

Estudios económicos y financieros

Perspectivas económicas

Las Américas

Lidiando con la Crisis Financiera Mundial



OCT 08

©2008 International Monetary Fund

Edición en español ©2008 Fondo Monetario Internacional

Cataloging-in-Publication Data

Perspectivas económicas : las Américas – [Washington, D.C.] : Fondo Monetario Internacional, 2008.

p. cm. – (Estudios económicos y financieros)

“Lidiando con la crisis financiera mundial.”

Oct 08.

Spanish translation of: Regional Economic Outlook: Western Hemisphere

Includes bibliographical references.

ISBN 978-1-58906-778-3

1. Latin America – Economic policy. 2. Caribbean Area – Economic policy. 3. North America – Economic policy. 4. Latin America – Economic conditions – 1982- 5. Caribbean Area – Economic conditions – 1945- 6. North America – Economic conditions. 7. Latin America – Economic conditions – 1982- – Statistics. 8. Caribbean Area – Economic conditions – 1945 – Statistics. 9. North America – Economic conditions – Statistics. I. International Monetary Fund. II. Series (World economic and financial surveys)

HC94 .R44518 2008

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

ÍNDICE

| | |
|--|------------|
| Resumen ejecutivo | vii |
| I. Panorama mundial y perspectivas para Estados Unidos y Canadá | 1 |
| Panorama mundial | 1 |
| Perspectivas para Estados Unidos: Desaceleración importante y recuperación lenta | 2 |
| Perspectivas para Canadá: Se sienten los efectos de la desaceleración de Estados Unidos | 4 |
| II. Perspectivas para América Latina y el Caribe | 7 |
| Contexto | 7 |
| Una diversa combinación de políticas | 18 |
| Perspectivas económicas y riesgos | 20 |
| Políticas para mantener la confianza y la estabilidad | 29 |
| III. Manteniendo la inflación bajo control | 33 |
| Inflación al alza | 33 |
| La política monetaria se ha vuelto más restrictiva | 37 |
| Conclusiones | 38 |
| Apéndice 3.1 | 39 |
| IV. Precios elevados de alimentos y los hogares vulnerables: Opciones de política fiscal | 43 |
| Los precios elevados de los alimentos abren un debate sobre la respuesta de política | 43 |
| La inflación de precios de los alimentos puede tener efectos importantes en el bienestar de los hogares | 47 |
| La política fiscal puede ayudar a aliviar la carga sobre los pobres | 48 |
| Conclusiones | 52 |
| Apéndice 4.1 | 53 |
| V. Vulnerabilidad del sector corporativo: ¿Han reducido las empresas su exposición al riesgo cambiario? | 57 |
| Las empresas enfrentan más volatilidad cambiaria | 57 |
| Balances más sólidos | 58 |
| Más allá de los balances: Un enfoque basado en el mercado accionario | 59 |
| Mayor uso de derivados del tipo de cambio | 62 |

| | |
|--|-----------|
| Conclusiones | 63 |
| Apéndice 5.1 | 64 |
| VI. Estimulando la inversión privada de largo plazo | 67 |
| La inversión continúa rezagada | 67 |
| La importancia de la estabilidad macroeconómica | 68 |
| Más allá de la estabilidad macroeconómica | 69 |
| El papel de las restricciones al financiamiento | 71 |
| Conclusiones | 74 |
| Apéndice 6.1. Métodos de estimación | 76 |
| Cuadros | |
| Las Américas: Principales Indicadores Económicos | 79 |
| América Latina y el Caribe: Principales Indicadores Fiscales | 80 |
| Bibliografía | 81 |
| Recuadros | |
| 1.1 Estados Unidos: Cuantificación de los vínculos macrofinancieros | 5 |
| 2.1 Determinantes de los diferenciales de rendimiento de los bonos soberanos en América Latina | 9 |
| 2.2 Evolución de la estabilidad del sistema financiero | 12 |
| 2.3 Impacto diferencial del alza de precios de las materias primas | 14 |
| 2.4 Inflación y pobreza | 17 |
| 2.5 El Caribe: Enfrentando la tormenta mundial | 21 |
| 2.6 ¿Disminuyen las remesas que los inmigrantes envían a ALC durante las desaceleraciones en Estados Unidos? | 22 |
| 2.7 La propagación de los shocks de Estados Unidos a América Latina | 24 |
| 2.8 La absorción del shock petrolero en América Central y el Caribe: El papel de Petrocaribe | 25 |
| 4.1 Impacto del encarecimiento de los alimentos en la pobreza | 44 |
| 4.2 Políticas adoptadas para aliviar los efectos del encarecimiento de los alimentos | 45 |
| 4.3 El recorte de los aranceles de importación, ¿puede abaratar los alimentos en la región? | 51 |
| 6.1 La literatura económica sobre restricciones al financiamiento e inversión | 75 |

La presente edición de *Perspectivas Económicas: Las Américas* fue escrita por un equipo dirigido por Robert Rennhack y Vikram Haksar, y bajo la dirección de David Robinson, Caroline Atkinson y Anoop Singh del Departamento del Hemisferio Occidental. Este informe refleja información hasta el 17 de octubre de 2008. El equipo estuvo formado por Jingqing Chai, Ana Corbacho, Jorge Canales-Kriljenko, Roberto García-Saltos, Priyadarshani Joshi, Herman Kamil, Carolina Saizar, Bennett Sutton y Francisco Arias-Vazquez. Contribuciones específicas fueron hechas por Trevor Alleyne, Ravi Balakrishnan, Andreas Bauer, Pelin Berkmen, Gabriel Di Bella, Rupa Duttagupta, Marcello Estevo, Kristian Hartelius, Eva Jenkner, Koshy Mathai y Alvaro Piris. Bennett Sutton, Carolina Saizar, Joan McLeod-Tillman, Carolina Worthington y Cristina Barbosa colaboraron en la investigación y la producción.

Resumen ejecutivo

La economía mundial continúa siendo golpeada por los efectos drásticos y crecientes de la crisis financiera y la volatilidad de los precios internacionales de las materias primas. En estas circunstancias, las perspectivas son de una aguda desaceleración de la economía mundial, en la que el ritmo de crecimiento disminuirá al nivel más bajo desde la recesión de 2001–02. Sin embargo, las autoridades de distintos países del mundo han aplicado de una manera cada vez más coordinada, nuevas y significativas medidas correctivas. Según las proyecciones centrales presentadas en *Perspectivas de la economía mundial*, estas medidas serán exitosas en estabilizar las condiciones financieras. Pero sea cual fuere el plan de rescate, tomará tiempo para que los mercados de crédito vuelvan a la normalidad. En el caso de los Estados Unidos, la proyección central es que la recuperación empezará en el segundo semestre de 2009, y que será más gradual que otras recuperaciones, dado el carácter excepcional del ajuste que están experimentando los precios de los activos. En general, las economías avanzadas crecerán a un ritmo también cercano a cero por lo menos hasta mediados de 2009.

Para América Latina y el Caribe (ALC), la actual turbulencia mundial aparece enmarcada dentro una confluencia de shocks negativos: la paralización del mercado de crédito mundial, el debilitamiento de la demanda externa y el descenso de los precios de las materias primas. Estos shocks pueden dar lugar a repercusiones adversas importantes, en círculos viciosos que afectarían sobre todo a las condiciones financieras. En la edición de abril de 2008 de *Perspectivas económicas: Las Américas* se presentó un escenario similar que, al ser sometido a pruebas de tensión, arrojó como resultado condiciones cercanas a la recesión en ALC. Pero la región no ha llegado a ese punto, y según nuestra proyección central el crecimiento del próximo año rondará en torno al 3%, cifra cercana al promedio de los mercados emergentes. Se prevé que ALC podrá lidiar mejor con los actuales shocks mundiales que en crisis anteriores. Esto refleja el progreso que han hecho muchos países en mejorar su situación macroeconómica en la última década.

Sin embargo, sobre la región aún pesan muchos riesgos adversos. El principal se origina en las perspectivas de los precios internacionales de las materias primas. Si bien permanecen en niveles elevados, los precios podrían descender aún más como ha sido la experiencia en previas desaceleraciones mundiales. Por otro lado, una reducción de los precios de los alimentos y los combustibles brindaría un ansiado alivio a algunos países, en particular a los países de bajo ingreso de América Central que importan materias primas y a muchos países del Caribe. Pero para la región en general, en los años recientes, el nivel elevado de los precios de las materias primas ha sido fundamental para impulsar el crecimiento y afianzar tanto la posición fiscal como externa. Un brusco descenso adicional incidiría de manera muy negativa en las posiciones fiscal y externa de la región. Las autoridades de la región permanecen en estado de alerta frente a los shocks que están ocurriendo y otros riesgos.

Ante esta situación, la región se enfrenta a varias prioridades en el período que se avecina. En primer lugar, es esencial velar por el funcionamiento adecuado y eficiente de los sistemas financieros. Esto indica adoptar medidas para contener los riesgos de liquidez y de calidad de los activos, y algunos países ya han tomado medidas en este sentido. Muchos países han adquirido cuantiosas reservas de divisas que podrían usarse para hacer frente a shocks excepcionales y transitorios. En segundo lugar, sigue siendo importante defender los avances en materia de inflación, logrados en base a mucho esfuerzo. Los bancos centrales tendrán que mantener una comunicación activa con los

mercados acerca de los desafíos y las medidas de política monetaria, sobre todo en lo que se refiere a la trayectoria futura de la inflación, a fin de preservar el anclaje en las expectativas inflacionarias. Esto reviste especial importancia para los países en los que la demanda interna ha estado creciendo muy por encima de su tendencia y en donde la inflación continúa sobrepasando la meta. En tercer lugar, la situación de las finanzas públicas probablemente se verá sometida a tensiones en un momento en que será necesario mantener una red de protección social más sólida para los hogares de bajo ingreso, los que sufrirían las consecuencias de la desaceleración. Esto exigirá una estrategia mucho más focalizada para garantizar que el gasto público permita atender las necesidades esenciales, minimizando al mismo tiempo nuevas necesidades de financiamiento.

I. Panorama mundial y perspectivas para Estados Unidos y Canadá

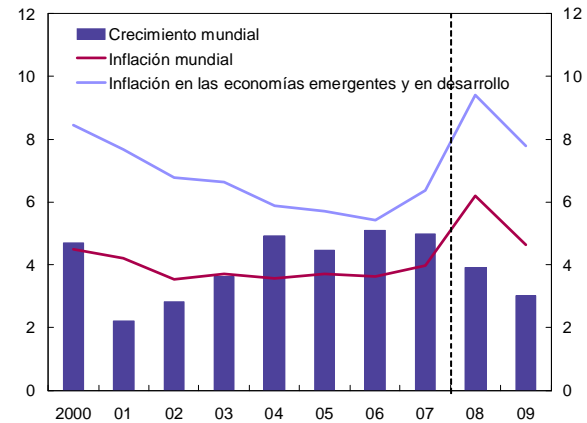
Panorama mundial

La economía mundial sigue sometida a los embates de la crisis financiera y a la volatilidad de los precios de las materias primas. En estas circunstancias, las perspectivas económicas indican una desaceleración marcada de la economía mundial, con el crecimiento cayendo al ritmo más lento desde la recesión de 2001–02. Los niveles de incertidumbre y volatilidad son muy elevados, lo cual coloca a las autoridades ante un panorama con retos significativos a enfrentar.

La merma en el crecimiento mundial tiene como epicentro a la desaceleración económica en Estados Unidos y al endurecimiento de las condiciones financieras mundiales. Los precios de las materias primas han sido más altos que lo previsto en el primer semestre del año, lo cual ha agudizado los desequilibrios mundiales y ejercido una presión negativa adicional sobre la actividad económica mundial. Se prevé que el crecimiento del producto mundial caerá de 5,0% en 2007 a 3,9% en 2008 y 3,0% en 2009. A la par de la desaceleración económica mundial, se prevé que en los próximos trimestres los precios de las materias primas sigan cayendo desde niveles que son aún elevados.

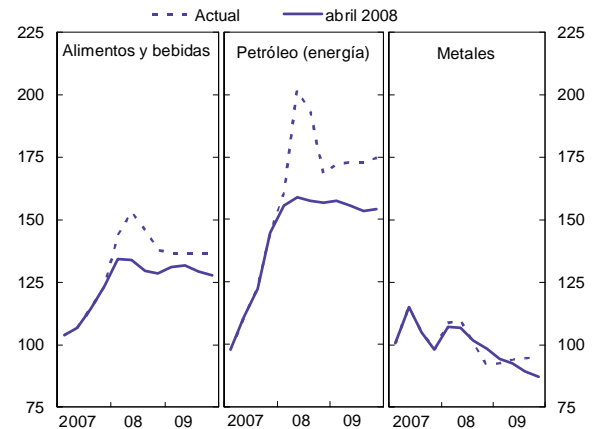
Las economías industrializadas han sido las más duramente golpeadas. Se espera que en la zona del euro, el crecimiento será de apenas 1,3% en 2008 y 0,2% en 2009, y que Japón crecerá alrededor de 0,5% en ambos años. Si bien los mercados emergentes también se están desacelerando, se espera que sean estos —especialmente China e India— quienes más contribuyan al crecimiento mundial.

