiones intersectorial y temporal de los riesgos sistémicos.

⁸ Si bien la caída de Lehman no habría sido identificada *ex ante* como un shock macroeconómico potencial, este tuvo consecuencias financieras sistémicas debido a la incertidumbre acerca de las exposiciones (“de quién son las pérdidas?”) en un sistema financiero sumamente interconectado.

cuenta cómo evoluciona el riesgo del sistema en su conjunto y cómo se acumula en el tiempo, así como las vinculaciones en ambos sentidos entre el sistema financiero y el ciclo económico real. Esta explica la prociclicidad típica del sistema financiero^{9,10}.

Desde la perspectiva de América Latina, el manejo de la prociclicidad constituye una prioridad de política económica en particular por los prospectos de abundantes entradas de capitales¹¹. Pero también debe prestarse atención a las lecciones que dejó la crisis en las economías avanzadas, especialmente en cuanto a la forma de evaluar y abordar las exposiciones comunes y la interconexión en el sistema financiero. Por otra parte, la supervisión de los descalces cambiarios y de liquidez, incluidos los del sector empresarial, sigue siendo un aspecto crucial para la gestión del riesgo sistémico.

¿Qué es la política macroprudencial? La política macroprudencial contribuye a promover la estabilidad financiera y macroeconómica reduciendo los riesgos sistémicos. Con respecto a su dimensión cíclica, se podría pensar como la combinación de un conjunto de herramientas basadas en reglas y de un grado limitado de discrecionalidad que permite gestionar el papel del sistema financiero como fuente de shocks y amplificador de los ciclos económicos. Su objetivo es reducir la prociclicidad de los servicios financieros disminuyendo la acumulación de riesgos en la fase expansiva del ciclo y reduciendo el desapalancamiento durante la fase contractiva para respaldar la actividad económica. Estos “amortiguadores” actuarían como estabilizadores económicos y financieros. En el caso de la dimensión intersectorial, la política macroprudencial procura reducir la propagación de

efectos indirectos dentro de una red financiera estrechamente interconectada. Esto exige abordar no solo el problema de las entidades demasiado grandes para quebrar, sino también identificar las instituciones sistémicas (desde el punto de vista de no poder ser fácil su reemplazo financiero). En este caso, la calibración de las herramientas prudenciales es específica a cada institución y requiere evaluar la importancia sistémica de esa institución (es decir, su contribución al riesgo del sistema como un todo).

¿Cómo medir el riesgo sistémico? Un enfoque macroprudencial exige medir e identificar la fuente y el alcance del riesgo sistémico. La tarea es mucho más compleja que en otros ámbitos de política, donde un indicador determinado puede servir como meta. En particular, es improbable que un indicador pueda revelar si el riesgo sistémico es demasiado alto o demasiado bajo, o si surgirán o no desequilibrios más adelante¹². Por lo tanto, las autoridades tienen que basarse en un conjunto amplio de indicadores que examinen las diferentes dimensiones del problema y combinarlos con dosis de criterio propio para evaluar la vulnerabilidad del sistema¹³. Para identificar el riesgo sistémico también se requerirá un mayor grado de transparencia y divulgación de información, a fin de limitar el contagio en situaciones de tensión¹⁴. No obstante, es preciso

⁹ Véase en Andritzky *et al.* (2010) un análisis detallado del uso de las políticas para hacer frente a la prociclicidad.

¹⁰ Por ejemplo, un apalancamiento excesivo fue la causa central de los desequilibrios financieros previos a la crisis financiera mundial, cuando la ilusión del riesgo y una excesiva liquidez determinaron una subvaloración de los riesgos.

¹¹ Véase FMI (2010c) para una discusión general sobre la expansión de la liquidez a nivel mundial y las opciones que los países receptores tienen en términos de política.

¹² Por ejemplo, durante la crisis financiera mundial, los indicadores de capital daban una sensación de seguridad, pero no pudieron captar el riesgo de liquidez, que no fue bien reflejado debido a las prácticas contables (valoración de mercado) que alimentaron el auto-reforzamiento del ciclo durante la crisis (Financial Services Authority, 2009).

¹³ Se están desarrollando nuevas metodologías. Por ejemplo, para identificar las instituciones sistémicas, se están adoptando nuevos enfoques, como el análisis de red, el análisis de co-riesgo, la matriz de tensión de dependencia multivariada, o el método “ascendente” univariado de créditos contingentes, para abordar el riesgo sistémico (CEF, FMI y BPI, 2009 y FMI, 2009).

¹⁴ La Iniciativa para llenar la brecha de Información (*Data Gaps Initiative*, se realiza a través de un grupo interinstitucional integrado por el BPI, el Banco Central Europeo, Eurostat, el Fondo Monetario Internacional, la Organización para la Cooperación y el Desarrollo, el Banco Mundial y la Organización de las Naciones Unidas) tiene por objeto mejorar las estadísticas oficiales para la supervisión financiera a la luz de la crisis, principalmente en temas tales como las vinculaciones cruzadas dentro del sector financiero, la exposición del sector

(continued)

tener en cuenta que este enfoque basado en el monitoreo de distintos indicadores es imperfecto y puede no dar cuenta de vulnerabilidades fundamentales. Un problema potencial es que ese conjunto de indicadores quizás arroje una evaluación positiva de la solidez del sistema financiero precisamente cuando el sistema es más vulnerable.

¿Cuál es la relación entre las políticas macroprudenciales y las microprudenciales? Lo mejor es trazar la distinción entre la dimensión micro y macroprudencial de la estabilidad financiera en función de los objetivos (Borio (2009), Persaud (2009) y Crocket (2000)). El objetivo de la política microprudencial es reducir la probabilidad de insolvencia de una institución en particular, tomando el riesgo sistémico como dado. Por el contrario, las políticas macroprudenciales procuran contener los riesgos sobre el sistema financiero en su conjunto, a fin de prevenir los costos económicos y sociales de una situación de tensión financiera sistémica, teniendo en cuenta los efectos de retroalimentación que el comportamiento de cada institución tiene en las demás instituciones del sistema, y en el conjunto de la economía. Lo que podría ser suficiente para salvaguardar una institución determinada (por ejemplo, limitando su crédito para mejorar el coeficiente de capital), podría no ser suficiente (o bien excesivo, según las circunstancias) al considerar los efectos secundarios en la economía y en otros actores. La distinción entre el enfoque macroprudencial y el microprudencial poco tiene que ver con el tipo de instrumentos propuestos. No obstante, cabe aclarar que la granularidad de la política macroprudencial no requiere ser tan detallada como la que es propia de la regulación microprudencial (véase más adelante).

Instrumentos propuestos. En el debate internacional en curso se ha identificado un conjunto de herramientas posibles que podrían utilizarse para encarar el riesgo sistémico. En julio de 2010, el Grupo de Gobernadores y Jefes de Supervisión alcanzó un acuerdo amplio sobre el paquete de reformas de los requisitos de capital y de liquidez

financiero no bancario a los factores de vulnerabilidad y las exposiciones transfronterizas de las empresas no financieras.

del Comité de Basilea^{15,16}. Si bien Basilea III se concentra en gran medida en problemas microprudenciales, algunas propuestas están dirigidas a temas macroprudenciales. Por ejemplo, para abordar la prociclicidad, la herramienta propuesta es el requerimiento de un excedente de capital contracíclico que entraría a operar cuando el crecimiento excesivo del crédito agregado esté vinculado a una acumulación de riesgo en todo el sistema. Con respecto a las provisiones bancarias contra pérdidas futuras, la Junta de Normas Contables Internacionales (2009) publicó sus propuestas para reemplazar la actual metodología del deterioro por pérdidas incurridas por un enfoque basado en la pérdida esperada (o el flujo de fondos). Para abordar los riesgos intersectoriales, el debate se ha centrado en reforzar los requisitos de capital para las exposiciones al riesgo de crédito de contraparte (por ejemplo, derivados, contratos de recompra, financiación de valores). El Comité de Basilea de Supervisión Bancaria (CBSB) también sigue analizando propuestas específicas para abordar los riesgos de las instituciones bancarias sistémicas, incluido un enfoque de “discrecionalidad guiada” para aplicar un requerimiento adicional de capital sistémico en combinación con otras medidas de regulación y supervisión.¹⁷ Con relación a la liquidez; las principales propuestas son i) un coeficiente de financiamiento estable a largo plazo, para cubrir los desfases de liquidez y dar a los bancos incentivos para buscar fuentes estables de financiamiento en un horizonte de más de un año; y ii) un coeficiente de cobertura de liquidez a corto plazo, que promueve la capacidad de resistencia

¹⁵ El acuerdo fue ratificado en septiembre de 2010. Véanse más detalles en CBSB (2009, 2010a) y en el comunicado de prensa del CBSB y su Anexo (2010c).

¹⁶ Obtener los beneficios de una mejor regulación también va a requerir una mejor regulación. Esto involucra no solo la *capacidad* de supervisar, sino también el *deseo* de actuar de una manera más intrusiva, escéptica, comprensiva, adaptativa y conclusiva (Viñals y Fletcher, 2010).

¹⁷ El FMI, el CEF y el BPI elaboraron un conjunto de principios para identificar instituciones, mercados e instrumentos de importancia sistémica. Véase el informe presentado FSB, IMF and BIS (2009).

ante potenciales perturbaciones que afecten la liquidez.

¿Cuáles son los beneficios y los costos de las políticas macroprudenciales? Los beneficios se refieren a la reducción de la probabilidad de que se produzcan crisis financieras y perturbaciones económicas de alcance más general, y la reducción de la amplitud del ciclo financiero y económico durante episodios que no tengan proporciones de crisis (CBSB, 2010). Los costos surgen por las distorsiones que pueden afectar el crédito agregado (por ejemplo, menor volumen de crédito y diferenciales de tasa de interés más altos) y la actividad económica durante la transición, cuando los bancos ajustan su capital y liquidez a las nuevas normas, así como en el largo plazo. Así lo ilustra la evidencia reunida para elaborar las propuestas microprudenciales actualmente en estudio. La evaluación general comunicada recientemente por el Consejo de Estabilidad Financiera (CEF) y el CBSB (2010) es que los beneficios netos de adoptar coeficientes de capital y de liquidez más exigentes siguen siendo positivos para un amplio rango de valores¹⁸. En última instancia, y desde un punto de vista macroprudencial, el resultado preciso es incierto, en parte debido a la falta de un marco analítico adecuado para evaluar los beneficios de reducir la volatilidad macroeconómica.

¹⁸ Según las estimaciones, el volumen de préstamos de los bancos disminuiría entre 1% y 1,4% por cada punto porcentual de aumento de los coeficientes de capital fijados como meta en un horizonte de cuatro años, mientras que los diferenciales de crédito aumentarían alrededor de 16 puntos básicos en el mismo horizonte. Los costos de las normas de liquidez más elevadas son aproximadamente 50% más altos en el caso de los volúmenes de crédito, pero similares en el caso de los diferenciales. En los informes del Grupo de Evaluación Macroeconómica (MAG, por sus siglas en inglés) de la CEF-CBSB y de Impacto Económico a Largo Plazo (LEI, por sus siglas en inglés) se estiman caídas sustanciales de la probabilidad de crisis y que cada punto porcentual de aumento del requisito de capital restaría alrededor de 0,05 puntos porcentuales al crecimiento anual durante el período de cuatro años supuesto para la implementación. No obstante, esas evaluaciones contrastan con estudios publicados por los bancos, cuyas estimaciones son hasta diez veces más elevadas (Institute for International Finance, 2010). Véase también CBSB (2010b), CSF y CBSB (2010) y Banco de Canadá (2010).

Experiencias recientes con el uso de herramientas macroprudenciales

De la experiencia de los países con medidas macroprudenciales se desprende que las autoridades han utilizado una amplia gama de instrumentos y los han aplicado a las instituciones de depósito de manera discrecional. Han usado instrumentos macroprudenciales principalmente para limitar los excesos financieros y las secuelas negativas de la crisis financiera mundial. Los países han asumido un enfoque pragmático, focalizando hasta ahora las medidas en mercados o canales financieros específicos que generaban preocupación por su impacto sobre la estabilidad financiera del sistema. En una encuesta sobre instrumentos macroprudenciales preparada por el Comité sobre el Sistema Financiero Global (CGFS, 2010), los bancos centrales consideraron que las medidas macroprudenciales incluían aquellas orientadas a reducir los riesgos financieros generales del sistema, incluidos los instrumentos microprudenciales tradicionales aplicados al sistema en su conjunto; medidas fiscales como los impuestos a las operaciones financieras, y las herramientas utilizadas por los bancos centrales para la gestión de la liquidez del sistema (por ejemplo, los encajes)¹⁹. Estas medidas se consideran generalmente un complemento a la política monetaria²⁰. En el cuadro 1 se enumeran los instrumentos que últimamente se han utilizado con fines macroprudenciales así como sus canales principales de funcionamiento (por ejemplo, si funcionan por el lado de los activos o de los pasivos de los intermediarios financieros).

¹⁹ Es importante tener en cuenta que los encajes son también una herramienta de política monetaria. No obstante, su uso había sido abandonado gradualmente en los países avanzados al reemplazarse los instrumentos directos de política monetaria por instrumentos indirectos (es decir, basados en el mercado) como las tasas de interés.

²⁰ Véase en BPI (2010) un análisis de la forma en que interactúan la política monetaria y la estabilidad financiera desde una perspectiva latinoamericana.

Cuadro 4.1. Algunos ejemplos de herramientas macroprudenciales

Nombre	Definición	País	Prociclicidad		Liquidez	Inter-conexión
			Riesgo de crédito (activos)	Costo de financiamiento (pasivos)		
Límites al crecimiento del crédito en cada banco	Límites regulatorios a la cantidad de crédito teniendo en cuenta el perfil del balance de la institución financiera.	Brasil; Kuwait; Reino Unido	✓			✓?
Límites de crédito	Límites regulatorios al monto de crédito otorgado.	Bulgaria, Croacia	✓			
Límites sobre la relación préstamo/depósito	Se fija una meta de préstamos, estipulando que los bancos deben usar cierto porcentaje de los depósitos para otorgar préstamos.	Hong Kong, Indonesia, Kuwait	✓			
Restricción/relajación, a lo largo del ciclo, de:						
Límites en la relación préstamo/valor del activo	Límites al porcentaje del valor tasado total de un activo en relación con el préstamo otorgado por una institución financiera. La relación préstamo/valor que varía con el tiempo se ajusta a lo largo del ciclo para contrarrestar la tendencia.	Corea; China; Hong Kong; Hungría	✓	✓		
Límites en la relación deuda/ingresos	Límites al crédito mediante el porcentaje del ingreso bruto mensual del consumidor destinado al pago de deudas.	Corea	✓	✓		
Requerimientos de capital	El nivel requerimiento de capital cambia según el crédito y/o el ciclo económico.	Arabia Saudita; Brasil; Bulgaria;		✓		
Límites al crédito denominado en moneda extranjera	Se imponen límites a los préstamos denominados en moneda extranjera teniendo en cuenta los descortes de divisas de la institución financiera.	Hungría		✓	✓	
Límites a la relación de apalancamiento	Límites al apalancamiento de las instituciones financieras	Canadá		✓	✓	
Límites sobre la inversión extranjera que pueden efectuar los fondos nacionales de pensiones		Colombia, México, Perú	✓	✓		✓?
Límites sobre la posición cambiaria de los bancos	Límite al monto de valores en moneda extranjera (p.e. derivados) en posición de los agentes financieros.	Brazil, Colombia, México, Perú		✓	✓	
Provisiones dinámicas	Las provisiones de los bancos para pérdidas por préstamos están basadas en las pérdidas previstas, no en las pérdidas ya realizadas.	España, Bolivia, Colombia, Perú, Uruguay		✓		
Límites a la relación de dependencia neta del financiamiento no básico (non-core)	Restricciones al grado en que el banco está financiando activos a más largo plazo (préstamos, valores que maduran en más de un año, etc.) con financiamiento no central.			✓	✓	
Relaciones mínimas en la dependencia de financiamiento básico (core)	Medidas que imponen restricciones a la estructura de financiamiento de las instituciones financieras para que mantengan suficiente financiamiento minorista y mayorista a largo plazo.	Nueva Zelandia		✓	✓	
Relación mínima para descortes de liquidez	Reglas que aseguran una liquidez adecuada para las instituciones financieras a corto plazo en caso de que se materialicen riesgos de financiamiento.	Nueva Zelandia		✓	✓	
Requerimientos de encajes legales	Los encajes legales (o relación de reservas en efectivo) son una regulación bancaria que fija las reservas mínimas que debe mantener cada banco en relación con los depósitos y los pagarés de los clientes. Normalmente son en forma de una moneda fiduciaria depositada en una bóveda bancaria (reservas en efectivo) o en un banco central.	Bulgaria, Colombia, Perú, Rumania, Indonesia		✓	✓	
Límites a las exposiciones interbancarias	Límites regulatorios basados en las vinculaciones entre instituciones financieras.	Unión Europea				✓

Fuente: Nota del personal técnico del FMI (junio de 2010) y otras fuentes.