Perspectivas mundiales
(Cambio porcentual anual)



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

Proyecciones del precio de las materias primas
(Índice, 2006 T4 = 100)

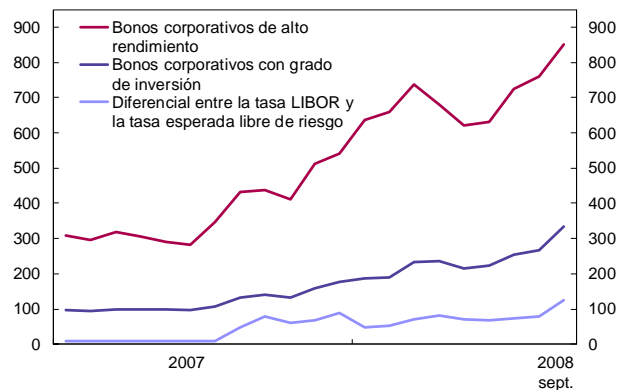


Fuentes: Bloomberg, L.P.; y cálculos del personal técnico del FMI.

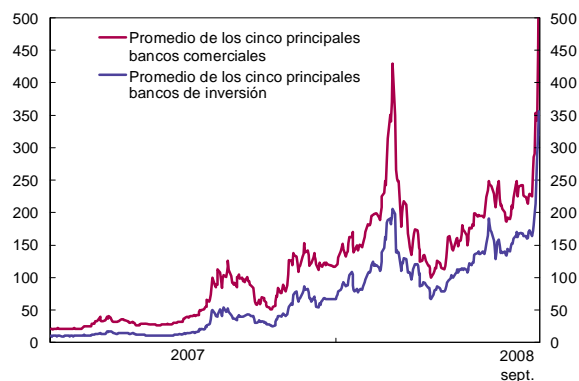
Nota: Este capítulo fue preparado por Rupa Duttagupta, Marcello Estevão, Koshi Mathai y Andrew Swiston.

Principales indicadores financieros de los Estados Unidos

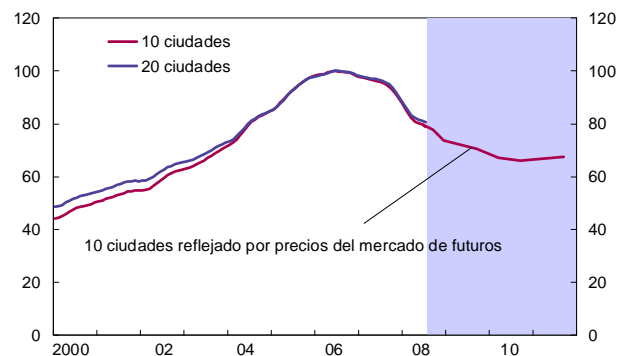
Principales indicadores financieros de los Estados Unidos
(Diferenciales de tasa de interés, puntos básicos)



Costo de asegurar deuda de instituciones financieras contra default
(Puntos básicos)



Índice de precios Case-Shiller House
(Junio 2006=100)



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

Hasta mediados de 2008, la desaceleración del crecimiento había estado acompañada de un alza de la inflación, en parte como resultado del aumento de precios de los alimentos y los combustibles. No obstante, en las economías avanzadas la inflación subyacente y la esperada se mantienen relativamente bien ancladas, y el incremento de la brecha del producto en esas economías ejercerá una presión a la baja sobre los precios. La inflación también disminuirá en varios países emergentes, aunque las presiones al alza de los precios en algunos de estos países continuarán.

Perspectivas para Estados Unidos: Desaceleración importante y recuperación lenta

La economía de Estados Unidos se ha debilitado sustancialmente en el último año. Hasta el momento, las exportaciones netas han dado un notable sustento al crecimiento del PIB, pero la demanda interna ha sido afectada, contrayéndose en el cuarto trimestre de 2007 y permaneciendo básicamente estancada desde entonces. El impacto de la desaceleración del sector de la vivienda, antes limitado al sector de la construcción, se ha propagado ahora al gasto de los hogares y a los mercados financieros. El empleo se ha reducido en forma constante desde enero, elevando la tasa de desempleo por encima del 6% y reduciendo el poder adquisitivo de los hogares. Además, aunque la inflación ha comenzado a atenuarse, en línea con los precios de los combustibles y los alimentos, aún permanecía cerca del 5,5% interanual en agosto, generando una presión adicional para los hogares.

Lo más impactante, sin embargo, ha sido la reciente evolución de los mercados financieros. Los mercados monetarios se han paralizado; instituciones de larga trayectoria que operaban en Wall Street han quebrado o han sido adquiridas por otras, y el modelo de banca de inversión ha desaparecido. Fannie Mae y Freddie Mac han sido puestas bajo el control del gobierno federal

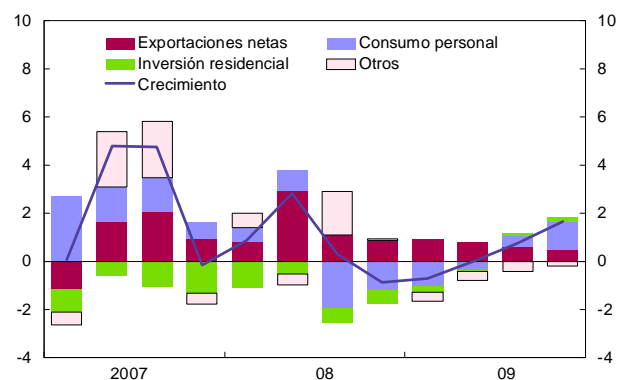
(*conservatorship*). Este se ha visto obligado a responder con masivas intervenciones para evitar una interrupción del flujo de crédito, incluso mediante novedosas líneas de financiamiento de la Reserva Federal y un amplio programa para adquirir activos de mala calidad y recapitalizar el sistema bancario. A mediados de octubre, Estados Unidos se unió a otros países avanzados para adoptar medidas con amplia cobertura— incluyendo garantías para los préstamos interbancarios, mayor cobertura para los seguros de depósito e inyecciones de capital— con el propósito de restaurar la confianza en el sistema financiero mundial. De los US\$700 miles de millones aprobados en la Ley de Emergencia para la Estabilización Económica (*EESA*, por sus siglas en inglés), el Tesoro inyectará hasta US\$250 miles de millones de capital a los principales bancos y otras instituciones financieras. La mayoría de los países europeos, incluyendo Alemania, Francia, Italia y el Reino Unido, se comprometieron a coordinar esfuerzos para apuntalar a los sistemas financieros nacionales con paquetes de rescate para instituciones financieras por un total de aproximadamente US\$2500 miles de millones. Las autoridades japonesas también han mantenido condiciones de política monetaria adecuadas, y han tomado medidas para inyectar liquidez en el mercado interbancario. Para proveer suficiente liquidez en dólares de EE.UU. en los mercados internacionales, los bancos centrales también acordaron proveer a los bancos cantidades ilimitadas de dólares a corto y mediano plazo, lo que extendió los acuerdos *swap* existentes.

En este contexto, las perspectivas de la economía de Estados Unidos son débiles. Dado que los inventarios de viviendas sin vender alcanzan máximos casi sin precedentes y el desempleo continúa en alza, se espera que el precio de los inmuebles siga cayendo. Esto erosionará la riqueza de los hogares y el valor de los títulos con respaldo hipotecario registrados en los balances de los bancos, con efectos que se retroalimentarán a la actividad económica. Estas

Estados Unidos: Proyecciones de crecimiento e inflación

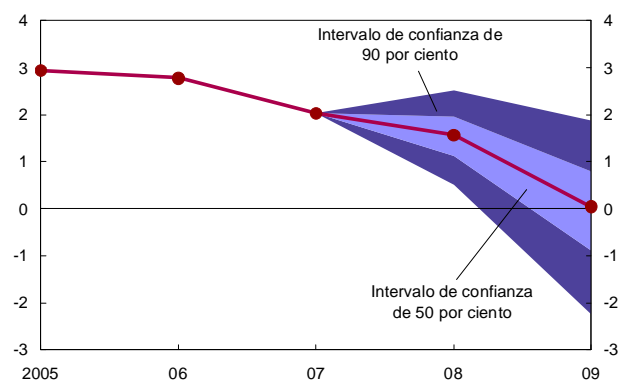
PIB real y sus componentes

(Tasas de crecimiento trimestrales anualizadas)



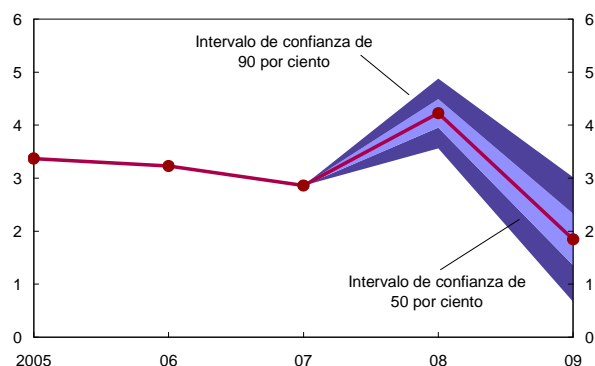
Proyección de crecimiento: Balance de riesgos

(Porcentaje)



Proyección de inflación: Balance de riesgos

(Porcentaje)



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

dificultades se verán agravadas al haber concluido los pagos correspondientes al estímulo fiscal, los cuales contribuyeron a impulsar el crecimiento en el segundo trimestre. Y si bien las exportaciones netas seguirán sustentando el crecimiento, su aporte será menor en vista de la desaceleración de los mercados externos y la reciente apreciación del dólar. Por último, la Ley de Emergencia para la Estabilización Económica, recientemente aprobada, podría destrabar y restablecer el flujo de crédito. No obstante, el incremento de los diferenciales de tasas de interés en los mercados interbancarios y el endurecimiento de las condiciones crediticias observados en el último año tendrán impactos rezagados que afectarán el crecimiento en los próximos trimestres.

En vista de las presiones señaladas —y aún teniendo en cuenta la adopción de políticas más laxas de orden monetario, financiero y fiscal— el personal técnico del FMI prevé que la economía de Estados Unidos se desacelerará en el segundo semestre de 2008 y la primera mitad de 2009. Como sucede típicamente en las recesiones provocadas por el sector de la vivienda, se espera que la recuperación sea gradual, y que vuelva el crecimiento al nivel del producto potencial recién en 2010. A diferencia de lo ocurrido en la última recesión, se prevé que gran parte de la desaceleración se reflejará en el consumo además de la inversión. Se proyecta un crecimiento de solo 0,8% en 2008, medido en función de la variación interanual del cuarto trimestre, para descender al 0,4% en 2009. Esto representa una tasa promedio anual de 1,6% y 0,1%, respectivamente, durante los próximos dos años. Se espera que la creciente capacidad ociosa en la economía reduzca las presiones sobre la inflación subyacente, mientras que la estabilización de los precios del petróleo haría descender aún más la inflación, a menos del 2% en el segundo semestre de 2009.

Estas proyecciones están sujetas a un considerable grado de incertidumbre, dado el carácter inédito de los shocks y las dificultades para cuantificar los vínculos macrofinancieros (véase el recuadro 1.1). Pese a los esfuerzos del

gobierno y de la Reserva Federal para resolver la crisis financiera, persiste la volatilidad en los mercados, y los riesgos a la baja del crecimiento con respecto al escenario de referencia son significativos. En contraste, los riesgos sobre la proyección de inflación en ese escenario están equilibrados en términos generales.

La política económica muy probablemente seguirá tratando de enfrentar estos riesgos. En sus recientes comunicados, la Reserva Federal informa que percibe un cambio manifiesto en el balance de los riesgos, a la luz del deterioro de la turbulencia financiera y la nueva información económica. El 8 de octubre, redujo la tasa de interés de referencia (*federal funds rate*) en 50 puntos básicos, como parte de un esfuerzo coordinado con varios bancos centrales de países desarrollados. Anuncios recientes sugieren que nuevas reducciones en las tasas de interés estarían en el horizonte. En relación a la política fiscal, algunos sectores reclaman una segunda ronda de reembolsos impositivos, pero la adopción de nuevas medidas fiscales probablemente sería más efectiva si estuviera focalizada directamente en el sector de la vivienda o el financiero. De hecho, esa ha sido la orientación tomada por las autoridades de Estados Unidos en el caso de la Ley de Emergencia para la Estabilización Económica, las recientes operaciones de rescate y otras intervenciones, todo lo cual supone un uso sustancial de impuestos para respaldar los mercados financieros. Por último, una vez que la crisis inmediata haya terminado, aspectos fundamentales de la regulación financiera tendrán que ser afrontados claramente.

Perspectivas para Canadá: Se sienten los efectos de la desaceleración de Estados Unidos

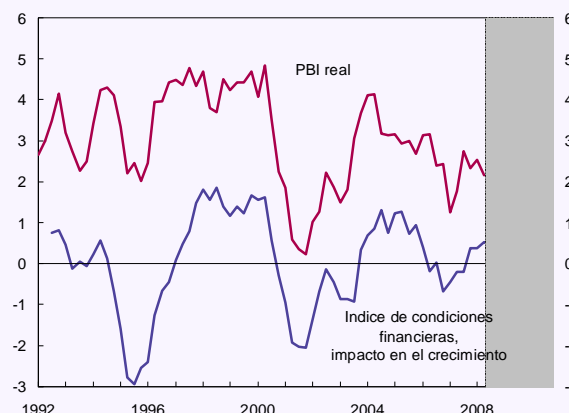
La actividad económica de Canadá ha sufrido un retroceso, como resultado de la desaceleración económica de Estados Unidos y los efectos de la

Recuadro 1.1. Estados Unidos: Cuantificación de los vínculos macrofinancieros

Las condiciones financieras han cambiado drásticamente desde mediados de 2007, y si bien en general los analistas coinciden en que esos cambios incidirán en el crecimiento, hay menos consenso sobre la probable magnitud de sus efectos y el momento en que se producirán. A fin de elaborar un pronóstico macroeconómico bien fundamentado, el personal técnico del FMI ha desarrollado dos métodos alternativos para evaluar los vínculos entre las condiciones financieras y la demanda en Estados Unidos.

El índice de condiciones financieras (ICF) elaborado por el personal técnico del FMI analiza la interacción entre una variedad de indicadores financieros y el PIB real, a partir de coeficientes de la función impulso-respuesta de un modelo de vectores auto-regresivos. En este modelo, las variables financieras incluyen las tasas de interés a corto plazo, los diferenciales de los bonos, los precios de las acciones, los tipos de cambio efectivos reales y, como factor no menos importante, las normas de otorgamiento de crédito bancario. El endurecimiento de esas normas en los últimos trimestres ha agravado los efectos que ejerce el aumento de los diferenciales en la restricción del crédito. El modelo indica que, pese a los enérgicos recortes de la tasa de referencia dispuestos por la Reserva Federal y la depreciación del dólar, las condiciones financieras se han restringido desde mediados de 2007 y, dados los rezagos correspondientes, harán caer el crecimiento alrededor de 1¼ puntos porcentuales durante el resto del año en curso. La mayor restricción financiera prevista en las proyecciones del personal técnico supone una desaceleración adicional del crecimiento en 2009.

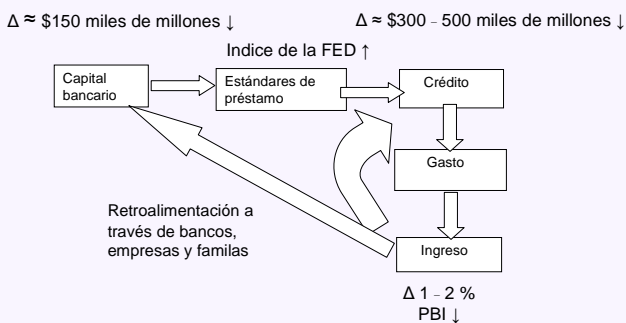
Estados Unidos: Condiciones financieras y crecimiento
(Cambio porcentual anual)



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

Desde una perspectiva más estructural, el personal técnico también estima un modelo de bancos que rastrea cómo las presiones sobre el capital bancario determinan un escenario de normas crediticias más estrictas, una reducción del volumen de préstamos para consumo, hipotecarios y corporativos, y por lo tanto un menor nivel de gasto y de crecimiento del ingreso (que a su vez genera más presión en cuanto a la suficiencia de capital). Este enfoque diferente genera estimaciones de los vínculos macrofinancieros notablemente similares a los del ICF. Un shock de un punto porcentual que afecte la razón capital/activos de los bancos—de acuerdo con los datos sobre pérdidas del sector bancario de Estados Unidos expuestos en la edición de abril de 2008 del informe sobre la estabilidad financiera mundial *Global Financial Stability Report*— reduce entre 1 y 2 puntos porcentuales la trayectoria de referencia del PIB, observándose su impacto máximo luego de aproximadamente un año. El modelo también se puede computar en el sentido inverso, en cuyo caso los canales de crédito y préstamos bancarios duplican el impacto de una caída inicial de la razón gasto/PIB y prolongan la respuesta.

Impacto del shock al capital bancario



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: Este recuadro fue preparado por Ravi Balakrishnan.

apreciación real de la moneda en la contracción de las exportaciones netas. El crecimiento de la demanda interna —sustentada inicialmente por el aumento de precios de las materias primas— ha continuado pero ha perdido fuerza situándose a niveles más modestos, mientras que el mercado de la vivienda se está enfriando en comparación con los máximos alcanzados en 2006–07. La caída reciente en los precios de las materias primas ha debilitado al dólar canadiense, llevándolo al nivel de la primavera de 2007. Al mismo tiempo, el mercado laboral todavía no ha mostrado signos de tensión, con niveles de empleo todavía en aumento en meses recientes y una tasa de desempleo estable en 6,1%, similar a la tasa más baja de los últimos 33 años de 5.8% que se logró en 2007.

Desde mediados de septiembre, las condiciones crediticias de Canadá se han deteriorado significativamente, mientras que el valor de las acciones se ha desplomado más del 25%, lo que refleja tanto la agitación que sacude el sistema financiero mundial como el descenso de los precios de las materias primas. Las autoridades también han implementado una prohibición temporal de las ventas en corto de acciones financieras, la que expiró el 8 de octubre. No obstante, hasta el momento los bancos han resistido bien el tumulto financiero, en parte debido a las regulaciones con sesgo conservador, una mayor dependencia del fondeo en depósitos minoristas en lugar del segmento mayorista y una exposición relativamente baja a los productos estructurados. A pesar de estos factores, persiste la vulnerabilidad dados los vínculos financieros y económicos que Canadá mantiene con Estados Unidos.

Dentro de Canadá ha surgido una marcada diferencia regional en las perspectivas económicas. Las provincias occidentales, ricas en recursos naturales, se han beneficiado del auge de las materias primas, mientras que Ontario y Québec, provincias primordialmente manufactureras, han debido soportar el mayor impacto de la desaceleración económica. El mantenimiento de estos shocks, con efecto dispar, podría forzar una

importante reasignación adicional de recursos dentro del país, que podría generar dificultades dada la aparente rigidez de los mercados de productos en las provincias centrales, aunque los mercados de trabajo parecen gozar de un grado razonable de flexibilidad.

Se prevé que el crecimiento del cuarto trimestre se desacelere al 0,3% en 2008 —en gran medida a raíz de los resultados negativos de la primera mitad del año— y que se recupere al 1,7% en 2009, a medida que el impacto sobre las exportaciones netas se disipe. El crecimiento promedio se estima que alcance 0,7% en 2008 y 1,2% en 2009. No obstante, persisten los riesgos a la baja, especialmente debido a la posibilidad de una mayor restricción de las condiciones de crédito, una recuperación más lenta que la prevista en Estados Unidos y una desaceleración más profunda de lo esperado del sector de la vivienda.

Hasta el presente, la experiencia de Canadá en materia de inflación ha sido notable y constituye una saludable excepción a las tendencias internacionales. Esto permitió al gobierno anunciar una reducción de impuestos a fines de 2007, lo que resultó en un fortuito estímulo a la economía de alrededor del 0,75% del PIB en 2008. La inflación general se mantuvo dentro de la banda de 1%–3% fijada como meta por el Banco de Canadá durante la mayor parte del año, permitiéndole al Banco reducir su tasa de referencia 150 puntos básicos a partir de diciembre de 2007. Ante una probable disminución de los riesgos inflacionarios debido al debilitamiento de la economía y a la baja de los precios internacionales de las materias primas, la entidad también participó en una iniciativa mundial coordinada con otros importantes bancos centrales y el 8 de octubre rebajó la tasa de referencia otro 0,5 punto porcentual al 2,5%. Al igual que otros importantes bancos centrales, el Banco de Canadá inyectó gran cantidad de liquidez en las últimas semanas y amplió su línea de *swaps* con la Reserva Federal a US\$30 miles de millones a fines de septiembre. En adelante, se espera que la perspectiva de una lenta recuperación económica modere las expectativas inflacionarias y permita adoptar nuevas medidas de estímulo de ser necesarias, aunque una continua depreciación de la moneda podría plantear riesgos al alza para la inflación.

II. Perspectivas para América Latina y el Caribe

Las perspectivas regionales se están ensombreciendo cada vez más ante el agravamiento de la turbulencia financiera mundial. Se prevé una marcada desaceleración del crecimiento a medida que se materializa la desaceleración económica mundial y se endurecen las condiciones financieras. Asimismo, se estima que la cuenta corriente externa se debilitará. También han aumentado los riesgos de un deterioro del crecimiento mayor al esperado, dadas las perspectivas inciertas para los precios mundiales de las materias primas y la posibilidad de que se propaguen los efectos de las tensiones que afectan a la estabilidad financiera mundial. Para algunos países, la flexibilidad en el tipo de cambio facilitará el ajuste. Las autoridades se enfrentan al reto de lograr un delicado equilibrio entre, por un lado, mitigar la desaceleración esperada y mantener condiciones ordenadas de financiamiento y, por otro, intentar anclar la estabilidad a mediano plazo.

Contexto

El auge en los precios de las materias primas ha beneficiado a muchos países de la región . . .

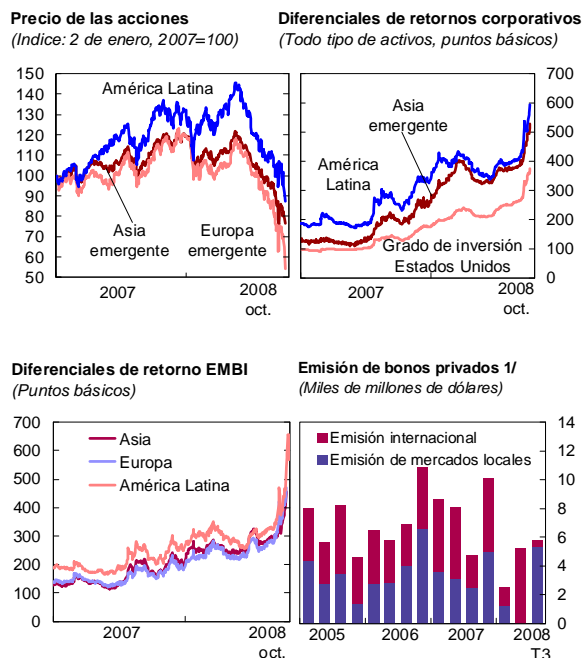
La región está dejando atrás un período de notable crecimiento que abarcó los últimos cinco años, logrado en forma paralela con un fortalecimiento de los balances de todos los sectores y, en general, hasta el año pasado, una caída de la inflación. En promedio, el crecimiento de la región en términos reales fue de 5% desde 2003, comparado con un promedio a largo plazo cercano al 3,5% registrado durante 1970–2000. Por su parte, la inflación descendió a poco más del 5% a fines de 2006, el nivel más bajo de los últimos 37 años.

Estos logros estuvieron respaldados por importantes avances en la credibilidad de los marcos de política fiscal y monetaria. El alza de los precios internacionales de las materias primas, que se aceleró marcadamente desde 2005, ha sido otro factor crucial en este proceso.

...pero los shocks mundiales están endureciendo las condiciones de financiamiento y debilitando los precios de las materias primas

El deterioro de las condiciones financieras mundiales complica cada vez más las perspectivas regionales. Hasta ahora, el impacto estuvo contenido por la limitada exposición directa de los bancos regionales a los activos en dificultades vinculados al sector hipotecario en Estados Unidos. No obstante, las condiciones generales de

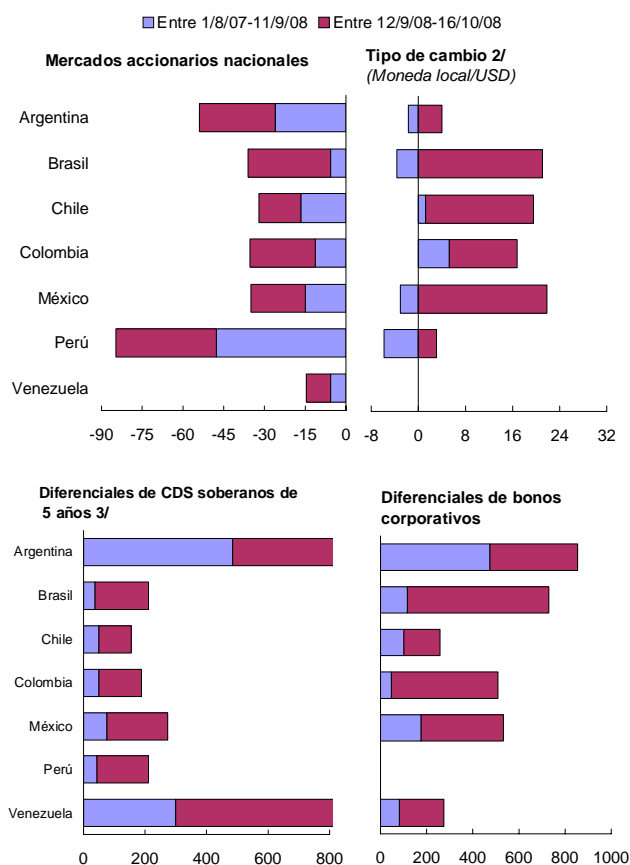
Evolución de los mercados financieros



Fuentes: Bloomberg, Datastream, Credit-Suisse, Dealogic, Inc.; y cálculos del personal técnico del FMI.
1/ El tercer trimestre de 2008 incluye información disponible hasta agosto de 2008.