En el período inmediatamente anterior a la crisis mundial, los países de la región usaron herramientas prudenciales con fines macroprudenciales, y recientemente han comenzado a implementarlas nuevamente. Las autoridades de América Latina han recurrido no solo a las herramientas prudenciales tradicionales (por ejemplo, coeficientes de apalancamiento, límites a los descaldes de monedas y de plazos, límites al crecimiento del crédito otorgado a un sector determinado), sino que también han establecido sistemas de provisiones dinámicas para las pérdidas por préstamos (véase el recuadro 4.1), han gestionado en forma activa los encajes legales sobre depósitos (véase el recuadro 4.2) y han impuesto controles de capital o límites a la posición neta en moneda extranjera de los bancos²¹.

Muchos países de la región están estudiando de manera proactiva formas de analizar la interconexión, evaluar la importancia sistémica de las instituciones financieras, ajustar los requisitos de capital e implementar reservas anticíclicas de capital en concordancia con el debate internacional²². Asimismo, las autoridades de la región ya reconocen la complejidad del enfoque macroprudencial, incluyendo la responsabilidad compartida entre las diferentes autoridades. Varios países ya han tomado medidas en el plano institucional para congregarse a las diferentes autoridades mediante la creación de entes responsables de la política macroprudencial (por ejemplo, en México, el Consejo de Estabilidad del Sistema Financiero), o acuerdos para mejorar el intercambio de información entre los distintos organismos regulatorios²³.

Para hacer frente a preocupaciones similares, los países de Asia y las economías emergentes de Europa también han implementado medidas con objetivos macroprudenciales²⁴. Para manejar la prociclicidad, los bancos centrales de la región han utilizado requisitos de provisionamiento contracíclico, coeficientes de relación préstamo-valor del activo, requisitos de relación préstamos-depósitos y controles directos sobre el crédito otorgado a sectores específicos. Las autoridades encaran los riesgos intersectoriales mediante mayores requisitos de capital para las instituciones financieras de importancia sistémica; requisitos de liquidez o coeficientes de financiamiento y límites a los descaldes de monedas. Más recientemente, se han utilizado medidas relativas a los mercados de crédito inmobiliario (por ejemplo, límites a los préstamos hipotecarios, relaciones préstamo-valor más exigentes o requisitos de pago al contado) para atenuar el alza de los precios de los activos o las ventas en varios países y aliviar los riesgos de que se formen burbujas de los activos o fuertes correcciones del mercado en caso de producirse salidas de capital. Estos instrumentos se calibraron a partir de los parámetros microprudenciales existentes teniendo en cuenta las condiciones macroeconómicas²⁵. Las autoridades también han utilizado medidas macroprudenciales para reducir las entradas de capital y la consiguiente volatilidad generada por la especulación en mercados de activos muy específicos (por ejemplo, límites a las posiciones de los bancos en derivados de monedas y a los préstamos externos a corto plazo en moneda extranjera).

²¹ En el pasado, los países también recurrieron a los encajes para el endeudamiento de los bancos a corto plazo (por ejemplo, Argentina en la década de 1990 y Perú en épocas más recientes).

²² Véase en Rennhack (2009) un análisis de las consecuencias que conlleva para la región de América Latina la reforma regulatoria del sistema financiero mundial.

²³ Estos acuerdos se orientan a reforzar la red de seguridad del sistema financiero y mejorar la confianza del público en el sistema (por ejemplo, los acuerdos formales celebrados en Colombia para el intercambio de información entre el Banco Central y la Autoridad de Supervisión).

²⁴ Véanse más detalles en FMI (2010b, 2010c).

²⁵ Véase CGFS (2010) una descripción detallada de la experiencia con medidas relativas a los mercados de crédito inmobiliario. Por ejemplo, un máximo de 80% en la relación préstamo-valor es ampliamente interpretado como norma para los préstamos para la compra de inmuebles residenciales desde un punto de vista microprudencial; este instrumento se hizo más estricto mediante reducciones de entre 10 y 20 puntos porcentuales a la relación exigida, algunas de las cuales fueron luego anuladas cuando se juzgó que las condiciones de los mercados considerados se habían normalizado.

Recuadro 4.1. Provisiones dinámicas de pérdida por préstamo en América Latina

Las provisiones dinámicas para las pérdidas por préstamos son una herramienta contracíclica que requiere acumular reservas contra pérdidas previstas en tiempos de prosperidad, y luego emplearlas en tiempos de crisis¹. Este sistema emplea un método estadístico para tener en cuenta las pérdidas que son inherentes dentro de la cartera pero que aún no se han materializado (FSA, 2009). Durante una contracción económica, permite absorber ciertas pérdidas gracias a las reservas acumuladas.

En la región, Bolivia (2008), Colombia (2007), Perú (2008) y Uruguay (2001) han instituido sistemas de provisiones dinámicas (ver Cuadro)². En Uruguay, como en España, la fórmula compensa los créditos impagos; en Perú, entre tanto, el sistema consiste en una regla de provisiones dinámicas para las pérdidas por préstamos basada en el PIB que se aplica a todos los bancos. En Bolivia, el sistema establece una provisión general para los préstamos de primera calidad, que puede emplearse integralmente durante una contracción.

Provisionamiento dinámico: Comparación multinacional

País	Año de establecimiento	Formas de provisionamiento	Factor activador de la regla	Aplicabilidad	Forma de provisionamiento
Perú	2008	i) La provisión genérica depende del crédito; y ii) tasa procíclica que depende del crecimiento del PIB.	Basado en el PIB	Sistémica	El provisionamiento procíclico es discreto, y se implementa solo cuando se llega al factor activador.
España ¹	2005	i) La provisión específica cubre las pérdidas sufridas identificadas individualmente en préstamos específicos; y ii) la provisión general, que cubre pérdidas sufridas, aún no identificadas individualmente, en carteras de préstamos homogéneas clasificadas como normales y calculadas con procedimientos estadísticos.	Depende de cada préstamo en mora.	Depende de la cartera de cada banco.	Fondos acumulativos que van creciendo con el tiempo.
Colombia	2007 ²	i) El provisionamiento individual depende de la característica del prestatario; ii) el provisionamiento anticíclico refleja cambios en el riesgo crediticio del prestatario debido al ciclo económico; y iii) el provisionamiento genérico de 1% de la cartera total de préstamos como mínimo.	El regulador decide, según las probabilidades de impago, pero también tiene cierta discreción. Gracias a las revisiones recientes, la decisión estará más basada en la regla.	Sistémica, pero se la está traspasando a los bancos individualmente.	Fondos acumulativos que van creciendo con el tiempo.
Uruguay	2001	i) Provisionamiento individual; y ii) provisionamiento dinámico, que refleja la diferencia entre las pérdidas estadísticas mensuales por préstamos menos las pérdidas por préstamos realizadas ese mes.	Depende de cada préstamo en mora.	Depende de la cartera de cada banco.	Fondos acumulativos que van creciendo con el tiempo.

Fuente: Diversos reguladores.

¹ En 2000-04, el sistema de provisionamiento era ligeramente diferente (había tres tipos de provisiones, a diferencia de las dos actuales, y había también algunas diferencias en el valor de los parámetros del modelo del banco central).

² A partir de abril de 2010, las provisiones dinámicas son específicas de cada banco.

¹ Por el contrario, los requerimientos de capital protegen a una institución financiera de pérdidas imprevistas. Aunque los requerimientos de capital se pueden utilizar para hacer frente a pérdidas tanto previstas como imprevistas, las provisiones por pérdida suavizan las fluctuaciones de la rentabilidad contabilizada de los bancos según las frecuencias de los ciclos comerciales, independientemente de la solvencia del banco (Borio *et al.* (2000).

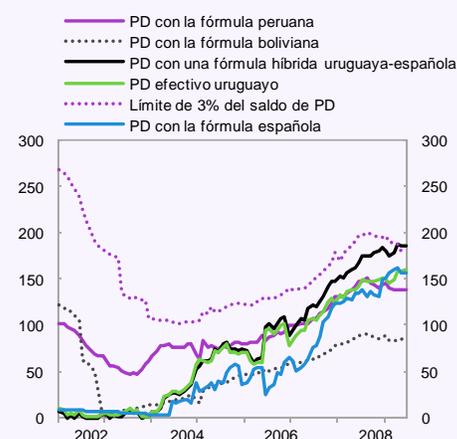
² El Banco de España instituyó en 2000 un sistema de provisiones dinámicas basado en la pérdida esperada para hacer frente al riesgo crediticio (Fernández de Lis *et al.* (2001)). El sistema estaba pensado para los riesgos "latentes" de categorías homogéneas de activos que podrían conducir a niveles previstos de pérdidas a lo largo del ciclo comercial. Las provisiones estaban vinculadas al crecimiento de los activos y se acumulaban en un fondo que podía utilizarse para cubrir pérdidas por préstamos.

Recuadro 4.1. (concluido)

Las provisiones dinámicas para las pérdidas por préstamos sirven para “ir contra la corriente”. Un estudio reciente del FMI compara los sistemas de provisionamiento de Bolivia, España, Perú y Uruguay utilizando el ciclo uruguayo efectivo (Wezel, 2010). Cada sistema induce diferentes trayectorias para el provisionamiento (ver gráfico). Por ejemplo, la fórmula empleada en Bolivia y Perú genera una trayectoria más suave que la de los sistemas de España y Uruguay. Esta comparación, sin embargo, deja abierta la pregunta de si el nivel de las provisiones es adecuado y óptimo.

Cada sistema induce diferentes trayectorias para el provisionamiento (ver gráfico). Por ejemplo, la fórmula empleada en Bolivia y Perú genera una trayectoria más suave que la de los sistemas de España y Uruguay. Esta comparación, sin embargo, deja abierta la pregunta de si el nivel de las provisiones es adecuado y óptimo.

Saldo de las provisiones dinámicas uruguayas con diferentes fórmulas
(Millones de dólares de EE.UU.)



Fuente: Wezel, 2010.

Desafíos para las políticas macroprudenciales en el contexto actual de América Latina

En medio de las actuales condiciones favorables de financiamiento mundial (amplia liquidez alimentada por las bajas tasas de interés internacionales y alta tolerancia al riesgo) que tenderán a ser prolongadas, los países de América Latina enfrentan presiones de ingreso de capitales que pueden desembocar en excesos financieros, como un auge del crédito, burbujas de precios de los activos y exuberancia de la demanda agregada, todo ello aumenta el riesgo sistémico. Las economías de mercados emergentes pueden ser especialmente proclives a experimentar auges de crédito o burbujas de precios de los activos. La falta de flexibilidad cambiaria y las limitaciones de crédito pueden hacer que la demanda interna sea particularmente sensible a las condiciones financieras externas²⁶.

Las políticas macroprudenciales añadirían otro conjunto de instrumentos a las herramientas existentes, especialmente cuando las políticas macroeconómicas carezcan de eficacia, y permitirían encarar los excesos financieros en sectores determinados²⁷.

A pesar del incipiente consenso en cuanto a la necesidad de adoptar un enfoque macroprudencial, su implementación puede ser difícil. Ese enfoque no puede considerarse en forma aislada ni como una “bala de plata” para impedir la acumulación de riesgo sistémico y lograr la estabilidad financiera y macroeconómica. De hecho, las políticas macroprudenciales deben estar cuidadosamente coordinadas con las políticas macroeconómicas. Todavía hay muchos temas en discusión, como la manera de evaluar el riesgo sistémico; el nivel de granularidad del enfoque (es decir, si se aplican herramientas generales o específicas para cada sector); el

macroprudenciales podrían desempeñar un papel mayor en la consecución de la estabilidad macroeconómica.

²⁷ Como las grandes y persistentes entradas de capital son la fuente potencial de desestabilización, los controles de capital también podrían ser de utilidad. Véanse más detalles en Ostry *et al.* (2010).

²⁶ Más allá de la preocupación acerca de la enfermedad holandesa, en algunos países la flexibilidad cambiaria puede estar limitada por otras razones, como la dolarización y los riesgos de posibles efectos en los balances. En este caso, las medidas

(continued)

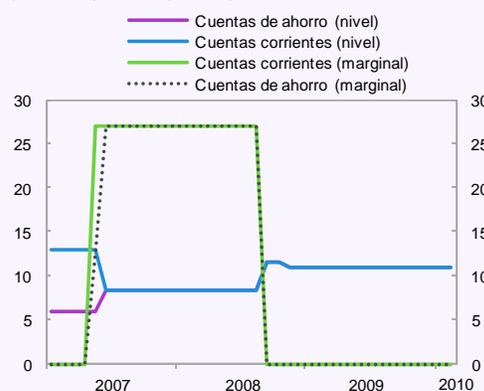
Recuadro 4.2. Los requerimientos de encajes legal como herramienta macroprudencial en América Latina

El uso de los requerimientos de encaje legal ha adquirido importancia como herramienta macroprudencial, en particular en las economías emergentes. Los motivos son tres. Primero, el aumento del encaje durante las expansiones puede ayudar a contener el ritmo de crecimiento del crédito; en otras palabras, funciona como un límite de velocidad. Segundo, el aumento del encaje durante las expansiones permite acumular reservas a las que se puede recurrir durante una contracción para contener los riesgos de liquidez. Por último, los encajes pueden complementar la política monetaria cuando el ciclo crediticio genera conflictos con sus propios objetivos. Por ejemplo, subir las tasas de interés para contener las presiones de la demanda puede resultar contraproducente si la flexibilidad cambiaria es excesivamente limitada y la principal fuente de esas presiones son grandes flujos de capital. En esas circunstancias, se puede optar por aumentar los encajes legales en lugar de subir las tasas de interés. No obstante, estos beneficios tienen que ser evaluados en relación a sus propios costos. Los requerimientos de encaje son difíciles de calibrar y constituyen un impuesto a la intermediación. Por tanto, utilizarlos puede ser más apropiado cuando otros instrumentos tradicionales y menos costosos son insuficientes para alcanzar la estabilidad financiera o de precios (véase Vargas et al., 2010).

En América Latina, los bancos centrales de Colombia y Perú han utilizado recientemente los encajes legales marginales como herramienta macroprudencial¹. Funcionaron como límite de velocidad del crecimiento del crédito, como herramienta anticíclica para controlar los flujos de capital y el ciclo crediticio, y como reserva de liquidez establecida en los tiempos de prosperidad para ser utilizada en los tiempos de crisis. El Banco Central de Brasil también empleó los encajes legales para inyectar liquidez en el sistema financiero durante la crisis.

En Colombia, para el año 2006 la rápida demanda agregada amenazaba con recalentar la economía. En algunos segmentos (por ejemplo, el consumo), el crédito se estaba expandiendo a una tasa anual de 50% en un contexto en el cual el sector privado estaba sumamente endeudado. Para contener la expansión del crédito en un contexto de crecientes presiones generadas por los flujos de capital, el banco central impuso encajes legales marginales sobre los depósitos en cuentas de ahorro, cuentas corrientes y certificados de depósito a comienzos de 2007 (ver gráfico). Estas medidas estuvieron complementadas con el uso de controles de capital basados en los precios (encajes legales no remunerados sobre las entradas de capital) y límites a las exposiciones de derivados del sector bancario. En Septiembre de 2008, el banco central eliminó el encaje legal marginal para contrarrestar las condiciones externas adversas y respaldar las necesidades de liquidez del sistema financiero nacional. Colombia no sufrió problemas de liquidez graves y el uso contracíclico del encaje legal le dio al banco central más libertad para hacer frente al shock externo³.

Colombia: Encaje legal promedio y marginal (Porcentajes de depósitos)



Fuente: Banco Central de Colombia.

¹ "Marginal" significa que existe una obligación de constituir reservas por cada depósito adicional efectuado en un banco a partir de la fecha en que se implementó la regulación.

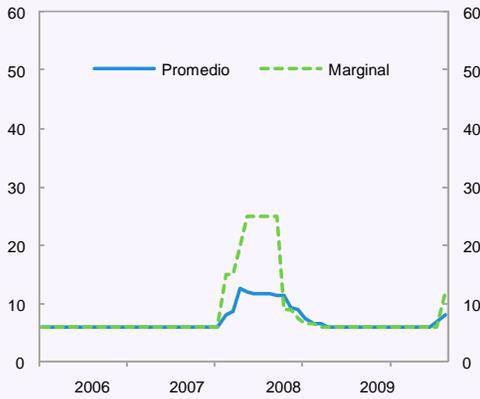
² Otras economías de mercados emergentes han utilizado encajes legales con fines contracíclicos (China e India). Mohanty y Turner (2008) examinan el uso de los encajes legales en economías de mercados emergentes y presentan algunos datos históricos.

³ Uribe (2009) describe en detalle la evolución y las justificaciones de las medidas de política adoptadas en Colombia antes del episodio de Lehman. Vargas et al, (2010) analizan los efectos de los requerimientos de encaje sobre la tasa de interés y el mecanismo de transmisión de la política monetaria.