Nota: Este capítulo fue preparado por Vikram Haksar, Robert Rennhack, Jingqing Chai, Ana Corbacho, Roberto García-Saltos, Herman Kamil, Carolina Saizar y Bennett Sutton.

Indicadores financieros – Shocks recientes 1/



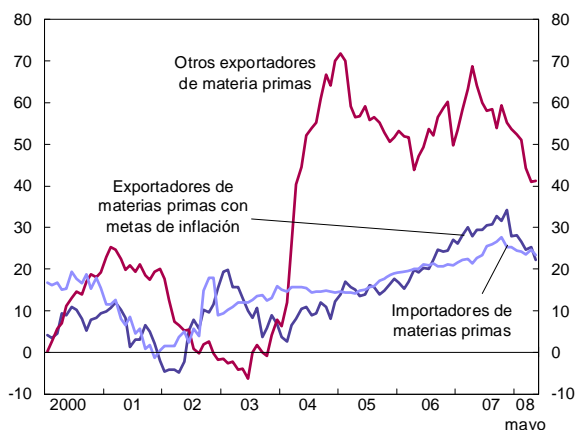
Fuentes: Bloomberg, LLP; Credit Suisse; Deutsche Bank; y cálculos del personal técnico del FMI.

1/ 12 de septiembre se refiere al cierre de mercado previo a la quiebra de Lehman brothers.

2/ Incremento indica depreciación.

3/ Barras truncadas para Argentina y Venezuela. Incremento en los diferenciales desde 11 de septiembre de 2008 es 1670 y 954 puntos básicos respectivamente.

Crédito al sector privado 1/
(Variación porcentual en 12 meses)



Fuente: FMI, *Estadísticas Financieras Internacionales*.
1/ Ponderado por el PIB en función de la PPA.

financiamiento para la región de América Latina y el Caribe (ALC) se han endurecido, especialmente desde septiembre pasado cuando el riesgo de contraparte a nivel mundial aumentó fuertemente.

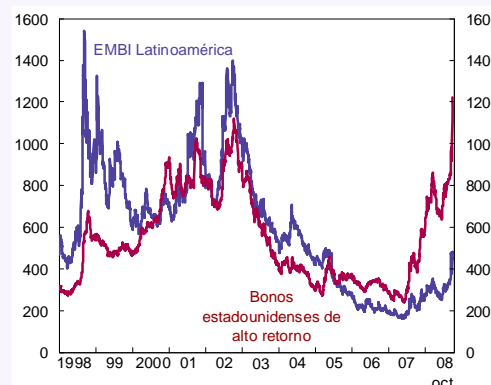
- En los últimos meses, los mercados accionarios han registrado ventas masivas, elevando el costo del capital. Los diferenciales de retorno de los bonos corporativos externos también han subido fuertemente, especialmente desde septiembre. Asimismo, la emisión total de bonos corporativos se ha desacelerado, lo que tendrá efectos adversos en la inversión y el crecimiento a futuro.
- Los tipos de cambio han sido más volátiles en el último año, y desde septiembre se han debilitado fuertemente en muchos casos. Esta depreciación refleja en parte la pérdida de acceso a líneas de crédito externo, cierta repatriación de capital y el impacto de los menores precios de las materias primas para los principales exportadores de este tipo de bienes.
- Los mercados financieros locales de muchos países ya comienzan a sentir la presión. En una serie de mercados importantes, se ha observado indicios de tensión para el fondeo en dólares y en moneda local. Además, en algunos casos también se han elevado los costos de financiamiento interbancario para los bancos pequeños y medianos.
- Los diferenciales de rendimiento de los bonos soberanos también han aumentado, aunque menos que en episodios anteriores de tensión financiera internacional, lo cual refleja sobre todo el significativo fortalecimiento de los fundamentos económicos (recuadro 2.1). No obstante, se observa una importante diferenciación en las primas de riesgo entre países.

Recuadro 2.1. Determinantes de los diferenciales de rendimiento de los bonos soberanos en América Latina

Los diferenciales soberanos de la mayoría de los países de América Latina han aumentado menos que en episodios anteriores de turbulencia financiera internacional. Tras el colapso de *Long-Term Capital Management*

en 1998, por ejemplo, el diferencial soberano promedio trepó más de 1.000 puntos básicos, hasta un máximo de 1.600 puntos básicos. En esta oportunidad, si bien los diferenciales de la deuda externa soberana de América Latina han subido desde que estalló la crisis del crédito a mediados de 2007 (a 550 puntos básicos, en promedio, a mediados de octubre de 2008), se mantienen muy por debajo de sus promedios históricos. De hecho, históricamente los diferenciales de la deuda soberana de la región de ALC y de los bonos corporativos de alto rendimiento de Estados Unidos se han movido en estrecha consonancia durante períodos de tensiones financieras. Desde agosto de 2007, sin embargo, los diferenciales de los bonos de alto rendimiento de Estados Unidos han aumentado casi 850 puntos básicos, pero los diferenciales soberanos de la región de ALC subieron alrededor de 350 puntos básicos.

Diferenciales de retorno de los bonos soberanos de países emergentes y de los bonos de alto retorno en EE.UU.
(Puntos básicos)



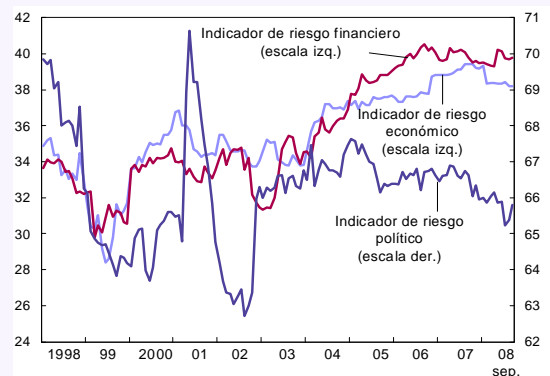
Fuentes: Bloomberg; y Datastream.

¿Qué explica la respuesta más moderada de los diferenciales soberanos de la región ante la turbulencia financiera actual?

Es importante plantear esta pregunta dado que los estudios anteriores muestran que históricamente la situación financiera externa y las primas de riesgo soberano han sido determinantes importantes de las fluctuaciones del crecimiento de América Latina (véase Österholm y Zettelmeyer, 2008). Para abordar este tema, se analizaron las tendencias recientes de los diferenciales de la deuda soberana de América Latina usando una versión del modelo de datos de panel desarrollado por Hartelius, Kashiwase y Kodres (2008). Este modelo explica los diferenciales soberanos según dos conjuntos de factores: los fundamentos macroeconómicos de los países (representados por las calificaciones de riesgo económico, financiero y político) y los factores financieros externos (que captan la liquidez mundial y la percepción de los inversionistas acerca del riesgo financiero mundial)¹.

Fundamentos macroeconómicos del riesgo soberano han mejorado

(Indicadores agregados con ponderaciones de EMBI)



Fuentes: Grupo PRS, Guía Internacional de Riesgo País; y cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: Este recuadro fue preparado por Kristian Hartelius y Herman Kamil.

¹ Como variable representativa para captar la actitud de los inversionistas hacia el riesgo, se utilizó la volatilidad implícita del mercado accionario de Estados Unidos (VIX). El índice VIX ha aumentado de manera sostenida en el último año al profundizarse la crisis financiera mundial. El modelo también incluye el rendimiento de los futuros a tres meses de la tasa de fondos federales y su volatilidad, para captar el grado en que la dirección esperada y la incertidumbre acerca de la política monetaria de Estados Unidos afectan los diferenciales soberanos de América Latina. Si bien la Reserva Federal ha flexibilizado considerablemente su política monetaria desde mediados de 2007, la volatilidad de la tasa de fondos federales ha aumentado en forma sistemática desde comienzos de 2008.

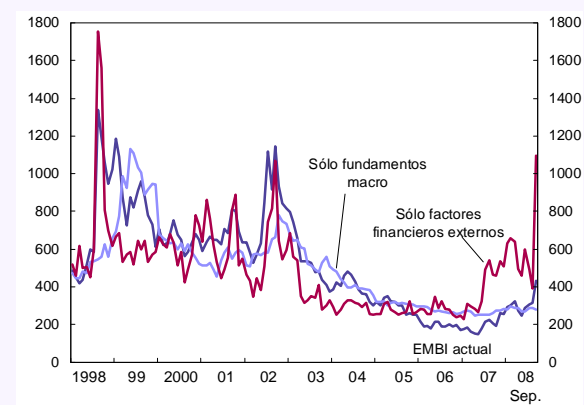
Recuadro 2.1 (conclusión)

La región ha entrado en el reciente período de turbulencia financiera mundial desde una posición de menor vulnerabilidad. La sustancial acumulación de reservas, posiciones fiscales más sólidas, marcos de política monetaria más creíbles y una mejor estructura de la deuda pública han dotado a América Latina de mayor robustez ante los shocks externos. Esto se refleja en las percepciones del mercado acerca de la fortaleza económica y financiera de la región, medida según un conjunto de calificaciones de riesgo económico, financiero y político (donde las calificaciones más altas indican mejores fundamentos y menor riesgo)². Muchas de esas mejoras se vinculan con el reciente auge de los precios internacionales de las materias primas.

El modelo explica razonablemente bien las tendencias de los diferenciales soberanos. El modelo capta la mayoría de los episodios de volatilidad de los diferenciales de América Latina durante los años noventa y la crisis de Brasil de 2002, y refleja estrechamente la compresión de los diferenciales medidos por el índice EMBI que comenzó en 2003 durante el período caracterizado por una mayor liquidez mundial (véase el recuadro 1.5 de la edición de abril de 2006 del informe sobre la estabilidad financiera mundial *Global Financial Stability Report*). No obstante, desde mediados de 2007, los valores ajustados del modelo han sobreestimado los diferenciales observados, que son alrededor de 100 puntos básicos más bajos de lo que predice el modelo. Esta divergencia podría atribuirse a cambios estructurales en los parámetros, o a una disminución más rápida de la emisión de deuda externa que en períodos anteriores, factores que no se controlan en el modelo. También podría reflejar una “búsqueda de rendimiento” adicional que el índice VIX no capta.

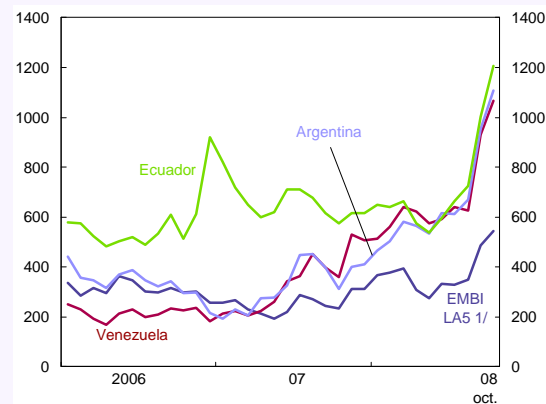
Es importante destacar que, según indican también los resultados, los movimientos recientes de los diferenciales del índice EMBI para América Latina parecen estar bien anclados en los fundamentos de los países. Una regresión por separado en la que se usan sólo las tres calificaciones de riesgo como variables independientes (en lugar del modelo agregado), revela que la mejora de las calificaciones de riesgo financiero y económico explica mucho más estrechamente la dinámica reciente de las primas de riesgo soberano. De ello se infiere que el afianzamiento de los marcos de política macroeconómica y la solidez de los fundamentos de la región pueden explicar la capacidad de resistencia observada en los diferenciales del índice EMBI ante la volatilidad del mercado financiero mundial. Al mismo tiempo, los

Diferencial de EMBI: Valores actuales y proyectados por regresiones separadas
(Puntos básicos)



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

Creciente disparidad en los diferenciales de EMBI en la región
(Puntos básicos)



Fuentes: Bloomberg; y Datastream.
1/ LA5 es un promedio ponderado que incluye Brasil, Chile, Colombia, México y Perú.

² En *International Country Risk Guide*, la guía internacional de riesgo país publicada por el Grupo PRS, se difunden calificaciones mensuales referidas a tres tipos de riesgo: económico, financiero y político.

factores financieros externos por sí solos parecen dar lugar a una sobrepredicción de los diferenciales de los bonos soberanos durante el último año. Esto indicaría, además, que la transmisión de los shocks financieros externos a las condiciones de financiamiento soberano en América Latina es ahora más débil.

No obstante, tras el fuerte deterioro de las perspectivas mundiales desde septiembre, la influencia de las condiciones financieras externas ha aumentado. La desaceleración mundial y la moderación de los precios de las materias primas podrían tener efectos importantes en la política fiscal de los países productores de esos bienes. Esto podría estar observándose ya sobre los el diferencial del índice EMBI promedio para la región, que ha aumentado sustancialmente en las últimas semanas. Asimismo, los valores promedio del EMBI regional ocultan una creciente diferenciación entre los países. Los diferenciales han aumentado fuertemente en Argentina, Ecuador y Venezuela. En otros países, en cambio, el alza de los diferenciales ha sido moderada. Al mismo tiempo, los diferenciales de los bonos externos emitidos por empresas de América Latina se han ampliado sustancialmente desde agosto de 2007, elevándose en promedio 530 puntos. Esto podría señalar un papel mayor de los diferenciales en las primas de riesgo del crédito privado como mecanismo de transmisión de los shocks financieros mundiales al sector real de la región.

soberano entre países, con fuertes aumentos en algunos de ellos

Esta evolución se ha visto acompañada de una desaceleración del crecimiento del crédito en muchos países. Aunque oportuna desde una perspectiva de estabilidad financiera, esta desaceleración también tenderá a incidir en el crecimiento. La desaceleración del crédito refleja una diversidad de factores, incluyendo cierto repliegue natural de los bancos cuyos balances se expandieron rápidamente. Además, los costos propios de financiamiento de los bancos se han elevado a raíz de una mayor aversión al riesgo en todo el mundo (recuadro 2.2). También se ha reducido en alguna medida el otorgamiento de crédito por parte de instituciones financieras internacionales que son actores importantes en la región, pero cuyos balances financieros están en dificultades en sus casas matrices.

El deterioro de las perspectivas de crecimiento mundial, junto con la resolución de algunas limitantes a la oferta, ha propiciado una fuerte caída de los precios de las materias primas desde el nivel máximo alcanzado en julio. No obstante, estos siguen estando muy por encima de los niveles de fin de 2006. De todos modos, la volatilidad de los precios de las materias primas ha

aumentado marcadamente, lo que indica posibles riesgos a futuro. Los productos petroleros han sufrido las caídas más pronunciadas y, al momento de publicarse este informe, habían caído 30% con respecto a sus niveles promedio del primer semestre de este año. También han caído los precios de muchos productos alimenticios de exportación de la región, como la soja, el maíz y el café que son importantes para países como Argentina, Brasil y Colombia.

En el primer semestre de 2008 el crecimiento y la inflación superaron las expectativas . . .

El panorama esbozado en la edición de abril de 2008 de *Perspectivas económicas* estaba también dominado por la incertidumbre generada por la creciente turbulencia financiera mundial y el interrogante acerca de cómo y cuándo esta afectaría a la región. Las proyecciones presentadas en la edición de abril de *Perspectivas de la economía mundial* preveían un menor crecimiento mundial y la desaceleración de los precios mundiales de las materias primas. Dadas estas proyecciones, en *Perspectivas económicas* se pronosticó entonces una desaceleración gradual del crecimiento del PIB en la región de ALC al 4,4% en 2008 y al 3,6% en

Recuadro 2.2. Evolución de la estabilidad del sistema financiero

Los indicadores de solidez financiera (ISF) más recientes aún denotan la solidez general en los bancos de la región hasta comienzos de este año. El

capital sigue siendo adecuado, en parte gracias a niveles relativamente bajos de activos deteriorados. Además, la cobertura contra pérdidas potenciales derivadas de préstamos en mora declarados es alta, y los ingresos de los bancos mantienen su dinamismo. Sin embargo, los ISF miden el riesgo del sistema financiero de manera retrospectiva y cambian lentamente. Hacia el futuro se ciernen riesgos sobre las perspectivas de la estabilidad financiera de la región:

Existen inquietudes crecientes respecto a la calidad de los activos, sobre todo en el caso de los bancos más débiles. El crecimiento más lento del producto y la mayor volatilidad de los precios de las materias primas podrían perjudicar los flujos de fondos de las empresas en muchos países. Esto provocaría un deterioro de la calidad del crédito y crearía riesgos para el capital de los bancos. Estas inquietudes se manifiestan en los indicadores de riesgo financiero de las instituciones, vinculado a los mercados de de bonos y acciones.

- Los indicadores basados en los mercados de bonos sugieren que los riesgos a los que se enfrentan las instituciones financieras en los mercados emergentes se han agudizado notablemente, incluido en América Latina, y en especial entre los bancos con menores calificaciones en la región. Las primas de riesgo de los bonos emitidos por instituciones de primer orden tampoco han sido inmunes al shock mundial, y se han movido a la par de los diferenciales de las instituciones financieras de primer orden de Estados Unidos.
- Las estimaciones del riesgo de incumplimiento de pagos (medidas como la probabilidad de incumplimiento) basadas en el mercado de acciones indican una dispersión más amplia del riesgo entre los bancos regionales. La distribución del riesgo se ha desplazado hacia arriba y presenta una cola más ancha. Esto significa que los riesgos de incumplimiento de los bancos más pequeños se han agravado sustancialmente.

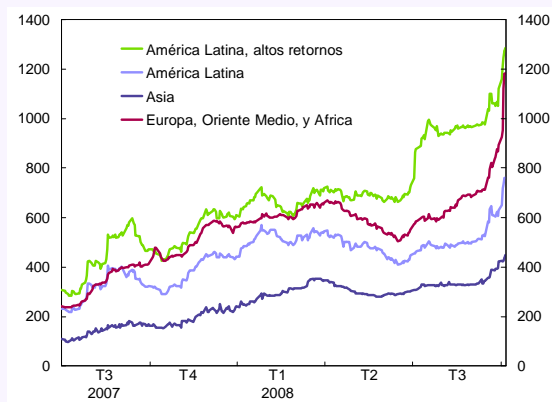
ALC: Indicadores de solidez financiera, 2008

| | Cociente de capital | | Porcentaje de cartera irregular | | Provisiones sobre cartera irregular | | Retorno sobre activos | |
|----------------|---------------------|------|---------------------------------|------|-------------------------------------|-------|-----------------------|------|
| | 2007 | 2008 | 2007 | 2008 | 2007 | 2008 | 2007 | 2008 |
| ALC | 14,4 | 14,4 | 2,5 | 2,5 | 134,4 | 132,8 | 2,1 | 2,1 |
| Argentina | 16,8 | 16,8 | 2,7 | 2,8 | 129,6 | 122,3 | 1,5 | 1,7 |
| Brasil | 18,7 | 18,1 | 3,0 | 2,9 | 181,8 | 181,7 | 2,9 | 2,8 |
| Chile | 12,2 | 12,4 | 0,8 | 0,9 | 210,4 | 187,5 | 1,1 | 1,1 |
| Colombia | 12,8 | 13,3 | 3,2 | 3,9 | 134,5 | 120,2 | 2,3 | 2,7 |
| México | 16,0 | 16,0 | 2,5 | 2,1 | 169,2 | 184,0 | 2,8 | 2,9 |
| Perú | 11,7 | 12,2 | 1,3 | 1,3 | 131,6 | 139,4 | 2,5 | 2,6 |
| Estados Unidos | 12,8 | 12,8 | 1,4 | 1,7 | 156,5 | 189,4 | 0,8 | 0,6 |

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

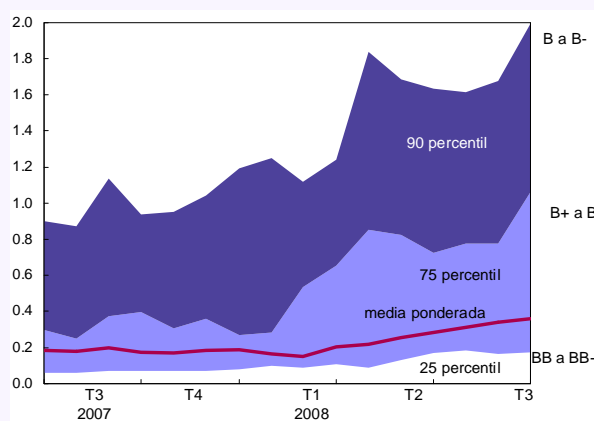
Diferenciales de Riesgo para Empresas Financieras en Mercados Emergentes

(Puntos básicos, todas las clases de activos financieros)



Fuente: Credit Suisse EMCI.

Estimaciones de riesgo de cesación de pagos de bancos latinoamericanos 1/



Fuentes: Moody's KMV; y cálculos del personal técnico del FMI.
1/ Estimaciones a un año de riesgo de cesación de pagos. El eje derecho muestra la equivalencia con los ratings de S&P.

Nota: Este recuadro fue preparado por Jingqing Chai.

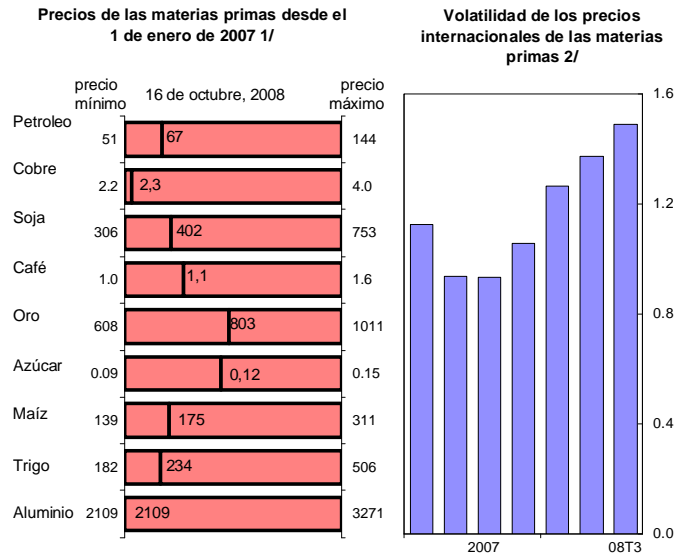
El crédito de los bancos internacionales que operan en la región se ha desacelerado más que el crédito de los bancos locales. Los síntomas incipientes de desaceleración del crecimiento del crédito agregado marcan una oportuna pausa del proceso de rápida expansión del crédito registrado en años recientes, que bajó la calidad del crédito en algunas instituciones. Sin embargo, hay datos que apuntan a una brusca desaceleración en los préstamos que conceden los bancos internacionales en la región, debida en parte a sus esfuerzos por reducir su apalancamiento y el tamaño de sus balances a escala mundial. Una desaceleración desordena en este ámbito intensificaría aún más las presiones sobre las ya tensas condiciones de financiamiento que enfrentan las empresas en algunos países.

2009. Al mismo tiempo, se proyectó que la inflación caería del 6,3% en 2008 al 6,1% en 2009.

En realidad resultó que tanto el ritmo de crecimiento como las presiones inflacionarias en el primer semestre del año fueron mayores a lo esperado. En el primer semestre de 2008 el crecimiento alcanzó un promedio de 5,25%, debido a una desaceleración de la demanda externa más gradual que la proyectada y precios de las materias primas más altos que los previstos.

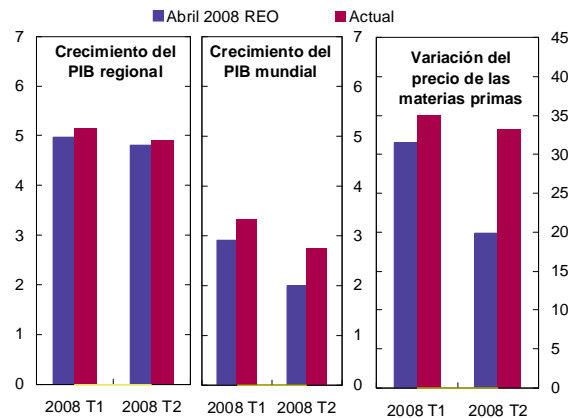
Este fuerte crecimiento reflejó una continuación de la tendencia mediante la cual los exportadores netos de materias primas de la región se beneficiaron del auge de los precios internacionales. El alto precio de las materias primas ha elevado los ingresos de los hogares y el consumo, y ha generado financiamiento interno para nuevas inversiones, incluyendo un nivel considerable de inversión extranjera directa. Por otra parte, en muchos países importadores de materias primas el crecimiento se ha beneficiado en factores tales como los efectos de iniciativas de comercio regional (como el tratado CAFTA-RD) y la mayor afluencia de turistas (un factor especialmente importante en el Caribe). Otra fuente de impulso al crecimiento ha sido el rápido aumento del gasto público en los países exportadores de materias primas. Como resultado, la brecha de producto prácticamente se ha cerrado en las principales economías de la región y en

Los precios internacionales de las materias primas importantes para la región han retrocedido



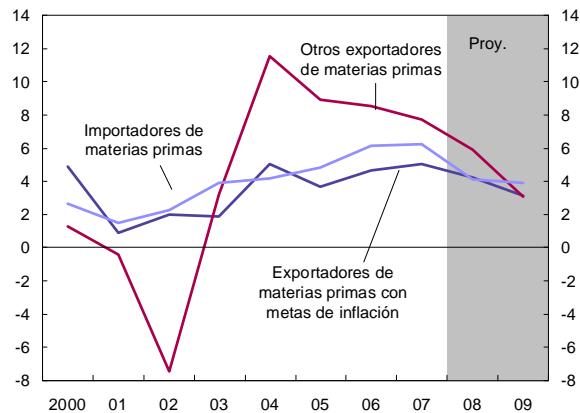
Fuentes: Bloomberg; Wall Street Journal; y cálculos del personal técnico del FMI.
 1/ Las líneas verticales negras y el correspondiente número adyacente indican el precio de cierre al día 16 de octubre, 2008; precios en dólares por tonelada métrica excepto para el petróleo (por barril), café, cobre, azúcar (libra), y oro (onza).
 2/ Desviación estándar condicional del cambio porcentual diario en el índice agregado de precios de exportación de materias primas para América Latina.