Recuadro 4.2. (concluido)

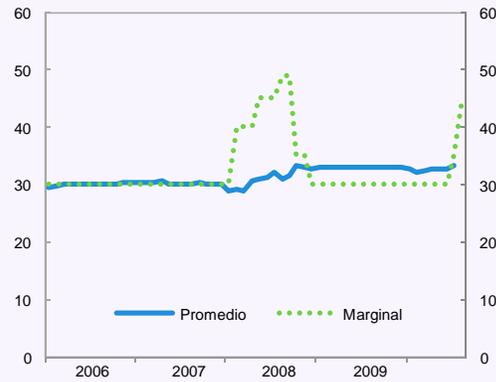
En Perú, el banco central utilizó los encajes legales activamente, tanto durante la expansión (antes de la crisis) como durante la crisis, y también recientemente, al iniciarse el nuevo ciclo (ver gráficos abajo). Sin embargo, sus objetivos pueden haber variado según el momento. En la expansión y antes de la crisis, el uso de los encajes legales estaba motivado por grandes entradas de capitales especulativos, lo cual llevó al banco central a intervenir en el mercado para limitar la volatilidad del tipo de cambio.⁴ Sin embargo, esas intervenciones se esterilizaron emitiendo certificados de depósito, parte de los cuales terminaron siendo comprados por inversionistas extranjeros. Esto obligó al banco central a cambiar de instrumento, depósitos a largo plazo que no podían venderse a inversionistas extranjeros, e imponer encajes legales sobre los depósitos en moneda local y extranjera. La finalidad era reducir la liquidez del mercado. En ese entonces, el banco central estimó que estas medidas lograron reducir el monto de las entradas especulativas y que fueron equivalentes a un aumento de 50 puntos básicos de la tasa de referencia.

Perú: Encaje legal promedio y marginal sobre depósitos en moneda nacional
(Porcentajes de depósitos)



Fuente: Banco Central de Reserva del Perú.

Perú: Encaje legal promedio y marginal sobre depósitos en moneda extranjera
(Porcentaje de depósitos)

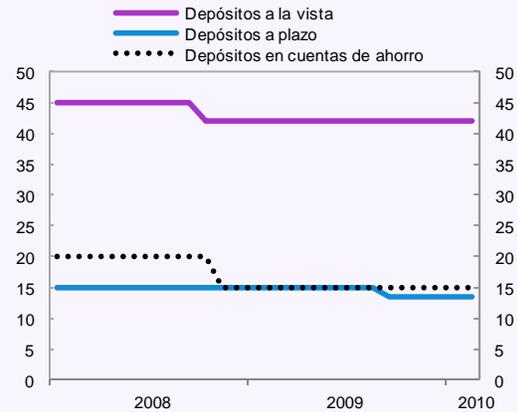


Fuente: Banco Central de Reserva del Perú.

La economía brasileña se ha caracterizado por tener encajes legales elevados, lo cual le permitió al banco central reducirlos para efectos macroprudenciales tras el episodio de Lehman.

En particular, para hacer frente a problemas de liquidez en el mercado interbancario, el banco central redujo el encaje legal para estimular la extensión del crédito de grandes bancos con liquidez a pequeños bancos sin liquidez (gráfico 4). Al introducir este mecanismo de suministro de liquidez durante la crisis, el banco central pudo evitar problemas de estabilidad financiera en el sistema.

Brasil: Encaje legal promedio
(Porcentaje de depósitos)



Fuente: Banco Central de Brasil.

⁴ Para una descripción más detallada de este episodio de flujos de capital en Perú véase Jara y Tovar (2008).

equilibrio entre las reglas y la discrecionalidad; el perímetro de regulación; los mecanismos y mandatos institucionales; la coordinación y cooperación en la supervisión a nivel nacional e internacional, y los requerimientos de información²⁸.

Por ahora, algunas consideraciones generales podrían servir de guía para el uso de herramientas prudenciales con fines macroprudenciales y permitir que en América Latina finalmente esas herramientas se integren en las decisiones de política.

Interacción con las políticas monetaria y fiscal. Las políticas macroprudenciales no deben ser un sustituto de las políticas fiscales y monetarias que desempeñan un papel anticíclico primordial. No obstante, en un contexto de distorsiones del financiamiento externo que contribuyen a crear condiciones de exuberancia excesiva, depender demasiado de las políticas monetaria y fiscal puede ser una estrategia subóptima o inapropiada para contener el impacto macroeconómico. Por ejemplo, la política de tasas de interés podría exacerbar las entradas de capital en condiciones que limitan la flexibilidad del tipo de cambio, o el esfuerzo fiscal requerido para contrarrestar la exuberancia del sector privado puede introducir otras distorsiones significativas o bien no ser viable. Bajo estos escenarios, el uso de instrumentos prudenciales para fines de política macroprudencial podría entonces servir como un aporte al conjunto de herramientas de política macroeconómica. Sin embargo, estas políticas no deben sustituir el tener un grado adecuado de flexibilidad cambiaria, que es la primera y fundamental línea de defensa en un contexto de abundantes entradas de capital.

Supervisión de amplio alcance. Las condiciones para un apalancamiento excesivo pueden producirse en cualquier segmento del

sistema financiero (regulado o en la sombra) con externalidades relevantes para el resto del sistema y la economía en general. Por tanto, la supervisión macroprudencial debe abarcar todo el espectro financiero y también puede requerir un seguimiento de los balances del sector corporativo.

Intervención focalizada. Para evitar que se distorsionen los mercados o segmentos no afectados por una exuberancia excesiva, las medidas prudenciales deben tratar de “ir contra corriente” en los sectores específicos afectados en un momento determinado. Dada la naturaleza novedosa del uso de instrumentos prudenciales para fines de política macroprudencial, quizá sea necesario llevar a cabo una tarea de experimentación restringida para estudiar su eficacia, tomando al mismo tiempo en cuenta los posibles efectos colaterales negativos en el sector financiero²⁹.

Incorporación del enfoque macroprudencial en un esquema institucional. Dada la superposición de responsabilidades e instrumentos que supone el ejercicio de las medidas macroprudenciales, sería importante adoptar un mecanismo institucional dotado de mandatos claros y precisos, transparencia y principios para la coordinación y la rendición de cuentas. Como un marco macroprudencial no puede basarse sólo en reglas —sería imposible calibrar las herramientas adecuadas para todas las circunstancias—, su aplicación exigiría ejercer cierto grado de criterio propio, con frenos y contrapesos entre las distintas instituciones encargadas de garantizar la estabilidad financiera y económica.

²⁸ Véase un análisis de estos temas en Banco de Inglaterra (2009), Borio (2009), Brunnermeier y otros (2009), Caruana (2008, 2010a), FMI (2009b) y FMI (2010).

²⁹ Para evaluar la conveniencia de las diferentes herramientas macroprudenciales, un problema importante es definir cómo se incorpora el sector financiero en el modelo macroeconómico. Véase en Tovar (2009) un análisis general del tema y en Benes y otros (2009) y N'Diaye (2009) aplicaciones más concretas a las economías de mercados emergentes.

5. Una perspectiva comparada del crecimiento en el Caribe: El papel del turismo y la deuda

Tras los logros alcanzados en períodos anteriores, desde principios de la década de 1990 el desempeño del crecimiento en la mayoría de los países del Caribe ha sido desalentador. El crecimiento se ha desacelerado, en muchos casos a un ritmo más lento que el de países de características comparables. El ingreso, en lugar de converger hacia los niveles de los países avanzados, ha seguido quedando atrás. En este capítulo se analiza la evolución del crecimiento en los países del Caribe, desde una perspectiva internacional. Cabe destacar dos conclusiones principales. En primer lugar, el turismo ha contribuido en gran medida al crecimiento y en muchos países aun existe margen para una mayor expansión de este sector. En segundo lugar, el fuerte aumento de la deuda ha frenado considerablemente el crecimiento. Por lo tanto, la aplicación de políticas que faciliten un mayor desarrollo del turismo puede reportar dividendos a nivel de la macroeconomía. Quizá lo más prometedor de estas políticas es llevar a cabo una consolidación fiscal que respalde el crecimiento a largo plazo.

Desempeño del crecimiento en los últimos 40 años

En promedio, el crecimiento ha sido bajo en los países del Caribe en las últimas cuatro décadas: 2,2% basado en las ponderaciones de la paridad de poder adquisitivo (PPA) (3,4 % basado en un promedio simple). No obstante, la situación es muy heterogénea entre los países (cuadro 5.1 y gráfico 5.1)¹. Dividimos la región en tres grupos analíticos principales —los seis países de la “Unión Monetaria del Caribe Oriental” (ECCU) que formam una unión monetaria y tienen un banco

Nota: Este capítulo fue preparado por Nita Thacker y Sebastián Acevedo con la colaboración de Roberto Perrelli, Joong Shik Kang y Melesse Tashu.

¹ Este capítulo se centra en los países independientes del CARICOM, con la excepción de Haití, que se excluye de este grupo porque, a diferencia del resto de los países del CARICOM, se ha caracterizado por una inestabilidad política considerable que ha afectado al crecimiento (véase el recuadro 5.1).

Cuadro 5.1 El crecimiento promedio y la volatilidad han sido más bajos en el Caribe que en otros países.

Crecimiento y volatilidad del PIB

(Basado en las tasas de crecimiento del PIB real (PPA) 1971-2009)

Países	Países	Crecimiento promedio	Desv. estánd. promed.	Frecuencia caídas del crecimiento ¹
Caribe (promedio simple)	13	3.4	4.7	4.5
Caribe	13	2.2	4.7	4.5
ECCU	6	4.3	4.2	3.0
Caribe no ECCU	7	2.1	5.0	5.9
Exportad. mater. primas	3	2.6	5.5	9.4
Otros países del Caribe	4	1.7	4.7	3.2
Países del Caribe intensivos en turismo ²	6	2.7	4.3	3.8
Economías emergentes y en desarrollo (no Caribe)	136	5.1	6.8	6.2
América Latina	17	3.4	4.5	4.5
Islas pequeñas (no Caribe)	18	4.3	5.6	4.2
Países con ingresos comparables en 1970 ³	31	3.7	5.0	5.0

Fuentes: Cálculos del personal técnico del FMI.

¹ Proporción de años (porcentaje) con un crecimiento inferior a -5,1% (lo que corresponde al quinto percentil de todo el crecimiento años/país).

² Antigua y Barbuda, Bahamas, Barbados, Granada, Saint Kitts y Nevis, Santa Lucía.

³ Países que están a \pm media desviación estándar del PIB real promedio per cápita de los países del Caribe en 1970. Incluye: Albania, Angola, Argelia, Bolivia, Brasil, Bulgaria, Chile, China, R.P.: Hong Kong, Colombia, Costa Rica, Chipre, Ecuador, El Salvador, Guatemala, Hungría, Irán, R. I. del, Malta, México, Nicaragua, Panamá, Perú, Polonia, Portugal, Rumania, Seychelles, Singapur, Sudáfrica, Taiwan, Prov. de China, Turquía, Uruguay y Vanuatu.

Nota: Las cifras correspondientes a los grupos de países son promedios ponderados por PPA.

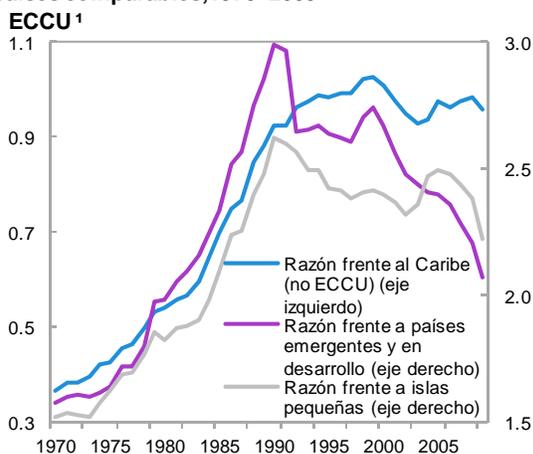
central común, los tres “países exportadores de materias primas del Caribe” (PEMP) y cuatro países denominados “otros países del Caribe” (OPC)². Los países de cada grupo comparten características comunes y tienen diferentes grupos de comparación.

Tras avanzar a un ritmo vigoroso durante las décadas de 1970 y 1980, el crecimiento se ha desacelerado considerablemente en los últimos años

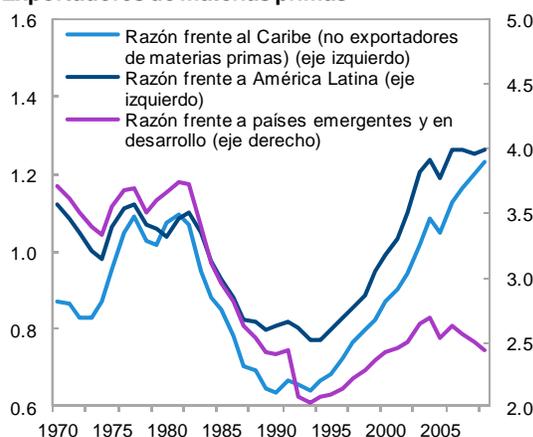
² La ECCU comprende: Antigua y Barbuda, Dominica, Granada, Saint Kitts y Nevis, Santa Lucía, y San Vicente y las Granadinas. Los PEMP son: Guyana, Suriname y Trinidad y Tobago. Los OPC incluyen: Las Bahamas, Barbados, Belice y Jamaica.

Gráfico 5.1 Países del ECCU han perdido terreno en relación a países comparables del Caribe y a emergentes con crecimiento fuerte.

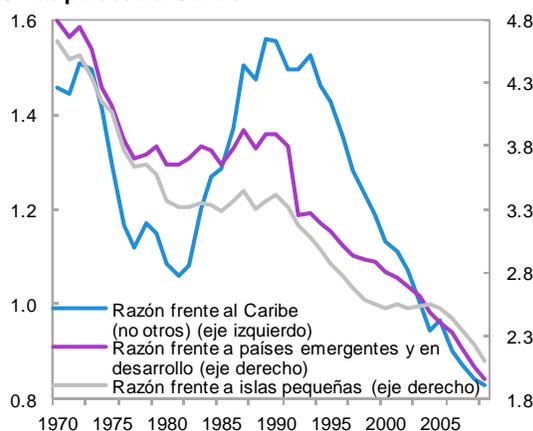
Caribe: PIB per cápita (PPA) en relación con el de países comparables, 1970–2009



Exportadores de materias primas²



Otros países del Caribe³



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

¹ Incluye Antigua y Barbuda, Dominica, Granada, Saint Kitts y Nevis, Santa Lucía, y San Vicente y las Granadinas.

² Incluye Guyana, Suriname, y Trinidad y Tobago.

³ Incluye Las Bahamas, Barbados, Belice y Jamaica.

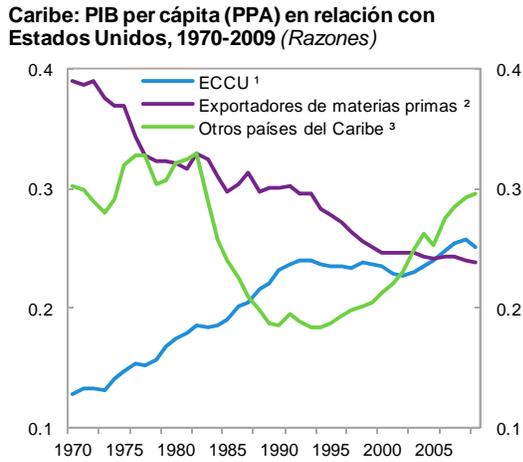
en la ECCU³. Con un promedio de crecimiento de aproximadamente 6% en las décadas de 1970 y 1980, la ECCU superó a los países emergentes y en desarrollo y a otras islas pequeñas (“IP”) (gráfico 5.1)⁴. Este crecimiento sólido fue impulsado por la expansión de las exportaciones agrícolas (principalmente bananas y azúcar) en el marco de los acuerdos preferenciales de comercio con Europa, los abundantes flujos de ayuda tras la independencia de Gran Bretaña y el fuerte aumento inicial del turismo. Pero el crecimiento se redujo a la mitad en las dos décadas siguientes debido al colapso de las exportaciones agrícolas como consecuencia de la erosión de las preferencias comerciales, la disminución de los flujos de ayuda y el aumento de los precios de las importaciones de materias primas. Como reflejo de este crecimiento a nivel global, el PIB per cápita en la ECCU creció a un ritmo más rápido que en el resto del mundo hasta la década de 1980, pero esta tendencia se ha revertido desde entonces, y la ECCU ha perdido terreno con respecto a otros países de características similares, incluidas las IP.

El crecimiento en el grupo de OPC, que incluye algunas de las principales economías con fuertes ingresos por turismo en la región, ha sido inferior al de sus competidores en prácticamente las cuatro décadas. Esto obedece a varios factores —la disminución de las exportaciones agrícolas (principalmente el azúcar), el alza de los precios de las importaciones de materias primas y un aumento de la deuda. En consecuencia, la región se encuentra a la zaga de otros países en América Latina y de los países emergentes y en desarrollo, y la divergencia

³ La “hipótesis de la convergencia” parece indicar que los países pobres deberían crecer más rápidamente que los ricos porque la renta per cápita es inferior en los países pobres y, por lo tanto, el rendimiento del capital es mayor. De las tres regiones, la ECCU era la más pobre en términos del PIB per cápita en 1970.

⁴ En este estudio las economías de IP comprenden 22 islas pequeñas, salvo las incluidas en nuestro análisis sobre el Caribe. Estas 22 islas son Bermuda, Cabo Verde, Comoras, Cuba, Chipre, República Dominicana, Fiji, Haití, Kiribati, Maldivas, Malta, Islas Marshall, Mauricio, Estados Federados de Micronesia, Palau, Papúa Nueva Guinea, Samoa, Santo Tomé y Príncipe, Seychelles, Islas Salomón, Sri Lanka, Tonga y Vanuatu.