Evolución en la primera mitad de 2008 (Cambio porcentual)



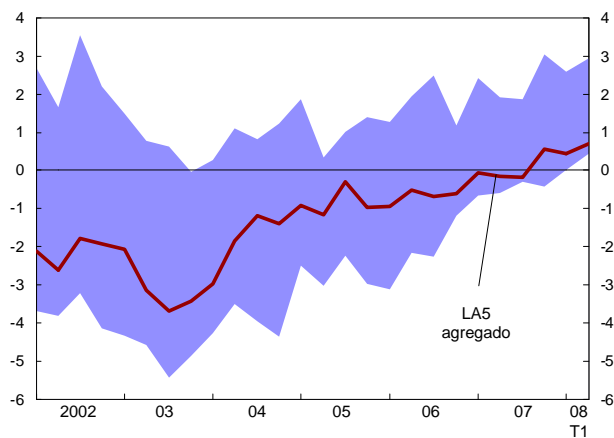
Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

Crecimiento del PIB 1/
(Variación porcentual anual)



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.
1/ Ponderado por el PIB en función de la PPA.

Brecha del producto en economías seleccionadas de América Latina 1/
(Porcentaje del PIB potencial)



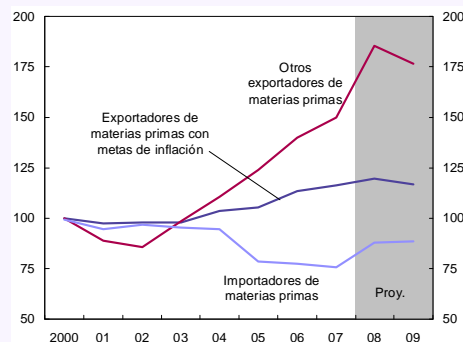
Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.
1/ El área sombreada corresponde a las estimaciones máximas y mínimas de brecha del producto de las economías incluidas en el GPM. LA5 incluye a Brasil, Chile, Colombia, México y Perú.

Recuadro 2.3. Impacto diferencial del alza de precios de las materias primas

Para analizar el impacto del auge de precios de las materias primas y su interacción con los regímenes de política monetaria, en el presente estudio de las perspectivas de la región se consideraron tres grupos de países.

- Los países que aplican regímenes de metas de inflación (Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Uruguay), muchos de los cuales son exportadores netos de materias primas que han experimentado mejoras considerables de los términos de intercambio. Estas economías han crecido rápidamente, aunque las presiones inflacionarias fueron compensadas en parte por la apreciación de sus monedas y medidas de política monetaria.
- Otros exportadores netos de materias primas, que tienen regímenes cambiarios menos flexibles (principalmente Argentina, Bolivia, Ecuador, Trinidad y Tobago y Venezuela). En su mayor parte, estos países han registrado mejoras muy importantes de los términos de intercambio que, combinadas con políticas procíclicas, han impulsado el crecimiento, pero también han dado lugar a un alza significativa de la inflación.
- Los países importadores netos de materias primas, en América Central y el Caribe, que han sido seriamente afectados por el aumento de precios de los alimentos y los combustibles, los cuales empujaron al alza la inflación y los déficits subyacentes de cuenta corriente. Como muchos de estos países tienen regímenes cambiarios vinculados al dólar, la debilidad del dólar ha permitido cierta depreciación nominal que suavizó los efectos del shock de los términos de intercambio.

Términos de intercambio 1/
(Índice 2000=100)



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.
1/ Ponderado por el PIB en función de la PPA.

Nota: Este recuadro fue preparado por Vikram Haksar.

varias de ellas, como Argentina y Colombia, el producto se ubica por encima de su potencial¹.

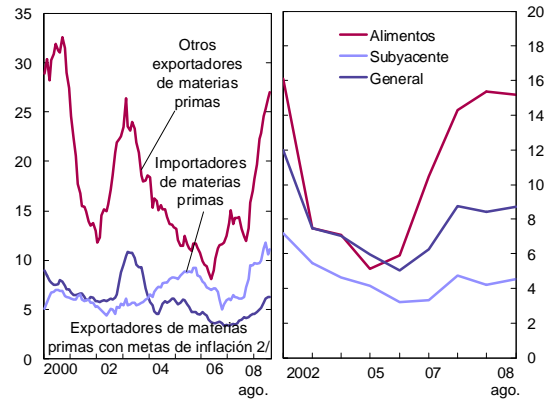
En la primera mitad del año, el recalentamiento de las economías planteaba una preocupación importante, ya que la fuerte demanda interna, combinada con shocks de oferta —incluido el de los precios de las materias primas— impulsó al alza la inflación en toda la región (tal como se analiza más detenidamente en el capítulo 3). Desde el final de 2007, la inflación general en la región de ALC ha crecido más de 1,5 puntos porcentuales, alcanzando un 8,75% interanual en agosto. La inflación ha aumentado a niveles de dos dígitos en los países exportadores de materias primas que no aplican regímenes de metas de inflación, como Venezuela y Bolivia, y los analistas consideran que la inflación anual observada en Argentina es considerablemente más alta que la tasa oficial de 9% alcanzada en agosto². La inflación también ha subido fuertemente en los países importadores de materias primas, entre ellos varios de América Central y el Caribe, muchos de los cuales han sido seriamente afectados por el shock de precios mundiales de los alimentos. Los países de la región que aplican regímenes de metas de inflación han tenido un mejor desempeño, incluso en comparación con muchos países de mercados emergentes de otras regiones que también aplican regímenes de metas de inflación. No obstante, con excepción de Brasil, la inflación se ubica actualmente por encima de las bandas fijadas como meta, en algunos casos por un amplio margen.

La inflación subyacente también ha aumentado en la mayoría de los países de la región, como resultado de los efectos de segunda ronda de los

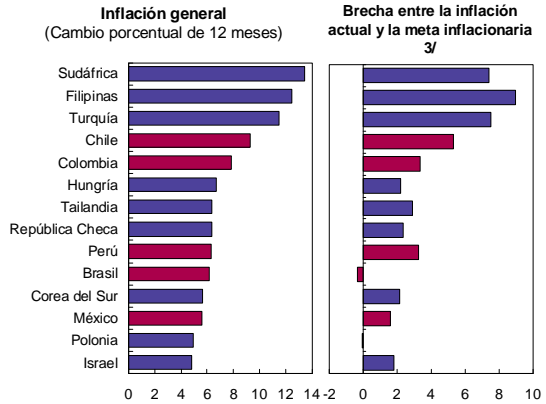
¹ Las estimaciones de la brecha del producto presentadas en el gráfico se obtienen de un modelo regional recientemente desarrollado por el personal técnico del FMI denominado Global Projection Model–Latin America (GPM–LA).

² Los datos de agosto de 2008 sobre la inflación del IPC correspondientes a varias capitales provinciales son en general muy superiores a la tasa oficial, aunque cabe señalar que los datos de las provincias no reflejan las variaciones de precios con respecto a la misma canasta de productos.

Inflación en América Latina 1/
(Porcentaje, variación anual)

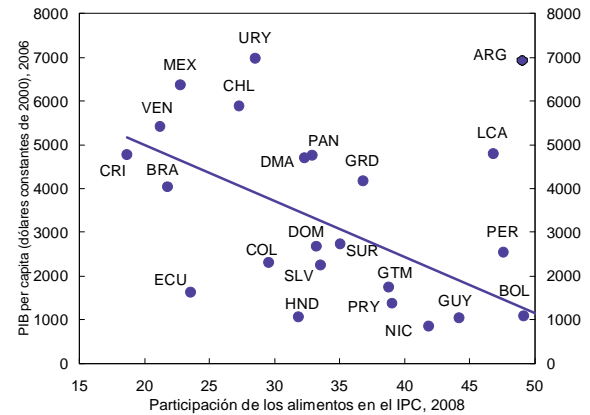


Desempeño de los mercados emergentes con meta inflacionaria



Fuentes: Haver Analytics; autoridades nacionales; y cálculos del personal técnico del FMI.
1/ Ponderado por el PIB en función de la PPA.
2/ Exportadores de materias primas con metas de inflación.
3/ Se define la brecha como la diferencia entre la inflación total de 12 meses a agosto de 2008 y la cota superior de la banda de la meta inflacionaria.

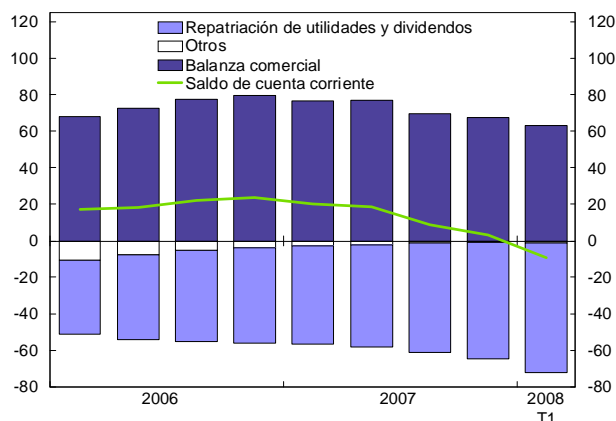
PIB per capita y participación de los alimentos en la canasta del IPC



Fuentes: Banco Mundial, Indicadores de Desarrollo Mundial; autoridades nacionales; y Haver Analytics.

Descomposición de los movimientos en la cuenta corriente agregada 1/

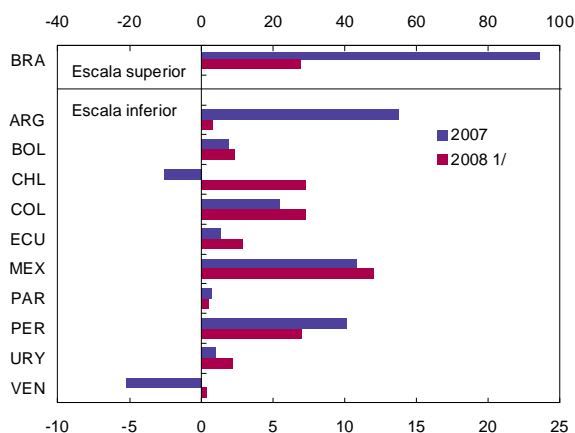
(Sumas móviles de 4 trimestres, miles de millones de dólares)



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.
1/ Los países incluidos son Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, y Perú.

Acumulación de reservas en economías de Latinoamérica

(Miles de millones de dólares)



Fuentes: FMI, *International Financial Statistics*; y cálculos del personal técnico del FMI.
1/ Cambio en el monto de reservas desde finales de 2007 a septiembre de 2008 (o último mes disponible).

recientes shocks de oferta. Las expectativas inflacionarias para 2009 también se han elevado. De hecho, tanto la inflación subyacente como la esperada para fin de 2009 han aumentado en la mayoría de los países entre 0,5 y 2 puntos porcentuales desde el final de 2007.

El aumento de la inflación especialmente en alimentos, ha generado una importante preocupación en el plano social. Ello ha puesto en riesgo los avances logrados en la reducción de la pobreza debidos a la disminución sostenida de la inflación que experimentó toda la región hasta 2006 (recuadro 2.4). Los shocks de precios de los alimentos tienden a tener un impacto más grande sobre los niveles de consumo en los países de bajo ingreso, donde ese tipo de bienes tiene mayor ponderación dentro de la canasta de consumo. Dentro de cada país, el aumento de precios de los alimentos también afecta en mayor medida a los hogares pobres. Como se analiza en el capítulo 4, los aumentos en los precios de los alimentos observados desde el final de 2006 probablemente han ocasionado una reducción considerable de los niveles de consumo real de los pobres, particularmente en las zonas urbanas, así como para los hogares en zonas rurales cuyo consumo de alimentos excede su producción. Por ejemplo, el análisis realizado por el personal técnico del FMI indica que el alza de precios de los alimentos desde fines de 2006 puede haber reducido, *ceteris paribus*, el consumo real de los hogares urbanos pobres en un 16% en Nicaragua y un 3% en México durante este período.