Gráfico 5.2 A los países del ECCU aun les falta un tramo importante para alcanzar a los EE.UU.



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.
¹ Incluye Antigua y Barbuda, Dominica, Granada, Saint Kitts y Nevis, Santa Lucía, y San Vicente y las Granadinas.
² Incluye Las Bahamas, Barbados, Belice y Jamaica.
³ Incluye Guyana, Suriname y Trinidad y Tobago.

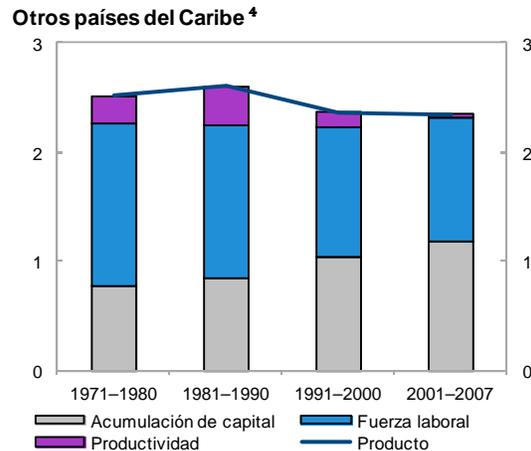
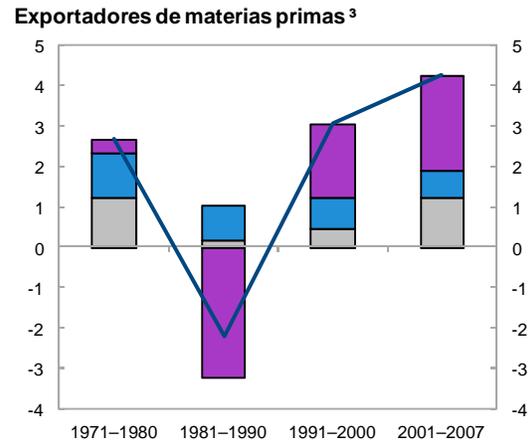
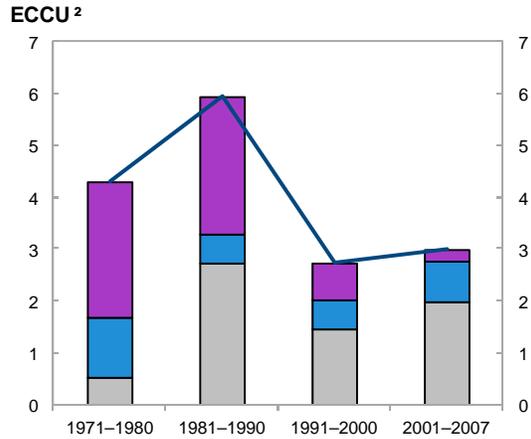
entre el PIB per cápita de este grupo y de Estados Unidos es considerable (gráfico 5.2).

Por otra parte, los países exportadores de materias primas del Caribe (PEMP) han experimentado una extraordinaria recuperación desde finales de la década de 1980, gracias al incremento de la producción de minerales y combustibles fósiles, así como del aumento de precios de las exportaciones de materias primas. Este es el caso particularmente de Trinidad y Tobago que depende fuertemente de la producción de petróleo y gas (este sector contribuye aproximadamente 40% al PIB). No obstante, a pesar de la tendencia al alza del PIB per cápita en los PEMP en los últimos veinte años, sigue situándose muy por debajo del PIB per cápita de Estados Unidos (gráfico 5.2).

Quizás sorprenda que, a pesar de la apertura de sus economías y su exposición a desastres naturales, la volatilidad del crecimiento del producto en la ECCU y los OPC ha sido considerablemente inferior a la del grupo de características similares integrado por otras islas pequeñas y por países emergentes y en desarrollo (recuadro 5.1).

Gráfico 5.3. Los cambios en la PTF impulsan al crecimiento en gran parte de la región del Caribe.

Caribe: Contribuciones al crecimiento, 1970-2009¹ (Porcentaje)



Fuentes: Heston, Summers y Aten (2009); Base de datos de Desastres (EM-DAT), CRED (2010); y cálculos del personal técnico del FMI.

¹ Datos ajustados por el efecto de los huracanes en el stock de capital.
² Incluye Antigua y Barbuda, Dominica, Granada, Saint Kitts y Nevis, Santa Lucía, y San Vicente y las Granadinas.
³ Incluye Guyana, Suriname, y Trinidad y Tobago.
⁴ Incluye Las Bahamas, Barbados, Belice y Jamaica.

Recuadro 5.1. Desafíos y evolución del crecimiento en Haití

El crecimiento de Haití se ha mantenido persistentemente débil, con un crecimiento del PIB per cápita caracterizado por una elevada volatilidad y una tendencia a la baja desde la década de 1980. La divergencia entre el PIB per cápita de Haití y el de los países del Caribe, la República Dominicana y otras islas pequeñas del resto del mundo es cada vez mayor. Por lo tanto, Haití registra hoy la tasa de pobreza más alta de todo el Hemisferio Occidental y el 72% de la población de Haití vive con menos de US\$2 diarios, en comparación, por ejemplo, con el 16% en la República Dominicana.

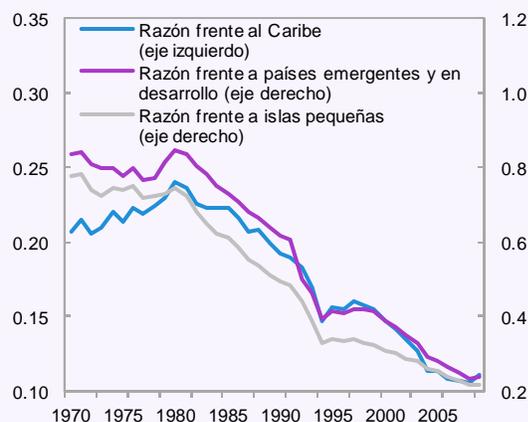
Además de los shocks exógenos, gran parte de la divergencia del crecimiento de Haití puede atribuirse a la inestabilidad política y a los persistentes obstáculos estructurales al crecimiento. Haití experimentó el crecimiento más vigoroso durante la década de 1970, gracias a la evolución dinámica de la inversión y la aplicación de reformas estructurales orientadas a mejorar la apertura al comercio exterior, la educación y el crédito al sector privado. El crecimiento comenzó a disminuir en la década de 1980 debido a la inestabilidad política y continuó desacelerándose durante la década de 1990. Además, el desarrollo del sector privado y la inversión se han visto limitados por el deterioro de la infraestructura, las dificultades para exigir el cumplimiento de los derechos de propiedad y un entorno empresarial muy complejo. Los resultados del análisis de contabilidad del crecimiento estándar muestran que una productividad total negativa y la baja acumulación de capital explican en gran parte el crecimiento débil de Haití.

No obstante, el desempeño económico había comenzado a mejorar antes del terremoto de 2009.

Tras una exitosa estabilización macroeconómica y la continua implementación de reformas institucionales y estructurales en el marco de sucesivos programas respaldados por el FMI desde 2004, el crecimiento del PIB real cobró impulso y alcanzó un promedio del 2,3% anual entre 2006 y 09, frente a una disminución del 0,5% anual entre 2000 y 2005. Reconociendo los esfuerzos realizados por el gobierno y las necesidades del país, los donantes acordaron cancelar US\$1.200 millones de deuda reestructurable en junio de 2009 en el marco de la Iniciativa para los *Países Pobres Muy Endeudados* y de *Alivio de la Deuda Multilateral*.

Los desafíos que comprometen el crecimiento económico a mediano plazo son abrumadores y dependen en gran medida del éxito de los esfuerzos de reconstrucción desplegados después del terremoto. El terremoto causó daños y pérdidas equivalentes al 120% del PIB, y afectó a una tercera parte de la población, convirtiéndose en uno de los mayores desastres naturales de la historia reciente (aparte de la tormenta tropical Iván, que destruyó el 250% del PIB de Granada y afectó aproximadamente a 60% de su población). El total de compromisos de los donantes asciende a US\$10.200 millones en 10 años, lo que podría triplicar los flujos de ayuda anual a Haití: de alrededor de 5% del PIB en 2004-09 a aproximadamente 15% del PIB en 2010-14. El plan de las autoridades tiene por objeto elevar el crecimiento a mediano plazo a aproximadamente 6%, principalmente mediante i) la creación de polos de crecimiento regional enfocados en el turismo, la agricultura y agroindustria, y la manufactura textil; y ii) mejoras de la infraestructura de transporte y comunicaciones (carreteras, puertos, aeropuertos y suministro de energía). El éxito de esta estrategia dependerá de manera crucial de que el país reciba puntualmente la asistencia internacional prometida y de la capacidad del gobierno de trabajar conjuntamente con el sector privado y atraer inversión extranjera directa.

Haití: PIB per cápita (PPA) en relación al de países comparables, 1970-2009 ¹



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

¹ El grupo de islas pequeñas y economías emergentes y en desarrollo no incluye a Haití.

Nota: Este recuadro fue preparado por Aminata Touré.

El panorama es el mismo si la volatilidad se calcula como la desviación estándar del crecimiento del PIB, o si se basa en la frecuencia del desplome del crecimiento (que se traduce en fuertes caídas de la actividad). Por el contrario, la volatilidad el producto es mucho mayor en los PEMP aunque ello obedece a la volatilidad de los precios de las materias primas en general y no a factores específicos de cada país o región.

Teniendo en cuenta estos hechos estilizados, en el resto del capítulo analizamos el papel de la productividad y la acumulación de factores productivos en el desempeño del crecimiento de la región, si el turismo es una actividad que impulsa el crecimiento y las implicaciones de los altos niveles de deuda para el crecimiento.

Primera etapa: Contabilidad del crecimiento

El marco de contabilidad del crecimiento descompone el crecimiento observado del producto en contribuciones del capital y la mano de obra y de un factor residual que está relacionado con la productividad total de los factores (PTF)⁵.

La PTF explica la mayor parte de la variación del crecimiento económico en la ECCU y los PEMP (gráfico 5.3). El repunte de la inversión en los países de la ECCU en la década de 1980, impulsado en gran parte por el desarrollo del turismo, se vio respaldado por un fuerte crecimiento de la productividad y un aumento del crecimiento del PIB.

⁵ La contabilidad del crecimiento tiene algunas limitaciones importantes. En primer lugar, está basada en dos supuestos importantes, el de mercados completos y el de retornos constante a escala. En segundo lugar, los componentes de la PTF se calculan como un componente residual no justificado y, por lo tanto, se incorporan errores de medición en los datos (para nuestra muestra de países, esto puede ser importante). Además, si no se tienen en cuenta las mejoras de la calidad y la composición del capital físico ni las diferencias en el capital humano de la mano de obra se sobrestimarán el crecimiento de la PTF. Por último, este enfoque no permite explicar por qué la PTF varía de un período a otro.

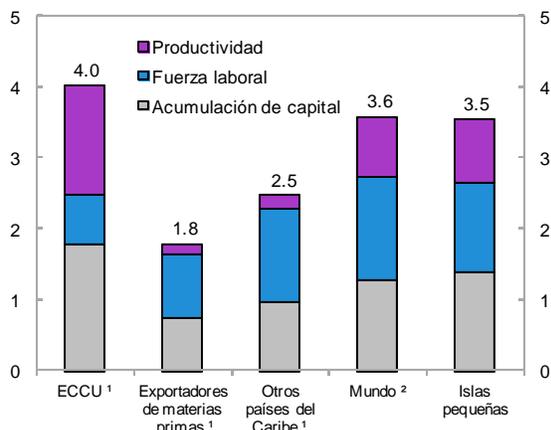
No obstante, en décadas sucesivas, el crecimiento de la productividad disminuyó considerablemente, debido quizás a una infraestructura inadecuada y a la falta de factores calificados que complementarían el capital (un problema común en los países en desarrollo). Este crecimiento más bajo de la productividad ha dado lugar a una marcada disminución del crecimiento del producto a pesar de que la inversión se mantiene relativamente robusta, como denota la fuerte contribución de la acumulación de capital. Esto también indica que la atención debería centrarse en el tipo (y la productividad) de inversión y no el monto invertido. En los PEMP, los incrementos moderados de la inversión han estado acompañados por un fuerte aumento de la productividad, ayudando a la región a generar mayor crecimiento. En los OPC la contribución de la PTF ha sido mucho menor, tanto en promedio como para explicar las fluctuaciones del crecimiento, aunque el crecimiento de la PTF se ha desacelerado. En este grupo de países, la contribución de la formación de capital también parece moderada, especialmente en comparación a los promedios mundiales (gráfico 5.4).

Para demostrar con otro ejemplo la importancia de la productividad, calculamos cuál sería la producción por trabajador suponiendo que la región del Caribe alcanzara los niveles de productividad de Estados Unidos (gráfico 5.5) o sus niveles de capital por trabajador⁶. El producto podría duplicarse si la región aumentara la productividad a los niveles de Estados Unidos, lo que beneficiaría un poco más a la ECCU y a los PEMP que a los OPC. El producto también aumentaría si el capital por trabajador alcanzara los niveles de

⁶ Para analizar esta cuestión, utilizamos la metodología de contabilidad de los niveles desarrollada por Hall y Jones (1999) que descompone la diferencia de producción por trabajador entre dos países como la diferencia entre la relación capital-trabajo y la PTF (vea la Tabla 5.2 en el Apéndice).

Gráfico 5.4. El crecimiento histórico de la productividad en la región ha sido bajo visto en relación a países comparables.

Mundo: Contribuciones promedio al crecimiento, 1970-2007 (Porcentaje)



Fuentes: Heston, Summers y Aten (2009); Base de datos de Desastres (EM-DAT), CRED (2010); y cálculos del personal técnico del FMI.

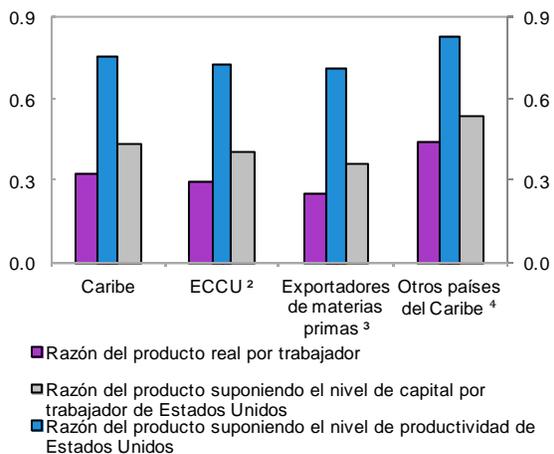
¹ Datos ajustados por el efecto de los huracanes en el stock de capital.

² Mundo incluye datos de 188 países de PWT 6.3.

Gráfico 5.5. Existen amplias oportunidades para aumentar el crecimiento vía mejoras en productividad.

Caribe: Producción por trabajador y sus componentes, 2001-2007¹

(Razones con respecto a Estados Unidos)



Fuentes: Heston, Summers y Aten (2009); Base de datos de Desastres (EM-DAT), CRED (2010); y cálculos del personal técnico del FMI.

¹ Datos ajustados por el efecto de los huracanes sobre el stock de capital.

² Antigua y Barbuda, Dominica, Granada, Saint Kitts y Nevis, Santa Lucía, y San Vicente y las Granadinas.

³ Guyana, Suriname, y Trinidad y Tobago.

⁴ Las Bahamas, Barbados, Belice y Jamaica.

Estados Unidos, aunque el avance sería mucho menos espectacular. Esto parece indicar que si bien un nuevo repunte de la inversión podría mejorar el producto, los esfuerzos deberían centrarse en aumentar la productividad.

¿Contribuye el turismo al crecimiento?

La mayor parte de los países del Caribe experimentaron una transformación de sus economías en las décadas de 1960 y 1970 sustituyendo su dependencia de la agricultura por su dependencia del turismo. El turismo es hoy el principal sector en varios países del Caribe y la mayor fuente de empleos del sector privado. No obstante, las consecuencias de esta fuerte especialización en el turismo para el crecimiento a largo plazo no son obvias. En teoría, una expansión del sector del turismo, o a nivel más general del sector de servicios, puede tener un impacto positivo o negativo sobre el crecimiento a largo plazo. Por el lado positivo, la estrategia inicial de especialización conforme a esta ventaja comparativa puede elevar los niveles de ingreso inicialmente y, posteriormente, el sector del turismo puede convertirse en un eje del crecimiento, como cualquier otro.

Por el lado negativo, la especialización en servicios puede significar un menor crecimiento de la productividad en el futuro, en el supuesto crítico de que algunos sectores, como la manufactura, desempeñan un papel especial en el crecimiento de la productividad (véase un resumen de estos argumentos en la edición de mayo de 2010 de *Perspectivas Económicas Regionales*).