... y se debilita la cuenta corriente

Los saldos de cuenta corriente se están debilitando en la región. Los déficits ya son grandes en los países importadores de materias primas de América Central y el Caribe. Pero la cuenta corriente también ha pasado a ser deficitaria en varias de las economías más grandes de la región en el primer trimestre de 2008, por primera vez en los últimos cinco años. De hecho,

Recuadro 2.4. Inflación y pobreza

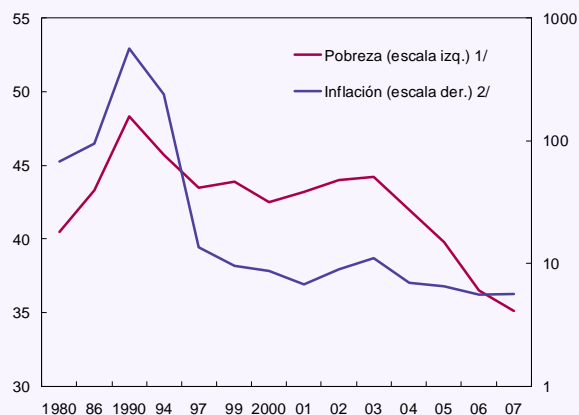
El crecimiento sostenido con baja inflación registrado en los últimos años se ha traducido en una reducción sustancial de los niveles de pobreza en la región de ALC. Las tasas de pobreza han disminuido del 44% en 2002 al 35% de la población en 2007, lo que

representa una reducción absoluta de más de 30 millones de personas en la población pobre. En muchos países, esa reducción también estuvo acompañada de algunas mejoras en la distribución del ingreso. En anteriores ediciones de *Perspectivas económicas* se analizaron los vínculos entre el crecimiento y la reducción de la pobreza. Se ha afirmado que el crecimiento sostenido ha contribuido al aumento del empleo y de los salarios. El consiguiente impulso dado a los ingresos de los hogares ha ayudado a reducir la pobreza. Pero es probable que la menor inflación en sí misma haya estimulado el crecimiento de la región. En numerosos estudios (como los de Sarel, 1995 y de Ghosh y Phillips, 1998) se ha documentado la presencia de una relación no lineal entre el crecimiento y la inflación. Una disminución de la inflación incluso a niveles moderados puede tener importantes efectos en el crecimiento. Además, el fortalecimiento del marco fiscal ha generado espacio para ampliar los programas focalizados de lucha contra la pobreza en países que van desde Brasil hasta Chile y México, lo que también ha contribuido al logro de esas mejoras.

Sin embargo, existe el riesgo de que la reciente aceleración de la inflación pueda causar un retroceso en algunos de los avances sociales logrados. Primero, una mayor inflación podría afectar indirectamente a la pobreza al comprometer las perspectivas de crecimiento y de empleo debido a su impacto negativo en la eficiencia de la inversión. Pero la inflación también podría aumentar la pobreza al reducir el poder adquisitivo de los salarios, los ingresos de los trabajadores independientes y las transferencias del gobierno. El ingreso disponible podría deteriorarse aún más debido a la erosión de los activos nominales, como el efectivo, a raíz del denominado impuesto inflacionario. Por último, podría profundizarse la desigualdad, por ejemplo si los hogares de bajos ingresos o la clase media tienen menos acceso que los hogares de ingresos altos a instrumentos de protección frente a las consecuencias negativas de la inflación.

La mayoría de los estudios empíricos disponibles muestran que la inflación es perjudicial para los pobres y para la distribución del ingreso. En los estudios entre países realizados por Romer y Romer (1999), Agénor (2004), Bülir y Gulde (1995), Bülir (2001) y Easterly y Fischer (2001) se observaron relaciones positivas significativas entre el nivel de inflación y la pobreza y la desigualdad del ingreso. Respecto de países determinados de ALC, en los

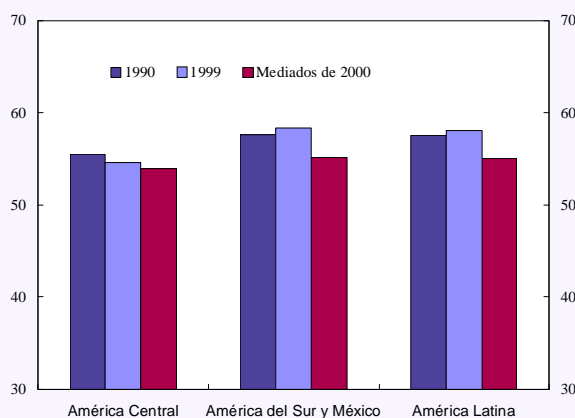
América Latina: pobreza e inflación, 1980–2007
(Porcentaje)



Fuentes: CEPAL (2008); y cálculos del personal técnico del FMI.
1/ Promedio ponderado por la población para 19 países.
2/ Promedio para el período. Promedio ponderado por el PIB en base a la PPA para 19 países. Escala logarítmica.

Desigualdad del ingreso

(Coeficiente de Gini; mayor coeficiente indica mayor desigualdad) 1/



Fuente: CEPAL (2007).
1/ Promedio ponderado de acuerdo a la población. 1990 = dato disponible más cercano a 1990; 1999 = dato disponible más cercano a 1999; mediados del 2000 = dato más reciente disponible.

Nota: Este recuadro fue reparado por Andreas Bauer.

Recuadro 2.4 (conclusión)

estudios sobre Brasil de Cardoso, Paes de Barros y Urani (1995), Amadeo y Neri (1997), Corseuil y otros (2000) y Ferreira, Leite y Litchfield (2006) y sobre México de Székely (2005) se observaron relaciones similares.

El hecho de que el alza de la inflación haya sido impulsada por los crecientes precios de los alimentos es otro motivo de preocupación. Los hogares pobres tienden a sufrir caídas más marcadas de su ingreso real que los hogares más acomodados, porque los alimentos representan una proporción mayor de su consumo. Así lo confirma el índice de precios de la población pobre que elabora el Banco Mundial, el cual muestra que durante 2007 en 10 de 12 países de la región ALC los pobres enfrentaron tasas efectivas de inflación que superaron significativamente la tasa general (Banco Mundial, 2008a). En el capítulo IV se presenta un análisis más amplio sobre este tema.

hasta marzo de 2008, la balanza comercial agregada de los exportadores netos de materias primas que aplican regímenes de metas de inflación se había contraído un 50% con respecto al máximo alcanzado 18 meses atrás. Los superávits también están disminuyendo en los países exportadores de materias primas que no aplican regímenes de metas de inflación.

Un aspecto interesante de la dinámica del sector externo en la región es que gran parte del deterioro de la cuenta corriente de muchos exportadores de materias primas se debe al incremento de la repatriación de utilidades y dividendos de las empresas extranjeras, probablemente vinculada a la inversión extranjera directa en los sectores dedicados a la explotación de los recursos naturales y en el sistema financiero. De hecho, más de la mitad del deterioro que sufrió la cuenta corriente agregada de Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México y Perú entre septiembre de 2006 y el primer trimestre de 2008 se explica por el aumento de las remesas de utilidades y dividendos —aunque parte de estas remesas pueden reingresar como inversión extranjera directa en la cuenta de capital. Esto contrasta con lo sucedido en otras regiones de mercados emergentes analizadas en *Perspectivas de la economía mundial*, en las que el deterioro de la cuenta corriente refleja principalmente un marcado debilitamiento de la balanza comercial que ya de por sí era negativa.

No obstante, si bien los superávits de cuenta corriente se han contraído, las reservas

internacionales de las principales economías de la región han aumentado este año. Ello se debe a que las entradas totales de capital han seguido siendo positivas. Sin embargo, el ritmo de los flujos de cartera y las emisiones externas se ha desacelerado. Los flujos de inversión extranjera directa también se han desacelerado en algunos casos. Asimismo, la información reciente indica que las operaciones de arbitraje de tasas de interés entre divisas (*carry-trade*) se han estado desarmando a raíz de las dificultades existentes en los mercados mundiales para obtener financiamiento.

Una diversa combinación de políticas

El gasto público ha crecido rápidamente . . .

El gasto público real ha crecido a un fuerte ritmo durante este año, lo cual ha tendido a agregar un impulso fiscal procíclico en gran parte de la región, incluso en muchos de los países que aplican regímenes de metas de inflación. El gasto público primario se ha incrementado de manera particularmente fuerte en los países exportadores de energía, los cuales venían creciendo rápidamente. Si bien el gasto de en bienes de capital se ha incrementado en algunos países, el aumento del gasto corriente ha sido aún mayor en la mayoría de los casos.

El impulso fiscal mencionado refleja que una buena parte del aumento del gasto se ha financiado con impuestos derivados del pujante

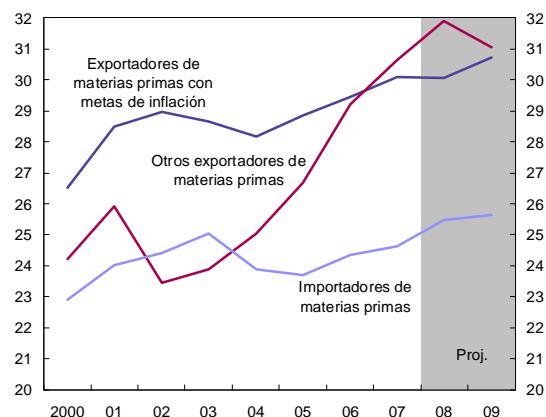
crecimiento de las exportaciones de materias primas. Los mayores ingresos tributarios, logrados gracias al alza de los precios de las materias primas y una fuerte actividad económica, han permitido el fortalecimiento de los balances primario y mundial agregados en gran parte de la región. No obstante, en los últimos años los superávits se han estabilizado en la región en su conjunto y de hecho se han contraído en los países exportadores de materias primas que no aplican regímenes de metas de inflación. En estos países, el aumento de los ingresos ha comenzado a moderarse mientras que el gasto ha seguido incrementándose rápidamente.

... mientras que en varios casos la política monetaria se ha restringido

Respondiendo al alza de la inflación y de las expectativas inflacionarias, las autoridades monetarias de muchos países que aplican regímenes de metas de inflación elevaron las tasas de política monetaria en el último año. En promedio, las tasas han subido alrededor de 125 puntos básicos en lo que va del año hasta octubre, con aumentos mayores registrados en Brasil, Chile, Colombia, México y Perú. Varios otros países también han aumentado las tasas de interés, incluyendo Argentina, Guatemala, Jamaica y la República Dominicana, y en algunos casos también se elevaron los encajes a comienzos del año para restringir las condiciones crediticias.

Varias monedas de América Latina se apreciaron significativamente, frente al dólar y en términos efectivos, hasta mediados de 2008, en paralelo con una fuerte acumulación de reservas en muchos casos. Esa apreciación reflejó los altos precios de las materias primas, sólidos fundamentos macroeconómicos y el gran apetito de los inversionistas extranjeros por adquirir activos internos. La apreciación nominal efectiva ha sido un factor importante para contrarrestar las presiones inflacionarias en los países que aplican regímenes de metas de inflación. En cambio, las condiciones monetarias han tendido a relajarse en los países cuyo tipo de cambio está vinculado al

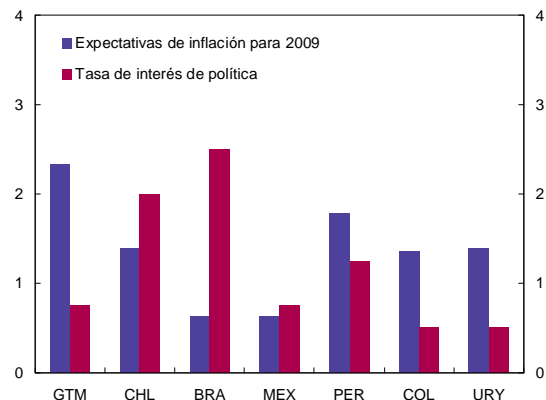
Gasto primario 1/
(Porcentaje del PIB)



Fuente: Estimaciones del personal técnico del FMI.
1/ Ponderado por el PIB en función de la PPA.

Expectativas de inflación y respuestas de política

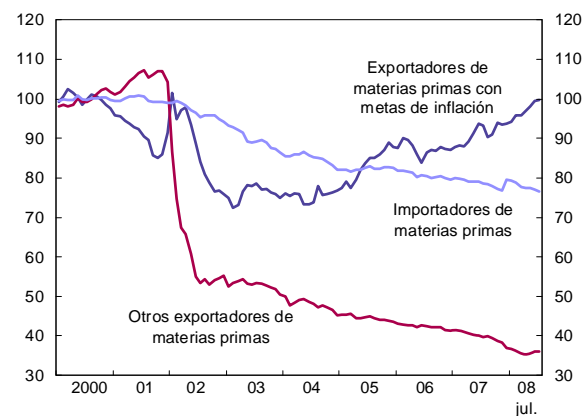
(Porcentaje; cambio en valores entre enero y septiembre de 2008)



Fuentes: Consenso Económico, Proyecciones de Consenso; Banco Interamericano de Desarrollo, Base de Datos Revela; y cálculos del personal técnico del FMI.