En la práctica, los análisis históricos y comparativos de países parecen indicar que hasta el momento el turismo ha contribuido a aumentar el PIB en el Caribe. Los resultados de una regresión de panel utilizando el modelo de crecimiento estándar, ampliado a fin de incluir el turismo, muestran una asociación positiva entre el

turismo y el crecimiento (cuadro 5.3 del apéndice)⁷. Un aumento de 10% de las entradas de turistas per cápita eleva el crecimiento económico en aproximadamente 0,2%. Además, no solo el volumen del turismo sino también la calidad y el valor agregado del turismo (representados por los ingresos por turista) influyen en el crecimiento. Por otra parte, atraer demasiados turistas pareciera no tener implicaciones negativas, lo que parece indicar que una mayor expansión de este sector probablemente será beneficiosa para el crecimiento⁸.

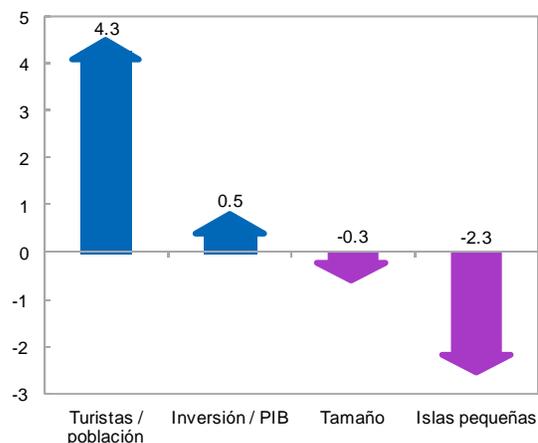
Curiosamente, la contribución positiva de la especialización en el turismo ha ayudado a contrarrestar el impacto negativo de la geografía y del hecho de “ser pequeño”. En el gráfico 5.6, las flechas azules representan los efectos de las variables que contribuyeron positivamente al crecimiento a largo plazo mientras que las flechas lilas indican los efectos de las variables que han afectado negativamente al crecimiento a largo plazo en el Caribe. Las entradas de turistas a los países del Caribe han sido mayores que el promedio mundial; han sumado 4,3 puntos porcentuales al crecimiento en la región. Al mismo tiempo, el crecimiento se ha reducido en 2,3 y 0,3 puntos porcentuales por año, en promedio, dado el carácter geográfico insular del Caribe y el (consiguiente) tamaño pequeño absoluto de sus economías, respectivamente. Esto parece indicar que la especialización en el turismo ha sido beneficiosa y, de hecho, ha contrarrestado algunas de las limitaciones que se derivan de ser una pequeña economía insular (por ejemplo, lejanía, costos de transporte más elevados y des economías de escala).

⁷ El panel se basa en datos comparables de 152 países y abarca un período de 29 años.

⁸ Cuando se incluye el término cuadrático de “llegadas/población” en la regresión, este tiene una relación positiva y significativa con el crecimiento; lo que implica que la llegada de más turistas no tiene rendimientos decrecientes. Sin embargo, esto no toma en cuenta limitaciones que pudieran surgir por falta de infraestructura (carreteras, aeropuertos, sanidad) que algunas islas pudieran llegar a observar si los arribos de turistas llegaran a aumentar.

Gráfico 5.6. El impacto en el crecimiento del turismo más que compensa ser una isla pequeña.

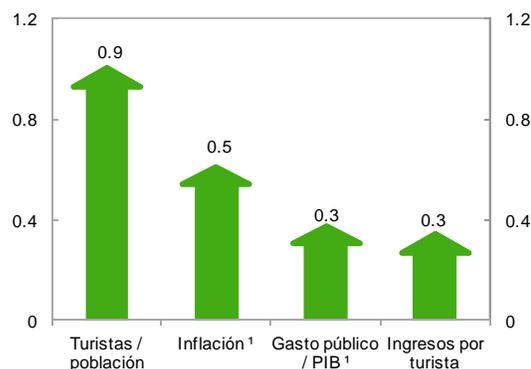
Caribe: Factores que contribuyen al crecimiento con respecto al Mundo (Porcentaje)



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

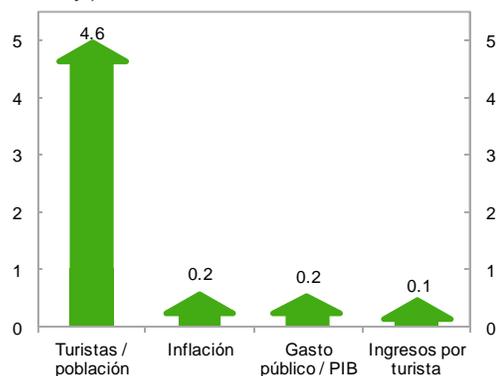
Gráfico 5.7. Hay amplio margen para aumentar el crecimiento vía el turismo.

Caribe: Efecto sobre el crecimiento de tener el percentil 90 de los niveles mundiales (Porcentaje)



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.
¹ Variables calculadas al décimo percentil del nivel mundial.

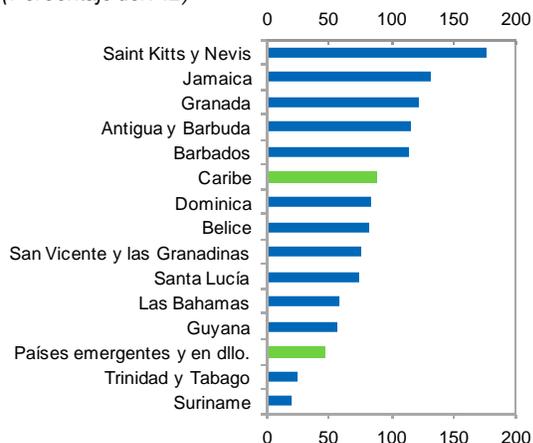
Caribe: Efecto sobre el crecimiento de tener los niveles de Las Bahamas (Porcentaje)



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

Gráfico 5.8. Los países del Caribe son entre los más endeudados del mundo.

Caribe: Deuda pública, 2009
(Porcentaje del PIB)



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

Hay margen para un mayor crecimiento que puede lograrse fomentando el papel que desempeña el sector del turismo (gráfico 5.7), a través tanto del número de llegadas como de lo que gasta cada turista. Suponiendo que las llegadas de turistas fueran equivalentes al 90º percentil del nivel mundial, el crecimiento del PIB de la región se incrementaría en aproximadamente 1 punto porcentual, aunque algunos países saldrían perdiendo porque las llegadas de turistas ya se sitúan en algunos países por encima del nivel del 90º percentil. No obstante, el crecimiento registraría un fuerte aumento de 4 puntos porcentuales si las llegadas de turistas per cápita en todos los países del Caribe (tal como aparecen en este estudio) coincidieran con el nivel de arribos de turistas a Las Bahamas.

Con respecto al promedio de ingresos por turista, también hay margen para un crecimiento adicional, aunque este es moderado si se considera Las Bahamas como referencia. No obstante, podría ser beneficioso desarrollar un nicho y proporcionar servicios que atraigan a turistas de ingresos altos.

La dependencia del turismo no ha aumentado la volatilidad del crecimiento. Si utilizamos la desviación estándar del crecimiento como variable dependiente en nuestro panel de regresión,

observamos que el turismo no solo eleva el crecimiento del PIB per cápita sino que también ayuda a *reducir* su volatilidad. Esto coincide con la conclusión de que la volatilidad en el Caribe no ha sido excepcionalmente alta en comparación con otras regiones, como se señaló anteriormente.

Una salvedad importante a las implicaciones de todo este análisis para la política económica es la nueva competencia a la que se enfrentarían los países del Caribe si, según las especulaciones, Estados Unidos eliminara todas las restricciones para viajar a Cuba (véase el recuadro 5.2).

La carga de la deuda

Los países del Caribe se encuentran entre los más endeudados del mundo (gráfico 5.8). La deuda pública de cinco de los trece países del Caribe supera el 100% del PIB, y otros cuatro países registran niveles de deuda superiores al 70%.

La mayor parte de la acumulación de deuda pública ha ocurrido desde mediados de la década de 1990. En la ECCU esto refleja un deterioro del saldo primario y un aumento del gasto extrapresupuestario y, en menor medida, un incremento de los costos de los intereses en relación con el crecimiento del PIB. Si bien algunos países de la ECCU tienen acceso a los recursos concesionarios de las instituciones financieras internacionales (IFI), la dependencia de la deuda interna es alta en algunos países, y los bancos comerciales son importantes proveedores de deuda. En estos casos, los costos de los intereses también han sido elevados. En los países que no forman parte de la ECCU, muchos de los cuales no tienen acceso a los mercados internacionales, la razón principal de la acumulación de deuda ha sido el aumento de los pagos de intereses en relación con el crecimiento del PIB, mientras que los déficits primarios se han mantenido moderados. En estos países, la ejecución de varios tipos de pasivos contingentes también ha incrementado la deuda del sector público.

Recuadro 5.2. Perspectivas del turismo al Caribe: ¿Es Cuba un nuevo competidor?

Las economías del Caribe analizadas en este capítulo están acostumbradas a la competencia de Cuba, y las llegadas de turistas a Cuba provenientes de muchos países, especialmente Canadá y Europa, ya son considerables. No obstante, la competencia por la mayor

fuente de turistas al Caribe —Estados Unidos— se ve limitada por las restricciones de viaje impuestas por este país. En los estudios de Romeu (2008) y Romeu y Wolfe (2010) se analiza cómo estas restricciones han determinado la evolución del turismo en el Caribe y han ayudado a otras economías de la región, comparándolas con los efectos de las políticas de comercio preferencial. Manteniendo el resto de los factores constantes, las restricciones impuestas por Estados Unidos para viajar a Cuba probablemente han permitido precios más altos para los proveedores turísticos en el Caribe y, por lo tanto, una mejora de los términos de intercambio y salarios reales más elevados en las economías del Caribe en su conjunto del nivel que habrían registrado si no existieran estas restricciones.

La política estadounidense actual permite viajar a Cuba en algunos casos, y el alcance de las restricciones impuestas a estas visitas ha cambiado con el correr de los años. Las restricciones para viajar a Cuba impuestas (principalmente) a ciudadanos cubano-estadounidenses se endurecieron en 2004 y luego se suavizaron en 2009. Romeu y Wolfe (2010) analizan los efectos de estos cambios y observan que la liberalización de las restricciones tiene un impacto significativo en los viajes a Cuba, lo que parece indicar que las restricciones vigentes limitan considerablemente los viajes de estadounidenses a este país.

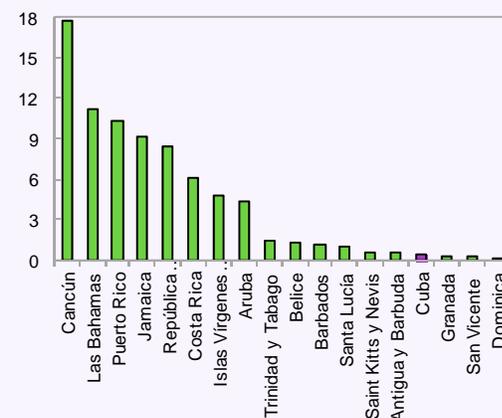
Las restricciones para viajar a Cuba impuestas (principalmente) a ciudadanos cubano-estadounidenses se endurecieron en 2004 y luego se suavizaron en 2009. Romeu y Wolfe (2010) analizan los efectos de estos cambios y observan que la liberalización de las restricciones tiene un impacto significativo en los viajes a Cuba, lo que parece indicar que las restricciones vigentes limitan considerablemente los viajes de estadounidenses a este país.

A nivel más general, en el marco de una liberalización hipotética de las restricciones actuales, el mercado del turismo tendrá que encontrar un nuevo equilibrio cuando los costos de viajar a Cuba para los estadounidenses se reduzcan drásticamente. Las mejores variables predictivas del turismo (y del comercio a nivel más general) son la distancia bilateral y el tamaño de la economía de los socios comerciales. Si mantenemos el resto de los factores

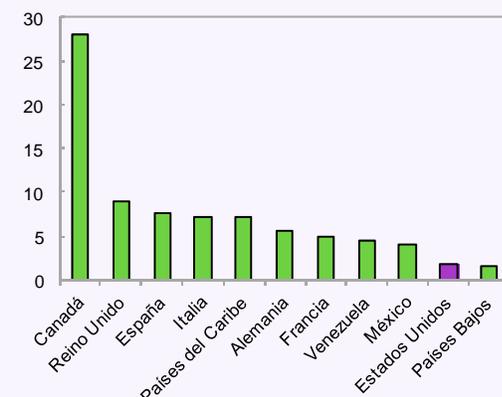
constantes, los países grandes comercian más entre ellos, así como los países que están cerca geográficamente. Estados Unidos es, en gran medida, el mayor consumidor de servicios de turismo de la región, y se encontrará por primera vez en cincuenta años con el mayor proveedor potencial de estos servicios —que estará ubicado más cerca de Estados Unidos que ningún otro destino del Caribe, salvo Las Bahamas. A medida que el resto del Caribe se adapta a la pérdida de este subsidio comercial implícito proporcionado por las restricciones actuales, surgirán nuevos patrones de consumo turístico en todos los países de destino y de origen del turismo.

Esta liberalización hipotética, no obstante, no tendrá un efecto negativo inmediato sobre el turismo hacia otros países del Caribe, y durante algún tiempo los efectos probablemente serán positivos. Teniendo en cuenta las limitaciones de capacidad en Cuba, particularmente en términos de oferta hotelera adecuada, un fuerte aumento de la demanda procedente de residentes estadounidenses probablemente “desplazará” a los visitantes de otros países, enviándolos a otras islas, por ejemplo, a canadienses. La competencia de Cuba a largo plazo dependerá en parte de si sus políticas favorecen la expansión de la industria turística y contribuyen a reducir los altos costos de viaje asociados al turismo en este país.

Viajes de Estados Unidos al Caribe
(Promedio 2004–07, participación)



Llegadas a Cuba por país de origen
(Promedio 2004–07, participación)



Fuentes: Organización Mundial de Turismo, autoridades nacionales y cálculos del personal técnico del FMI.

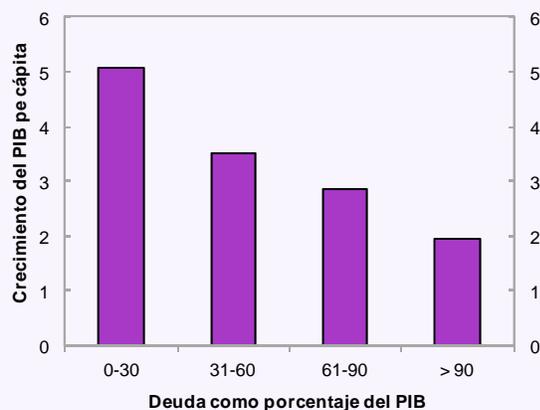
Nota: Este recuadro fue preparado por Rafael Romeu.

Recuadro 5.3. Deuda y crecimiento

La mayor parte de los estudios que han examinado la relación entre deuda y crecimiento concluyen que los altos niveles de deuda pública socavan el crecimiento económico porque desplazan la inversión privada y se convierten en un impuesto sobre futuros proyectos de inversión que también reducen la inversión.

Los crecientes niveles de deuda también causan incertidumbre y pérdida de confianza en la capacidad del gobierno de manejar el equilibrio macroeconómico, frenando la inversión y, por lo tanto, el crecimiento. Los resultados del informe *IMF Fiscal Monitor* (2010) parecen indicar que, en promedio, un aumento de 10 % de la deuda inicial reduce el crecimiento del PIB per cápita en 0,2% por año. En un estudio reciente de 44 países avanzados y emergentes que abarca un período de casi 200 años, Reinhart y Rogoff (2010) señalan que por encima del umbral de deuda/PIB del 90%, las tasas medianas de crecimiento se reducen 1% mientras que el crecimiento promedio se reduce aún más. También observan que los países emergente tiene un umbral más bajo de deuda externa (60%) por encima del cual las tasas de crecimiento disminuyen un 2% o más.

Mundo: Deuda y crecimiento del PIB per cápita real, 2000–07
(Porcentaje)



Fuentes: Heston, Summers y Aten (2009), y cálculos del personal técnico del FMI.

Considerando la experiencia de varios países, la deuda ha afectado negativamente y de manera considerable al crecimiento en el Caribe⁹. Los datos muestran que cuando la relación deuda/PIB supera el 30%, la deuda reduce el crecimiento. El impacto negativo de la deuda aumenta cuando la relación deuda/PIB sobrepasa el umbral del 60%¹⁰. Además, una vez se considera la deuda, la inversión ya no parece tener un impacto positivo en el crecimiento, lo que parece indicar que el

gasto público desplaza la inversión privada (cuadro 5.3 del apéndice).

Aunque la aplicación de una política fiscal más restrictiva podría desacelerar el crecimiento a corto plazo, parece que una reducción de la relación deuda-PIB, cuando se sitúa por encima de 60%, tiende a mejorar la evolución económica de un país a mediano plazo (gráfico 5.9)¹¹. Una reducción de la deuda pública fomenta la inversión privada a través de su efecto en las tasas de interés a largo plazo. También reduce el temor de aumentos impositivos en el futuro. Por lo tanto, la disminución de los niveles de deuda está asociada a un mayor crecimiento. Por ejemplo, en la ECCU el crecimiento se redujo a la mitad en períodos en que aumentaron los niveles de deuda, en relación con aquellos períodos en que la deuda disminuyó, aunque el impacto en los otros dos grupos es más moderado.

⁹ Para investigar esta cuestión, consideramos las regresiones de panel utilizando la ecuación de crecimiento estándar, ampliada con el turismo (como en la sección anterior) e incluyendo la deuda. Véase un análisis más detallado de los resultados en el documento de trabajo *Crecimiento en el Caribe en una Perspectiva Multilateral: El Papel del Turismo y la Deuda*, de próxima publicación.

¹⁰ Tomando como base los estudios de Kumar y Woo (2010) y Patillo *et al.* (2002), el enfoque examina la falta de linealidad de la relación crecimiento-deuda introduciendo términos de interacciones entre la deuda y variables ficticias correspondientes a tres rangos de deuda/PIB: 0 a 30%, 30% a 60% y mayor 60%, e incluyendo una especificación cuadrática para la variable de deuda.

¹¹ Véase también el capítulo 3 de la edición de octubre de 2010 de *Perspectivas de la economía mundial*.

Para ilustrar mejor la relación inversa entre los niveles de deuda y el crecimiento del PIB (gráfico 5.10), calculamos cuánto aumentaría el crecimiento si la región redujera la relación deuda/PIB a 60% (para los países del grupo de PEMP esto implicaría elevar los niveles de deuda). No sorprende observar que el mayor impacto positivo recaería en los seis países de la ECCU, de los cuales tres registran niveles muy superiores al 100% del PIB. Por lo tanto, una reducción de la deuda en la ECCU al 60%, sumaría aproximadamente un cuarto de punto porcentual al crecimiento. Si la ECCU redujera la deuda al nivel promedio de los países emergentes y en desarrollo (alrededor de 45%) el crecimiento podría aumentar en aproximadamente medio punto porcentual. Por otra parte, los países del grupo de PEMP deben seguir manteniendo bajos niveles de deuda porque un aumento de la deuda reduciría el crecimiento.

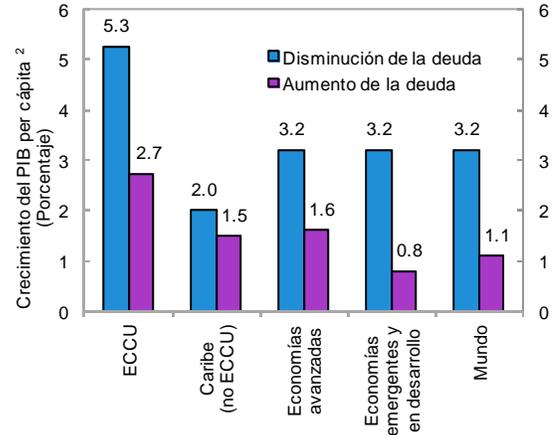
Conclusiones

Aunque el PIB per cápita de los países del Caribe aumentó considerablemente en la década de 1970, en los últimos veinte años estos países han perdido terreno en relación con los pequeños países insulares de características similares y a los países emergentes y en desarrollo de rápido crecimiento. No obstante, la evolución del crecimiento ha sido muy heterogénea. Los países de la ECCU registraron las mayores tasas de crecimiento en general y los países del grupo de PEMP ganaron el terreno perdido durante la década de 1980. No obstante, los tres grupos deben avanzar mucho para alcanzar el nivel del PIB per cápita de Estados Unidos.

El aumento de la PTF ha sido el principal motor del crecimiento para gran parte de la región. La disminución del crecimiento del PTF, a pesar de los altos niveles de acumulación de capital, explica los resultados económicos relativamente desfavorables de los países de la ECCU en los últimos años. Por otra parte, la mejora de la PTF,

Gráfico 5.9. Reducir los niveles elevados de deuda ayuda al crecimiento.

Mundo: Crecimiento del PIB per cápita real en períodos de aumento y disminución de la deuda, 1970–2007¹



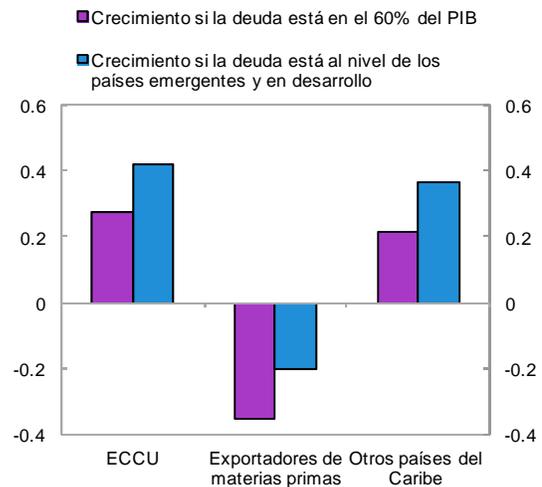
Fuentes: Heston, Summers y Aten (2009); y cálculos del personal técnico del FMI. Basado en *Fiscal Monitor (IMF 2010b)*, pág. 63.

¹ Deuda inicial > 60 por ciento del PIB. ECCU incluye Antigua y Barbuda, Dominica, Granada, Saint Kitts y Nevis, Santa Lucía, y San Vicente y las Granadinas. Caribe (no ECCU) incluye Las Bahamas, Barbados, Belice, Guyana, Jamaica, Suriname, y Trinidad y Tobago.

² Promedio de los cinco años sucesivos.

Gráfico 5.10. Reducir la deuda ayuda a subir el crecimiento y el opuesto también es cierto.

Caribe: Efecto de la deuda sobre el crecimiento¹ (Porcentaje)



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

¹ Basado en la regresión (6) del cuadro 5.3, suponiendo que los niveles de deuda/PIB de 2009 se reducen (o aumentan) al 60% o al 44,9% del PIB.

combinada con un aumento de la inversión gracias al aumento de los precios de las materias primas desde finales de la década de 1980, ha ayudado a los países exportadores de materias primas (PEMP) de la región a ganar el terreno perdido. Aunque es difícil determinar exactamente los factores que explican la caída en PTF dado que puede señalar cualquier cosa, desde falta de factores complementarios o falta de innovación hasta simplemente errores de medición, redoblar los esfuerzos para mejorar la PTF, fortaleciendo las instituciones y adoptando nuevas tecnologías, seguramente impulsaría el crecimiento en la región.

El turismo ha contribuido en forma importante a impulsar el crecimiento y existe un margen considerable en muchos países para acelerar el crecimiento fomentando el papel que desempeña

este sector. No obstante, para mejorar las perspectivas de crecimiento deberá abordarse la cuestión esencial del creciente nivel de deuda de la región. En la medida en que los gobiernos implementen políticas más activas para reducir la deuda, el crecimiento mejorará no solo porque se reducirán los costos presupuestarios de los intereses y se creará espacio fiscal, sino también por el efecto que tendrán en la reducción de las tasas de interés a largo plazo y el fortalecimiento de la confianza y la inversión del sector privado, lo que es aún más importante.

El futuro del Caribe depende de sus esfuerzos para mejorar la productividad y competitividad en la industria del turismo y la disposición de los gobiernos a reducir los altos niveles de deuda que crearían el espacio fiscal necesario para enfrentar choques futuros a sus economías.

Apéndice

Cuadro 5.2. Caribe: Crecimiento del producto y sus componentes; en relación con valores de Estados Unidos, 1990–2007

País	Año	Producto por trabajador	Capital por trabajador	Productividad
Antigua y Barbuda	1990			
	2000	0.41	0.32	0.62
	2007	0.47	0.40	0.66
Las Bahamas	1990	0.85	0.70	0.96
	2000	0.70	0.83	0.75
	2007	0.64	0.92	0.66
Barbados	1990	0.73	1.25	0.67
	2000	0.59	0.92	0.61
	2007	0.59	0.77	0.65
Belice	1990	0.30	0.38	0.42
	2000	0.28	0.29	0.43
	2007	0.29	0.25	0.47
Dominica	1990	0.17	0.18	0.31
	2000	0.14	0.15	0.28
	2007	0.12	0.15	0.24
Granada	1990	0.41	0.77	0.45
	2000	0.46	1.02	0.45
	2007	0.40	0.90	0.42
Guyana	1990	0.06	0.29	0.09
	2000	0.07	0.22	0.12
	2007	0.06	0.17	0.12
Jamaica	1990	0.31	0.47	0.40
	2000	0.24	0.41	0.33
	2007	0.23	0.35	0.33
Saint Kitts y Nevis	1990	0.26	0.35	0.38
	2000	0.30	0.28	0.47
	2007	0.38	0.49	0.48
Santa Lucía	1990	0.38	0.27	0.59
	2000	0.32	0.38	0.44
	2007	0.32	0.35	0.46
San Vicente y las Granadinas	1990	0.14	0.15	0.28
	2000	0.13	0.17	0.24
	2007	0.16	0.18	0.29
Suriname	1990	0.35	0.41	0.48
	2000	0.22	0.38	0.30
	2007	0.26	0.52	0.33
Trinidad y Tobago	1990	0.36	0.80	0.39
	2000	0.41	0.54	0.51
	2007	0.60	0.48	0.78

Fuente: Heston, Summers y Aten (2009); Base de datos de desastres naturales (EM-DAT), CRED (2010), y cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: Información más detallada (desde 1970) se encuentra disponible en el Working Paper: *Growth in the Caribbean in Cross Country Perspective: The Role of Tourism and Debt* (próximo a publicarse).

Cuadro 5.3. Turismo, deuda y crecimiento

Variables	Crecimiento del PIB per capita real							
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
Convergencia	-2.055*** (0.324)	-3.582*** (0.406)	-3.692*** (0.407)	-4.019*** (0.426)	-3.888*** (0.421)	-2.343*** (0.613)	-2.424*** (0.620)	-2.421*** (0.621)
Gasto público / PIB	-1.000** (0.455)	-0.926* (0.476)	-0.773 (0.470)	-0.551 (0.486)	-0.722 (0.477)	-1.014 (0.657)	-1.036 (0.661)	-1.016 (0.662)
Educación primaria	1.985*** (0.730)	1.270* (0.743)	1.201 (0.737)	0.805 (0.766)	1.510** (0.760)	0.404 (1.352)	0.245 (1.353)	0.220 (1.367)
Apertura al comercio	1.354*** (0.377)	0.182 (0.414)	0.251 (0.407)	0.036 (0.420)	0.160 (0.415)	0.693 (0.592)	0.621 (0.594)	0.619 (0.594)
Inflación	-0.522*** (0.134)	-0.534*** (0.126)	-0.518*** (0.126)	-0.497*** (0.129)	-0.506*** (0.126)	-0.468** (0.184)	-0.498*** (0.186)	-0.498*** (0.186)
Términos de intercambio	0.043** (0.020)	0.081*** (0.019)	0.080*** (0.019)	0.086*** (0.019)	0.082*** (0.019)	0.111*** (0.030)	0.110*** (0.030)	0.110*** (0.030)
Expectativa de vida	7.272*** (2.390)	5.097** (2.272)	5.083** (2.267)	3.874* (2.243)	5.476** (2.283)	-3.337 (3.806)	-3.542 (3.784)	-3.499 (3.808)
Inversión / PIB	2.824*** (0.473)	1.221*** (0.455)	1.311*** (0.456)	0.897** (0.451)	1.364*** (0.457)	1.005 (0.761)	0.933 (0.767)	0.967 (0.766)
Tamaño	0.000* (0.000)	0.000*** (0.000)	0.000*** (0.000)	0.000*** (0.000)	0.000*** (0.000)	0.000** (0.000)	0.000** (0.000)	0.000** (0.000)
Turistas / población		1.795*** (0.265)	1.915*** (0.271)	2.159*** (0.271)	2.516*** (0.440)	1.763*** (0.405)	1.833*** (0.404)	1.830*** (0.404)
Islas pequeñas			-2.991*** (0.906)	-3.099*** (0.971)	-3.339*** (0.949)	-2.595** (1.263)	-2.575** (1.278)	-2.608** (1.275)
Ingresos por turista				0.426** (0.212)				
(Turistas / población) ²					0.096* (0.057)			
Deuda / PIB						-0.509** (0.230)		
(Deuda / PIB)*Dummy0-30							-0.270 (0.335)	-0.269 (0.330)
(Deuda / PIB)*Dummy30-60							-0.418 (0.268)	
(Deuda / PIB)*Dummy>60							-0.444* (0.241)	
(Deuda / PIB)*Dummy30-90								-0.422* (0.256)
(Deuda / PIB)*Dummy>90								-0.453* (0.240)
(Deuda / PIB) ²							0.026 (0.047)	
Constante	-29.730*** (8.740)	9.310 (9.917)	10.390 (9.919)	25.345** (10.648)	9.665 (9.943)	38.936** (16.455)	38.183** (16.585)	41.364** (16.272)
Observaciones	791	760	760	749	760	467	467	467
Número de países	154	152	152	151	152	136	136	136

Nota: *** p-value <0.01; ** p-value <0.05; * p-value <0.1. Errores estándar en paréntesis.

Las estimaciones usaron datos de 154 países cubriendo 29 años desde 1979 hasta 2007, que se dividieron en cinco periodos de 5 años y un periodo de 4 años. La variable dependiente es el promedio de la tasa de crecimiento real del PIB per cápita. La variable convergencia es el logaritmo del PIB per cápita real al principio del periodo, mientras el resto de variables explicativas son promedios de 5 años y son expresadas en logaritmos (excepto por la variable tamaño). El procedimiento usado en la estimación es el estimador Hausman-Taylor que permite el uso de un modelo de efectos aleatorios (para incluir variables que no varían con el tiempo como el tamaño e islas pequeñas) mientras se corrige por la correlación de la inversión / PIB y las variables de turismo con los efectos individuales de cada país.

América Latina y el Caribe
Principales indicadores fiscales 1

	Ingreso del sector público (Porcentaje del PIB)			Gasto primario del sector público (Porcentaje del PIB)			Balance del sector público (Porcentaje del PIB)			Balance primario del sector público (Porcentaje del PIB)			Deuda bruta del sector público (Porcentaje del PIB)												
	2007	2008	2009	2010	2011	2007	2008	2009	2010	2011	2007	2008	2009	2010	2011	2007	2008	2009	2010	2011					
América del Norte																									
Canada 2	40.7	39.8	38.3	37.8	38.0	35.0	35.7	40.0	39.1	37.4	1.6	0.1	-5.5	-4.9	-2.9	2.2	0.1	-4.6	-4.5	-2.8	65.1	69.8	81.6	81.7	80.5
México	21.4	22.9	22.2	22.0	21.9	20.1	21.5	24.5	23.7	23.0	-1.3	-1.4	-4.9	-3.6	-3.1	1.4	1.3	-2.3	-1.7	-1.1	38.2	43.3	44.9	45.2	45.7
Estados Unidos 2	33.9	32.4	30.4	30.3	31.5	33.6	36.3	40.7	39.0	38.5	-2.7	-6.7	-12.9	-11.1	-9.7	-0.6	-4.7	-11.2	-9.5	-8.0	62.1	71.1	84.3	92.7	98.3
América del Sur																									
Argentina 3	31.5	33.4	33.9	34.6	34.6	29.1	30.6	33.8	34.7	34.7	-2.1	-0.3	-3.7	-3.5	-3.8	2.4	2.7	0.2	-0.1	-0.1	67.9	59.6	59.0	52.2	48.1
Bolivia	34.4	38.9	36.0	34.3	34.6	29.3	32.6	33.8	33.5	33.6	2.6	4.3	0.6	-0.8	-0.4	5.1	6.3	2.2	0.7	1.1	40.9	37.5	40.5	37.8	36.2
Brasil	35.7	36.6	36.1	36.3	36.5	32.2	32.5	33.9	33.0	33.3	-2.6	-1.3	-3.2	-1.7	-1.2	3.4	4.1	2.1	3.3	3.2	65.2	64.1	68.9	68.8	66.6
Chile	28.8	27.2	21.7	24.0	24.6	19.8	22.3	25.5	25.2	24.9	8.4	4.3	-4.3	-1.6	-0.6	9.0	4.8	-3.8	-1.2	-0.3	4.1	5.2	6.2	7.6	6.9
Colombia	27.2	26.6	26.7	24.8	25.3	24.2	23.0	26.0	25.0	25.9	-1.0	0.1	-2.5	-3.5	-3.9	3.0	3.6	0.7	-0.2	-0.6	32.5	32.3	35.2	35.7	36.3
Ecuador	29.0	33.7	28.1	30.4	30.7	24.9	33.1	31.7	31.9	30.2	2.2	-0.8	-4.2	-2.2	-1.1	4.1	0.5	-3.6	-1.4	0.5	26.7	21.1	14.7	13.7	13.5
Guyana 4	28.3	27.7	28.9	28.9	29.9	30.8	29.6	30.7	30.8	31.9	-4.3	-3.6	-3.5	-3.7	-3.6	-2.5	-1.9	-1.9	-1.9	-2.0	60.0	61.6	60.5	63.9	67.7
Paraguay	21.2	20.9	23.2	23.2	23.2	18.8	17.3	22.1	22.3	22.7	1.5	3.0	0.5	0.5	-0.1	2.4	3.6	1.2	1.0	0.5	21.9	19.1	18.0	17.1	16.4
Perú	20.9	21.0	18.9	19.9	20.1	16.0	17.3	19.8	19.6	19.1	3.2	2.2	-2.1	-0.8	-0.1	5.0	3.7	-0.8	0.3	1.0	30.9	25.7	27.4	25.4	23.6
Suriname	30.5	27.5	33.0	28.4	26.9	26.9	24.9	33.0	31.2	27.9	2.2	2.0	-1.6	-4.1	-2.5	3.7	2.6	-0.1	-2.9	-1.1	21.1	18.1	20.3	22.9	24.7
Uruguay 5	30.7	28.9	30.4	31.8	31.7	27.3	27.6	29.3	29.3	29.4	0.0	-1.5	-1.7	-0.6	-0.9	3.4	1.4	1.1	2.5	2.3	63.0	61.6	60.7	55.9	52.1
Venezuela	33.3	31.6	24.9	35.2	36.2	34.5	32.8	31.5	37.2	38.4	-2.9	-2.7	-8.2	-3.8	-3.5	-1.2	-1.2	-6.7	-2.0	-2.2	30.9	24.6	36.4	34.8	38.9
América Central																									
Belice 6	28.2	28.7	26.4	27.4	27.5	24.4	24.4	24.5	26.0	25.4	-0.7	0.4	-1.6	-2.5	-2.8	3.8	4.2	1.9	1.4	1.5	84.8	78.2	80.2	78.1	77.2
Costa Rica 4	23.3	23.4	22.3	22.9	23.5	18.0	20.0	23.1	24.9	25.4	1.9	0.7	-3.2	-4.7	-4.4	5.3	3.4	-0.8	-2.0	-1.9	29.6	26.0	28.0	29.5	31.6
El Salvador 4	16.5	16.0	15.4	16.5	17.5	15.9	16.3	18.5	19.1	19.0	-1.9	-2.6	-5.6	-4.9	-4.4	0.6	-0.3	-3.1	-2.6	-1.5	38.8	39.7	48.5	50.0	51.0
Guatemala 6	12.8	12.0	11.1	11.3	11.7	12.8	12.3	12.8	13.2	13.1	-1.4	-1.6	-3.1	-3.4	-3.1	0.0	-0.3	-1.7	-1.8	-1.4	21.3	19.9	23.0	24.5	26.1
Honduras	24.4	26.3	24.8	24.5	24.5	25.2	27.3	28.7	27.2	26.2	-1.6	-1.7	-4.6	-3.7	-3.1	-0.8	-1.0	-3.9	-2.7	-1.8	19.7	20.2	23.7	26.1	27.2
Nicaragua 5	30.3	29.3	28.8	31.0	31.1	26.7	28.1	29.5	29.6	29.9	2.1	0.0	-2.1	-0.1	-0.5	3.7	1.2	-0.7	1.4	1.1	83.0	76.2	81.3	67.2	67.8
Panamá 8	27.8	25.9	24.6	25.1	25.8	20.9	22.4	22.8	23.0	24.3	3.4	0.4	-1.0	-0.7	-1.0	6.9	3.5	1.8	2.2	1.5	48.5	41.2	39.9	40.0	36.5
El Caribe																									
Antigua y Barbuda 6	24.1	23.8	20.1	25.5	25.5	26.9	26.8	31.9	22.2	21.9	-6.4	-6.1	-19.6	-1.0	-0.6	-2.9	-3.0	-11.8	3.3	3.6	93.3	92.8	118.3	104.0	99.3
Bahamas, Las 6	18.6	19.4	18.0	17.5	17.6	19.4	19.5	20.9	20.4	19.8	-2.5	-2.1	-4.9	-5.3	-4.8	-0.8	-0.1	-2.8	-2.9	-2.2	34.9	36.8	41.4	46.9	50.1
Barbados 9	38.3	40.4	38.8	37.7	40.3	40.9	43.4	41.7	40.0	39.3	-6.2	-6.9	-7.2	-6.8	-3.6	-2.5	-3.0	-2.9	-2.3	1.0	86.2	95.7	104.9	111.6	113.3
Dominica 6	44.6	46.2	46.8	43.9	42.7	40.0	43.0	43.9	42.7	41.7	2.2	0.9	0.8	-1.2	-0.6	4.6	3.1	3.0	1.2	1.0	90.9	84.9	83.8	83.1	81.2
República Dominicana 9	17.3	15.8	13.7	14.0	15.1	15.3	17.7	15.2	14.2	14.5	0.3	-3.5	3.5	-2.3	-1.6	1.9	-1.8	-1.6	-0.2	0.6	20.3	25.3	28.4	28.0	22.0
Grenada 7	27.1	29.4	28.5	28.2	28.3	32.9	32.4	32.3	27.9	26.3	-7.9	-5.1	-6.6	-2.9	-1.2	-5.8	-3.0	-3.8	0.3	2.0	111.0	102.2	122.3	119.1	116.3
Haití 6	15.8	15.1	17.9	24.3	28.5	14.5	17.5	21.5	26.6	31.8	0.2	-3.1	-4.4	-2.9	-3.9	1.3	-2.4	-3.6	-2.3	-3.3	34.9	37.7	24.8	25.9	27.7
Jamaica 7	26.4	26.3	26.5	25.6	25.7	18.9	20.9	20.8	20.6	19.4	-3.9	-6.4	-9.9	-7.1	-3.2	7.5	5.4	5.7	5.1	6.3	111.5	120.0	134.0	135.7	131.6
St. Kitts y Nevis 7	39.4	37.2	40.4	31.5	32.8	35.7	33.9	35.4	38.3	36.5	-4.8	-5.0	-3.1	-15.5	-13.1	3.6	3.3	5.0	-6.8	-3.8	181.3	170.0	184.7	196.3	204.9
St. Lucía 7	28.3	29.9	29.7	31.7	31.1	25.5	27.6	32.2	34.8	32.6	-0.8	-1.1	-6.1	-7.2	-5.7	2.7	2.2	-2.5	-3.1	-1.5	66.5	66.2	74.7	79.1	80.7
St. Vincent y las Granadinas 7	31.0	34.5	34.9	35.0	33.0	31.9	33.1	35.4	44.4	34.1	-4.0	-1.7	-3.6	-13.4	-4.6	-1.0	1.4	-0.5	-9.5	-1.1	66.9	69.4	75.0	91.7	97.7
Trinidad y Tobago	33.3	40.1	32.5	34.8	31.9	27.5	29.5	37.2	36.0	35.7	3.7	8.8	-7.2	-4.2	-6.7	5.8	10.6	-4.6	-1.3	-3.8	28.9	25.3	32.4	38.2	42.5
ECCU 10	30.6	31.5	31.2	31.4	31.1	31.1	31.7	34.8	33.6	30.9	-4.0	-3.6	-8.4	-6.6	-4.1	-0.4	-0.2	-3.6	-2.2	0.3	91.1	89.2	103.8	105.3	105.8
América Latina y el Caribe																									
<i>Ponderado por el PIB en función de la PPA</i>	28.7	29.5	28.4	29.2	29.4	26.0	26.9	29.0	28.8	28.7	-1.1	-0.8	-4.0	-2.7	-2.3	2.7	2.6	-0.5	0.5	0.7	47.3	46.8	50.1	48.8	48.5
<i>Promedio simple</i>	27.5	27.8	26.9	27.5	27.7	25.2	26.3	28.2	28.3	27.9	-0.7	-1.2	-4.4	-3.8	-3.0	2.2	1.5	-1.3	-0.9	-0.1	54.9	53.2	57.6	58.0	58.2

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. Todos los indicadores se reportan en base al año fiscal. Los agregados regionales se reportan ponderados por el PIB en función a la PPA.
 2 El balance primario también excluye intereses recibidos.
 3 Gobierno federal y provincias. Incluye intereses pagados en base al criterio devengado.
 4 Incluye el gobierno central y el sistema nacional de seguros. La deuda bruta corresponde al sector público no financiero.
 5 Corresponde solo al gobierno general.
 6 Corresponde solo al gobierno central.
 7 Corresponde al gobierno central para ingresos, gastos y balances; y sector público para deuda bruta.
 8 Datos fiscales corresponden al sector público no financiero excluyendo la autoridad del Canal de Panamá.
 9 Los balances totales y primarios incluyen las actividades no presupuestadas y las público-privadas para Barbados, y el sector público no financiero y los balances cuasi fiscales para República Dominicana. Los componentes de ingresos y gastos de estos ítems no están disponibles, y por lo tanto no son incluidos en las estimaciones de ingresos y gastos.
 10 Unión Monetaria del Caribe Oriental incluye Anguila, Antigua y Barbuda, Dominica, Granada, Monseratt, Saint Kitts y Nevis, Santa Lucía y San Vicente y las Granadinas. Ingresos, gastos, y balances corresponden al gobierno central. Deuda bruta corresponde al sector público.

Referencias

- Andritzky, Jochen, John Kiff, Laura Kodres, Pamela Madrid, Andrea Maechler, Aditya Narain, Noel Sacasa y Jodi Scarlata, 2009, "Policies to Mitigate Procyclicality", IMF Staff Position Note 09/09 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Banco de Canadá, 2010, "Strengthening International Capital and Liquidity Standards: A Macroeconomic Impact Assessment for Canada", informe del BoC (Ottawa, agosto).
- Banco de Inglaterra, 2009, "The Role of Macroprudential Policy: A Discussion Paper", (Londres, noviembre).
- Banco de Pagos Internacionales, 2008, "New Financing Trends in Latin America: A Bumpy Road Towards Stability", BIS Papers 36 (Basilea, febrero).
- , 2009, *Annual Report 2008/2009* (Basilea).
- , 2010, "Perspectives on Inflation Targeting, Financial Stability and the Global Crisis", BIS Papers 51 (Basilea, marzo).
- Banco Interamericano de Desarrollo, 2005, "Desencadenar el crédito: Cómo ampliar y estabilizar la banca", *Informe Progreso Económico y Social en América Latina 2005 (IPES 2005)* (Washington, octubre).
- Banco Mundial, 2010, *World Development Indicators* (Washington, abril).
- Barbosa, Nelson, 2010, "Latin America: Counter-Cyclical Policy in Brazil: 2008–09", *Journal of Globalization and Development*, vol. 1, Número 1, artículo 13.
- Batini, N., M. Estevão y G. Keim, 2010, "Production and Jobs: Can We Have One Without the Other?", IMF Country Report No. 10/248 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Beneš, Jaromír, Ľanci Ötker-Robe y David Vávra, 2009, "Modeling with Macro-Financial Linkages: Credit and Policy Shocks in Emerging Markets", Working Paper 09/123 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Blanchard, Olivier, Giovanni Dell'Ariccia y Paulo Mauro, 2010, "Rethinking Macroeconomic Policy", IMF Staff Position Note 10/03 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Borensztein, Eduardo, Kevin Cowan, Barry Eichengreen y Ugo Panizza, 2008, *Bond Markets in Latin America: On the Verge of a Big Bang?* (Cambridge, Massachusetts: MIT Press).
- Borio, Claudio, Craig Furfine y Philip Lowe, 2001, "Procyclicality of the Financial System and Financial Stability: Issues and Policy Options", BIS Papers 1, (Basilea: Banco de Pagos Internacionales).
- , 2009, "Implementing the Macroprudential Approach to Financial Regulation and Supervision", *Financial Stability Review: The Future of Financial Regulation*, Banque de France, septiembre.
- , 2010, "Implementing a Macroprudential Framework: Blending Boldness and Realism", estudio presentado en la conferencia organizada conjuntamente por el BPI y la Autoridad Monetaria de Hong Kong, titulada "Financial Stability: Towards a Macroprudential Approach", RAE de Hong Kong, 5–6 de julio.
- Brunnermeier, Markus, Andrew Crockett, Charles Goodhart, Avi Persaud y Hyum Shin, 2009, "The Fundamental Principles of Regulation", *Geneva Reports on the World Economy*, vol. 11 (Ginebra: International Centre for Monetary and Banking Studies y Centre for Economic Policy Research).
- Caruana, Jaime, 2010, "Macroprudential Policy: What Have We Learned and Where Are We Going?", estudio presentado en la Segunda Conferencia sobre Estabilidad Financiera, organizada por el *International Journal of Central Banking*, Madrid, España, 17 de junio.
- Celasun, O., 2009, "Spillovers from U.S. Federal Debt Issuance: The Case of Emerging Market Sovereign Borrowing", IMF Country Report No. 09/229 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- , y M. Sommer, 2010, "The Financing of U.S. Federal Budget Deficits", IMF Country Report No. 10/248 (Washington: Fondo Monetario Internacional).

- Center for Research on the Epidemiology of Disasters (CRED), 2010, Emergency Disaster Database (EM-DAT).
- Comité de Basilea de Supervisión Bancaria, 2009, "Strengthening the Resilience of the Banking Sector", documento de consulta, diciembre.
- , 2010a, "Broad Agreement on Basel Committee Capital and Liquidity Reform Package", comunicado de prensa, julio.
- , 2010b, "An Assessment of the Long-term Economic Impact of Stronger Capital and Liquidity Requirements", agosto.
- , 2010c, "Announcement of Higher Global Minimum Capital Standards", comunicado de prensa, septiembre.
- Comité sobre el Sistema Financiero Mundial (CGFS), 2007, "Financial Stability and Local Currency Bond Markets", CGFS Publications, No. 28, junio.
- , 2010, "Macroprudential Instruments and Frameworks: A Stocktaking of Issues and Experiences", CGFS Papers No. 38, mayo.
- Consejo de Estabilidad Financiera, Fondo Monetario Internacional y Banco de Pagos Internacionales, 2009, *Guidance to Assess the Systemic Importance of Financial Institutions and Instruments: Initial Considerations*, informe presentado a los Ministros de Hacienda y Gobernadores de Banco Central del Grupo de los Veinte, octubre.
- Consejo de Estabilidad Financiera y Comité de Basilea de Supervisión Bancaria (2010), *Assessing the Macroeconomic Impact of the Transition to Stronger Capital and Liquidity Requirements*, informe provisional, agosto.
- Crocket, Andrew, 2000, "Marrying the Micro and Macroprudential Dimensions of Financial Stability" (Basilea: Banco de Pagos Internacionales).
- De Nicolò, Gianni, Giovanni Dell'Ariccia, Luc Laeven, y Fabian Valencia, "Monetary Policy and Bank Risk Taking", IMF Staff Position Note 10/09 (Washington: Fondo Monetario Internacional). <http://www.imf.org/external/pubs/ft/spn/2010/spn1009.pdf>.
- Denison, Edward, 1962, "Sources of Growth in the United States and the Alternative Before Us", Supplement Paper 13 (Nueva York: Comité para el Desarrollo Económico).
- , Zvi Griliches y Dale Jorgenson, 1972, "The Measurement of Productivity", *Survey of Current Business*, vol. 52 (mayo, parte 2), págs. 3–111 (número especial).
- Erasmus, L., J. Leichter y J. Menkulasi, 2009, "Dedollarization in Liberia—Lessons from Cross-Country Experience", Working Paper 09/37 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Estevão, M., y E. Tsounta, de próxima publicación, "Is U.S. Structural Unemployment on the Rise?", Working Paper (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Fernández de Lis, Santiago, Jorge Martínez y Jesús Saurina, 2001, "Credit Growth, Problem Loans and Credit Risk Provisioning in Spain", BIS Papers 1 (Basilea: Banco de Pagos Internacionales).
- Ferreira, F., J. Gyourko y J. Tracy, 2010, "Housing Busts and Household Mobility", *Journal of Urban Economics*, vol. 68, págs. 34–45.
- Financial Services Authority, 2009, *The Turner Review: A Regulatory Response to the Global Crisis* (Londres).
- Fondo Monetario Internacional, 2008–2010, *Perspectivas de la economía mundial* (Washington, varios números).
- , 2009a, "Initial Lessons of the Crisis", estudio preparado por el Departamento de Estudios, el Departamento de Mercados Monetarios y de Capital, y el Departamento de Estrategia, Políticas y Evaluación, febrero.
- , 2009b, *Global Financial Stability Report: Responding to the Global Crisis* (Washington, abril).
- , 2010a, *International Financial Statistics* (Washington).
- , 2010b, *Fiscal Monitor* (Washington, mayo).
- , 2010c, "Prudential-Regulatory Reform: Current Global Initiatives and Fund Advice", Staff Policy Review Note, junio.

- , 2010d, *Regional Economic Outlook: Asia and Pacific, Leading the Global Recovery; Rebalancing for the Medium Term* (Washington, abril).
- , 2010e, *Regional Economic Outlook: Europe Fostering Sustainability* (Washington, mayo).
- García-Escribano, M., 2010, "Peru: Drivers of De-dollarization", Working Paper Series No. 2010-11 (Lima: Banco Central de Reserva del Perú).
- , 2010, "Peru: Drivers of De-dollarization", Working Paper 10/169 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- , y S. Sosa, de próxima publicación, "De-dollarization in Latin America: Facts and Factors", Working Paper (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Hall, Robert, y Charles Jones, 1999, "Why Do Some Countries Produce so Much More Output per Worker than Others?", *Quarterly Journal of Economics*, vol. 114, págs. 83–116.
- Hausmann, Ricardo, y Barry Eichengreen, 2005, *Other People's Money: Debt Denomination and Financial Instability in Emerging Market Economies* (Chicago: University of Chicago Press).
- Heston, Alan, Robert Summers y Bettina Aten, 2009, "Penn World Table v. 6.3", Center for International Comparisons of Production, Income and Prices (Filadelfia: Universidad de Pensilvania).
- Hoskin, Kevin, Ian Nield y Jeremy Richardson, 2009, "The Reserve Bank's New Liquidity Policy For Banks", *Reserve Bank Bulletin*, vol. 72, No. 4, diciembre (Banco de la Reserva de Nueva Zelandia).
- Jara, Alejandro, y Camilo E. Tovar, 2008, "Monetary and Financial Stability Implication of Capital Flows in Latin American and Caribbean Economies", BIS Papers 43 (Basilea: Banco de Pagos Internacionales).
- Jaromír Beneš, İnci Ötker-Robe y David Vávra, 2009, "Modeling with Macro-Financial Linkages: Credit and Policy Shocks in Emerging Markets", Working Paper 09/123 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Jorgenson, Dale, y Zvi Griliches, 1967, "The Explanation of Productivity Change", *Review of Economic Studies*, vol. 34, págs. 249–80.
- Kamil, Herman, y Rajeswari Sengupta, de próxima publicación, "Financial Structure and Corporate Performance during the Global Crisis: Microeconomic Evidence for Latin America", Working Paper (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Kodres, Laura, y Aditya Narain, 2010, "Redesigning the Contours of the Future Financial System", IMF Staff Position Note 10/10 (Washington: Fondo Monetario Internacional). <http://www.imf.org/external/pubs/ft/spn/2010/spn1010.pdf>.
- Kokenyne, A., J. Ley y R. Veyrune, 2010, "Dedollarization", Working Paper 10/188 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Kumar, Manmohan, y Jaejoon Woo, 2010, "Public Debt and Growth", Working Paper 10/174 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Laubach, T., 2009, "New Evidence on the Interest Rate Effects of Budget Deficits and Debt", *Journal of the European Economic Association*, vol. 7, págs. 858–85.
- Lee, Jong-Wha, 2005, "Human Capital and Productivity for Korea's Sustained Economic Growth", *Journal of Asian Economics*, vol. 16, págs. 663–87.
- Loayza, Norman, Pablo Fajnzylber y César Calderón, 2004, *Economic Growth in Latin America and the Caribbean: Stylized Facts, Explanations, and Forecasts* (Washington: Banco Mundial).
- Lo, Andrew, 2009, "The Feasibility of Systemic Risk Measurements: Written Testimony for the House Financial Services Committee on Systematic Risk Regulation", octubre.
- Matthieson, Donald, Jorge Roldós, Ramana Ramaswamy y Anna Ilyina, 2004, "Emerging Local Securities and Derivatives Markets" (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 Papers No. 14049 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Mohanty, M, y P. Turner, 2008, “Monetary Policy Transmission in Emerging Market Economies: What Is New?”, BIS Papers, No. 35 (Basilea: Banco de Pagos Internacionales).
- N'Diaye, Papa, 2009, “Countercyclical Macro Prudential Policies in a Supporting Role to Monetary Policy”, Working Paper 09/257 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Ocampo, José A., y Camilo E. Tovar, 2008, “External and Domestic Financing in Latin America: Developments, Sustainability and Financial Stability Implications”, estudio presentado en el seminario de las Naciones Unidas titulado “Workshop on Debt, Finance and Emerging Issues in Financial Integration”, abril, Nueva York.
- Organización Mundial del Turismo, 1980–2009, *Yearbook of Tourism Statistics* (Madrid).
- Ostry, Jonathan D., Atish R. Ghosh, Karl Habermeier, Marcos Chamon, Mahvash S. Qureshi y Dennis B.S. Reinhardt, 2010, “Capital Inflows: The Role of Controls”, IMF Staff Position Note 10/04 (Washington: Fondo Monetario Internacional). <http://www.imf.org/external/pubs/ft/spn/2010/spn1004.pdf>.
- Pattillo, Catherine, Helene Poirson y Luca Ricci, 2002, “External Debt and Growth”, Working Paper 02/69 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Persaud, Avinash, 2009, “Macro-prudential Regulation: Fixing Fundamental Market (and Regulatory) Failures”, Vicepresidencia del Banco Mundial y la CFI para el Desarrollo del Sector Privado y Financiero, Nota 6, julio. <http://rru.worldbank.org/publicpolicyjournal>.
- Reinhart, Carmen, y Kenneth Rogoff, 2010, “Growth in a Time of Debt”, *American Economic Review*, vol. 100, págs. 537–78.
- Rennack, Robert, 2009, “Global Financial Regulatory Reform: Implications for Latin America and the Caribbean (LAC)”, IMF Staff Position Note 09/19 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Romeu, Rafael, 2008, “Vacation Over: Implications for the Caribbean of Opening U.S.-Cuba Tourism”, Working Paper 08/162 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- , y Andrew Wolfe, 2010, “Recession and Policy Transmission to International Tourism: Does Expanded Travel to Cuba Offset Crisis Spillovers?”, Working Paper, de próxima publicación (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Scatigna, Michela, y Camilo E. Tovar, 2007, “Securitization in Latin America”, *BIS Quarterly Review*, págs. 71–8.
- Shinasi, Garry, 2004, “Defining Financial Stability”, Working Paper 04/187 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Solow, Robert, 1957, “Technical Change and the Aggregate Production Function”, *Review of Economics and Statistics*, vol. 39, págs. 312–20.
- Tovar, Camilo, 2009, “DSGE Models and Central Banks. Economics”, *The Open-Access, Open-Assessment E-Journal*, vol. 3, 2009-16. <http://www.economics-ejournal.org/economics/journalarticles/2009-16>.
- Uribe, J., 2009, “Política Monetaria y Estabilidad Financiera”, publicado en: http://www.banrep.gov.co/documentos/presentaciones-discursos/Uribe/2009/Simposio_capitales.pdf (Bogotá: Banco de la República).
- Vargas, Hernando, Yanneth Betancourt, Carlos Varela y Norberto Rodríguez, 2010, “Effects of Reserve Requirements in an Inflation Targeting Regime: The Case of Colombia”, *Borradores de Economía* No. 587 (Bogotá: Banco de la República).
- Viñals, José, y Jonathan Fietchter, 2010, “The Making of Good Supervision: Learning to Say ‘No’”, IMF Staff Position Note 10/08 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Wexel, Torsten, 2010, “Dynamic Loan Loss Provisions in Uruguay: Properties, Shock Absorption Capacity and Simulation Using Alternative Formulas”, Working Paper 10/125 (Washington: Fondo Monetario Internacional).

**Publicaciones recientes del Departamento del Hemisferio Occidental
julio 2009–septiembre 2010**

1. IMF Working Papers

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

WP/10/60 – The Influence of "Big Brothers": How Important Are Regional Factors for Uruguay?, by Sebastián Sosa.

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

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

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

WP/10/42 – Informal Labour and Credit Markets: A Survey, by Nicoletta Batini, Young-Bae Kim, Paul Levine y Emanuela Lotti.

WP/10/35 – Spillovers to Central America in Light of the Crisis: What a Difference a Year Makes, by Andrew Swiston.

WP/10/23 – Financial Shocks and TFP Growth, by Marcello Estevão y Tiago Severo.

WP/10/13 – Canada's Potential Growth: Another Victim of the Crisis?, by Marcello Estevão y Evridiki Tsounta.

WP/10/5 – The Impact of the Global Crisis on Canada: What Do Macro-Financial Linkages Tell Us?, by Rupa Duttagupta y Natalia Barrera.

WP/10/3 – Investment by Large Firms in Argentina, by Alvaro Piris.

WP/10/2 – Public Debt Sustainability and Management in a Compound Option Framework, by Jorge A Chan-Lau y Andre Santos.

WP/10/1 – Post-Crisis Bank Behavior: Lessons from Mercosur, by Sarah Sanya y Montfort Mlachila.

WP/09/280 – The Global Financial Crisis: Explaining Cross-Country Differences in the Output Impact, by Pelin Berkmen, Gaston Gelos, Robert Rennhack y James P. Walsh.

WP/09/272 – Who Disciplines Bank Managers?, by Martin Cihák, Andrea Maechler, Klaus Schaeck y Stéphanie Stolz.

WP/09/266 – How Does Public External Debt Affect Corporate Borrowing Costs in Emerging Markets?, by Senay Agca y Oya Celasun .

WP/09/264 – Investment-Specific Productivity Growth: Chile in a Global Perspective, by Gabriel Di Bella y Martin Cerisola.

WP/09/259 – From Lombard Street to Avenida Paulista: Foreign Exchange Liquidity Easing in Brazil in Response to the Global Shock of 2008-09, by Mark R. Stone, W. Christopher Walker y Yosuke Yasui.

WP/09/250 – The Stock of Intangible Capital in Canada: Evidence from the Aggregate Value of Securities, by Nazim Belhocine.

WP/09/240 – Treating Intangible Inputs as Investment Goods: The Impact on Canadian GDP, by Nazim Belhocine.

WP/09/235 – Is the Canadian Housing Market Overvalued? A Post-Crisis Assessment, by Evridiki Tsounta.

WP/09/199 – Modernizing Bank Regulation in Support of Financial Deepening: The Case of Uruguay, by Gustavo Adler, Mario Mansilla y Torsten Wezel.

WP/09/198 – The Real Effects of Financial Sector Risk, by Alexander F. Tieman y Andrea Maechler.

WP/09/162 – Recent Advances in Credit Risk Modeling, by Christian Capuano, Jorge Chan-Lau, Giancarlo Gasha, Carlos Medeiros, Andre Santos y Marcos Souto.

WP/09/152 – Why Are Canadian Banks More Resilient?, by Rocco Huang y Lev Ratnovski.

2. Selected Issues Papers

Bolivia

- *Hydrocarbon Revenue Sharing Arrangements*, por Fabian Bornhorst.
- *Precautionary Reserves: An Application to Bolivia*, por Fabian Valencia.

Canadá

- *Canadian Banks and the Credit Turmoil*, por Lev Ratnovski y Rocco Huang.
- *Canadian Residential Mortgage Markets: Boring But Effective?*, por John Kiff.
- *How Do Commodity Prices Affect Economic Slumps in Commodity Exporters?*, por Rupa Duttagupta.
- *Is the Canadian Housing Market Overvalued? A Tale of Two Regions*, por Evridiki Tsounta.
- *The Impact of Global Shocks on Canada—What do Macro-Financial Linkages Tell Us?*, por Rupa Duttagupta y Natalia Barrera.

Caribe

- *Growth in the ECCU: What Went Wrong and Can It Be Fixed*, por Nita Thacker, Sebastian Acevedo, Joong Shik Kang, Roberto Perrelli y Melesse Tashu.
- *Public debt in ECCU Countries*, por Arnold McIntyre y Sumiko Ogawa.
- *Rationalizing Public Expenditure in the ECCU*, por Shamsuddin Tareq, Alejandro Simone, Koffie Nassar y Arina Viseth.
- *Insurance Against Natural Disasters in the Caribbean*, por Yu Ching Wong, Anthony Lemus y Nancy Wagner.
- *Risk Analysis of Public Debt in the Caribbean: A "Fan-Chart" Approach*, por Koffie Nassar y Catherine Pattillo.

Chile

- *Strengthening Chile's Rule-based Fiscal Framework*, por Teresa Dabán.
- *Too-Connected-to-Fail Risk in the Chilean Banking System: A Balance Sheet Network Analysis*, por Jorge A. Chan-Lau.
- *A Note on Terms of Trade Shocks and the Wage Gap*, por Nicolas Magud.
- *Revisiting the Estimation of the Chilean Output Gap*, por Nicolas Magud y Leandro Medina.
- *A Longer-Term Approach to Fiscal Policy in Chile*, por Borja Gracia, Gabriel Di Bella y Martin Cerisola.
- *Investment-Specific Productivity Growth: Chile in a Global Perspective*, por Gabriel Di Bella y Martin Cerisola.
- *The Global Financial Turmoil and Its Impact on Chilean Banks*, por Jorge Chan-Lau.

Colombia

- *An Assessment of Financial Sector Indicators for the Colombian Corporate Sector*, por Mercedes Vera-Martin.
- *Are Capital Controls Effective in the 21st Century? The Recent Experience of Colombia*, por Benedict J. Clements y Herman Kamil.
- *Determinants of Investment Grade Status and Implications for Colombia's Public Debt*, por Laura Jaramillo.
- *Does Financial Soundness Affect Credit Growth?*, por Iva Petrova y Enrique Flores.
- *Monetary and Fiscal Policy Options for Dealing with External Shocks: Insights from the GIMF for Colombia*, por Benedict J. Clements, Enrique Flores y Daniel Leigh.
- *The Colombian Banking Sector—A Contingent Claims Analysis*, por Marcos Souto y Lisandro Abrego.

Guyana

- *The Impact of the Global Crisis and Policy Response*, por Magda Kandil.
- *The Impact of the EU Sugar Trade Preferences and their Erosion*, por Felix Eschenbach.
- *Assessing the Fiscal Structural Stance*, por Carla Macario.

Estados Unidos

- *The Great Recession and Structural Unemployment*, por Thomas Dowling, Marcello Estevão y Evridiki Tsounta.
- *Prospects for the U.S. Household Saving Rate*, por Martin Sommer.
- *Production and Jobs: Can We Have One Without the Other?*, por Nicoletta Batini, Marcello Estevão y Geoff Keim.
- *The Financing of U.S. Federal Budget Deficits*, por Oya Celasun y Martin Sommer.
- *The U.S. Government's Role in Reaching the American Dream*, por Evridiki Tsounta.
- *The U.S. Fiscal Gap: Who Will Pay and How?*, por Nicoletta Batini, Giovanni Callegari y Julia Guerreiro.
- *Spillovers from U.S. Federal Debt Issuance: The Case of Emerging Market Sovereign Borrowing*, por Oya Celasun.
- *Strategic Priorities for the Reform of U.S. Financial Regulation*, por Ashok Bhatia, Andrea Maechler y Paul Mills.
- *The U.S. Federal Debt Outlook: A Stochastic Simulation Approach*, por Oya Celasun y Geoffrey Keim.
- *U.S. Potential Growth in the Aftermath of the Crisis*, por Natalia Barrera, Marcello Estevao y Geoffrey Keim.

México

- *Estimating Default Frequencies and Macrofinancial Linkages in the Mexican Banking System*, por Rodolphe Blavy y Marcos Souto.

- *Exchange Rate Exposure of the Mexican Corporate Sector: Progress and Remaining Vulnerabilities*, por Herman Kamil y Chris Walker.
- *Expanding the Regulatory Perimeter: The Case of Sofoles and Sofomes*, por Jose Giancarlo Gasha.
- *Labor Market Informality and Macroeconomic Performance*, por Kristin Magnusson Bernard.
- *Reforming the Fiscal Framework: Budget Rules and Fiscal Risks*, por Geremia Palomba.
- *The Global Crisis and Potential Growth in Mexico*, por Kornelia Krajnyak.

Panamá

- *Benefits From Attaining Investment Grade Status and Implications for Panama*, por Mario Dehesa, Laura Jaramillo y Michelle Tejada
- *Macro-Financial Linkages in Panama*, por Juliana Araujo y Kristin Magnusson.

Paraguay

- *Assessing the Appropriateness of Monetary and Fiscal Policies in an Adverse External Environment*, por Montfort Mlachila y Briec Monfort.
- *Financial Sector Issues: Advances in the Implementation of the Financial Sector Assessment Program Recommendations*, por Sylwia Nowak.
- *Paraguay's Tax System in a Regional Perspective*, por Ernesto Crivelli.
- *Post-Crisis Behavior of Banks in Mercosur*, por Sarah O. Sanya y Montfort Mlachila.
- *Sustainable Management of Revenues from Itaipu*, por Teresa Dabán-Sánchez y Walter Zarate.
- *The Monetary Policy Transmission Mechanism in Paraguay*, por Santiago Acosta-Ormaechea y Teresa Dabán-Sánchez.

Perú

- *Balance Sheet Vulnerabilities in a Dollarized Economy*, por Maria Gonzalez.
- *Credit Growth: Anatomy and Policy Responses*, por Luis Breuer, Jose Gasha, Giancarlo Peschiera y Juan Alonso Perez-Salmon.
- *Disentangling the Motives for Foreign Exchange Intervention in Peru*, por Maria Gonzalez.
- *Drivers of De-Dollarization*, por Mercedes Garcia-Escribano.
- *Macroeconomic Stability and the Role of Fiscal Policy*, por Daniel Leigh.
- *Performance of Alternative Fiscal Rules: An Application to Peru*, por Isabel Rial.
- *Potential Growth and Output Gap in Peru*, por Leandro Medina.
- *Progress in Strengthening Peru's Prudential Framework*, por Patrick Amir Imam y Jose Giancarlo Gasha.

- *Regional Disparities and Public Transfers*, por Mercedes Garcia-Escribano.
- *What to Expect when you are Expecting...Large Capital Inflows? Lessons from Cross-Country Experiences*, por Mercedes Vera Martin.

Uruguay

- *Commodity Prices, Growth and the Fiscal Position in Uruguay*, por Rita Babihuga.
- *Dynamic Loan Loss Provisioning in Uruguay*, por Torsten Wezel.
- *Exchange Rate and Competitiveness Assessment*, por Felipe Zanna.
- *How Important Are Regional Factors for Uruguay?* por Sebastian Sosa.



Regional Economic Outlook
Western Hemisphere, October 2010 (Spanish)