Tipo de cambio nominal efectivo 1/

(Índice 2000=100)



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.
1/ Ponderado por el PIB en función de la PPA.

Perspectivas macroeconómicas para ALC 1/

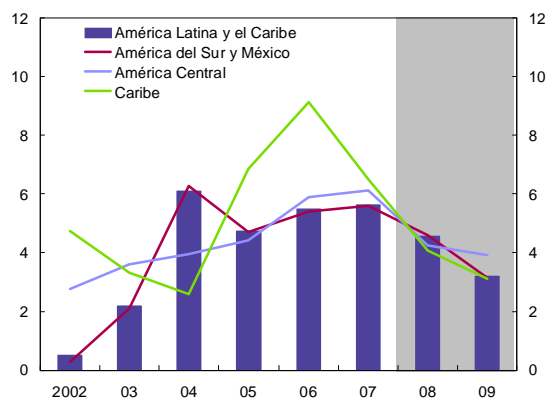
| | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 Proy. | 2009 Proy. |
|--|------|------|------|---------------|---------------|
| Crecimiento real del PIB, porcentaje | 4,7 | 5,5 | 5,6 | 4,6 | 3,2 |
| Inflación, fin de período, porcentaje | 5,9 | 5,0 | 6,3 | 8,5 | 6,6 |
| Balance general del sector público, porcentaje del PIB | -1,2 | -1,0 | -1,1 | -0,7 | -1,1 |
| Balance primario, porcentaje del PIB | 3,4 | 3,3 | 2,9 | 3,0 | 2,4 |
| Balance de cuenta corriente, porcentaje del PIB 2/ | 1,3 | 1,5 | 0,4 | -0,8 | -1,6 |

Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

1/ Ponderado por el PIB en función de la PPA.

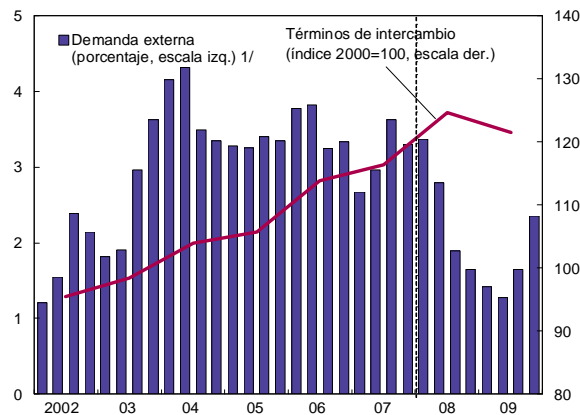
2/ Ponderado por el PIB a tipo de cambio de mercado.

Crecimiento del PIB real
(Cambio porcentual anual)



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

Crecimiento de la demanda externa y términos de intercambio



Fuentes: Perspectivas de la economía mundial; y FMI, Estadísticas de Dirección de Comercio.

1/ Crecimiento del PIB real, ponderado por comercio con respecto a AL6.

dolar, ya que de hecho esos países han importado la política monetaria más laxa adoptada por Estados Unidos. Esto se observa, por ejemplo, en los países del Caribe que tienen regímenes de larga data basados en la paridad con el dólar. La consiguiente depreciación del tipo de cambio efectivo les ha permitido ajustarse en alguna medida al fuerte shock negativo en los términos de intercambio que han experimentado, pero también ha contribuido a las presiones inflacionarias.

Más recientemente, en respuesta a las presiones crecientes experimentadas en los mercados financieros internos a medida que se propaga la turbulencia mundial, algunos bancos centrales han tomado medidas para inyectar liquidez. Las medidas han incluido una disminución de los encajes y mayor disponibilidad de líneas de financiamiento en dólares para los bancos y créditos comerciales para los exportadores. Además, en las últimas semanas, varias autoridades han intervenido en los mercados de divisas para suavizar la volatilidad de sus monedas.

Perspectivas económicas y riesgos

Se perfila una desaceleración del crecimiento . . .

En el segundo semestre del año, el impulso del crecimiento de la región se verá contrarrestado cada vez más por el empeoramiento de las perspectivas de las condiciones financieras mundiales, la demanda externa y los precios de las materias primas. Debido al fuerte dinamismo del primer semestre, se proyecta que el crecimiento en el año 2008 será de 4,6% —es decir, aún igual o superior al crecimiento potencial en la mayoría de los países— pero se prevé que se desacelere notablemente a 3,2% en 2009 (en el recuadro 2.5 se analizan las perspectivas para la región del Caribe).

Recuadro 2.5. El Caribe: Enfrentando la tormenta mundial

Desde 2005, el Caribe ha sufrido los embates del menor crecimiento mundial y el fuerte incremento de los precios de las materias primas. Se proyecta que el PIB real crecerá 3,25% este año, muy por debajo del promedio anual del 4% registrado en 2003–07. Se prevé que la inflación alcanzará el 8% a fines de 2008, la tasa más alta desde mediados de la década de los noventa.

La desaceleración de las economías industrializadas está desalentando la demanda del turismo, una de las exportaciones clave de la región¹. El turismo ha sido afectado por los requisitos de entrada más estrictos que deben cumplir los ciudadanos de Estados Unidos, la reapertura del mercado turístico de Cancún y una situación económica más débil en Estados Unidos. La debilidad del dólar de EE.UU. impulsó la afluencia de turistas de Canadá y Europa, pero la proyección es que con un menor crecimiento en estos países, la demanda por turismo bajará. Por otra parte, los altos costos de los combustibles están obligando a las principales aerolíneas a reducir sus rutas.

La inflación ha subido, impulsada por el alza de los precios mundiales de los alimentos y los combustibles.

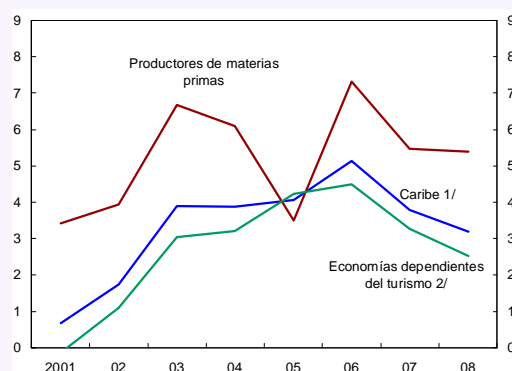
Los alimentos representan una importante proporción de la canasta de consumo en la mayoría de los países, alcanzando el 54% en San Vicente y las Granadinas. Los daños provocados por los huracanes elevaron la inflación de los precios de los alimentos hasta el 35% en Jamaica. Muchos países permitieron en general un traspaso pleno del aumento de los precios internacionales de los combustibles a los precios internos. En varios países, la depreciación del dólar de EE.UU. y la fuerte demanda interna han empujado la inflación al alza.

Al volverse más costosas las importaciones, el déficit en cuenta corriente ha aumentado vertiginosamente en la mayoría de los países. Se espera que las importaciones de alimentos y combustibles se incrementen sustancialmente, elevando los déficits en cuenta corriente hasta el 35% del PIB en la Unión Monetaria del Caribe Oriental. Se prevé que el financiamiento del déficit de cuenta corriente seguirá proviniendo principalmente de la inversión extranjera directa y de la asistencia externa (muy notablemente a través de Petrocaribe).

Nota: Este recuadro fue preparado por Trevor Alleyne.

¹ Los países de la región que son exportadores netos de materias primas constituyen una excepción a estas tendencias. Se proyecta que Trinidad y Tobago (petróleo y gas) y Suriname (metales) crezcan 5,5% este año. Ambos países seguirán registrando superávits de cuenta corriente.

Crecimiento del PIB real en el Caribe
(Cambio porcentual)

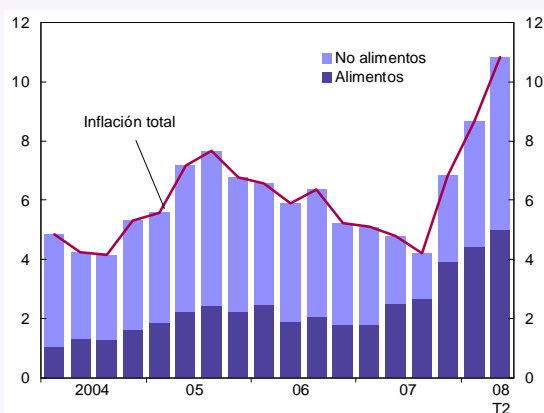


Fuentes: Autoridades nacionales; y cálculos del personal técnico del FMI.

1/ Promedio simple.

2/ Incluye ECCU, Bahamas, Jamaica, Barbados, y Belize.

Contribución a la Inflación total en el Caribe 1/
(Cambio porcentual anual)



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

1/ Inflación no ponderada entre Bahamas, Barbados, Belize, ECCU, Guyana, Jamaica, Suriname, y Trinidad y Tobago.

Recuadro 2.5 (conclusión)

A corto plazo, el principal desafío de política es sobrellevar los momentos difíciles que se vienen. Hasta el momento, la región del Caribe no ha sido afectada de manera importante por la crisis financiera mundial. En el futuro, será importante garantizar una liquidez suficiente para el sistema financiero y un nivel de reservas internacionales para apoyar los pagos externos. Las autoridades deberían buscar formas para contratar líneas de crédito contingente. En la mayor parte de la región, la disciplina fiscal y una política crediticia moderada contribuirían a resguardar las reservas internacionales netas y a dar señales de compromiso continuo con una reducción de la carga que representa el endeudamiento público. Estos dos elementos serán cruciales para mejorar la confianza del mercado. De hecho, una serie de países (como Barbados, Belice, Jamaica y Santa Lucía) están fijando metas más bajas de déficit fiscal. Muchos países también han procurado mitigar las consecuencias negativas del creciente costo de los alimentos para los pobres con medidas que van desde la reducción de las tasas impositivas y los aranceles de importación hasta subsidios focalizadas. Los posibles beneficios y costos de estas iniciativas se analizan más exhaustivamente en el capítulo 4 de esta edición de *Perspectivas económicas*.

Este pronóstico se basa en tres factores clave. En primer lugar, el actual proceso de contracción de las condiciones mundiales de financiamiento y de aumento de la aversión al riesgo que está teniendo lugar probablemente será persistente, ya que deberá transcurrir algún tiempo hasta que las conmociones que están produciéndose en el sistema financiero mundial tengan un desenlace definitivo (en el recuadro 2.7 se examina el efecto que tendrá en la región el endurecimiento de las condiciones financieras en Estados Unidos). Esta situación seguirá complicando el financiamiento externo y endurecerá aún más las condiciones de financiamiento interno. Sumados a la desaceleración del crecimiento de crédito, estos factores tenderán a frenar sustancialmente el crecimiento.

En segundo lugar, se prevé que el crecimiento de la demanda de los socios comerciales de la región disminuirá sustancialmente. En Estados Unidos, Europa y Japón —que juntos absorben alrededor del 70% de las exportaciones de la región— se perfila una marcada desaceleración en el próximo par de años. Esto afectará a todas las economías de la región, pero en especial a las que mantienen lazos económicos estrechos con países avanzados, como es el caso de México, América Central y el Caribe. Además, muchos países, en especial en el Caribe, están sintiendo los efectos de una menor demanda de servicios turísticos tanto

Recuadro 2.6. ¿Disminuyen las remesas que los inmigrantes envían a ALC durante las desaceleraciones en Estados Unidos?

Hasta ahora ha sido difícil detectar un vínculo entre las desaceleraciones económicas en Estados Unidos y la merma de los flujos agregados de remesas a ALC (Roache, 2007). Sin embargo, una investigación en curso en el FMI (Magnusson, 2008) parece indicar que los flujos de remesas a los países de la región dependen más de las condiciones económicas en la zona específica de Estados Unidos en la que viven los inmigrantes, así como en aquellos sectores que ofrecen mayores oportunidades de empleo a los inmigrantes. Los inmigrantes de la región se concentran en un número limitado de estados de Estados Unidos, cuyos ciclos económicos son bastante heterogéneos. Así, el actual debilitamiento del sector de la vivienda, que ha golpeado con particular fuerza a estados como California, puede ser perjudicial para países como México. Esto se debe a la fuerte concentración de inmigrantes mexicanos en California que trabajan en el sector de la construcción. Las remesas a El Salvador también se han desacelerado marcadamente, pero en menor proporción que las de México, ya que están menos expuestas a regiones de Estados Unidos que comparativamente han sufrido más las consecuencias de la desaceleración en los sectores de la vivienda y la construcción.

Nota: Este recuadro fue preparado por Kristin Magnusson.

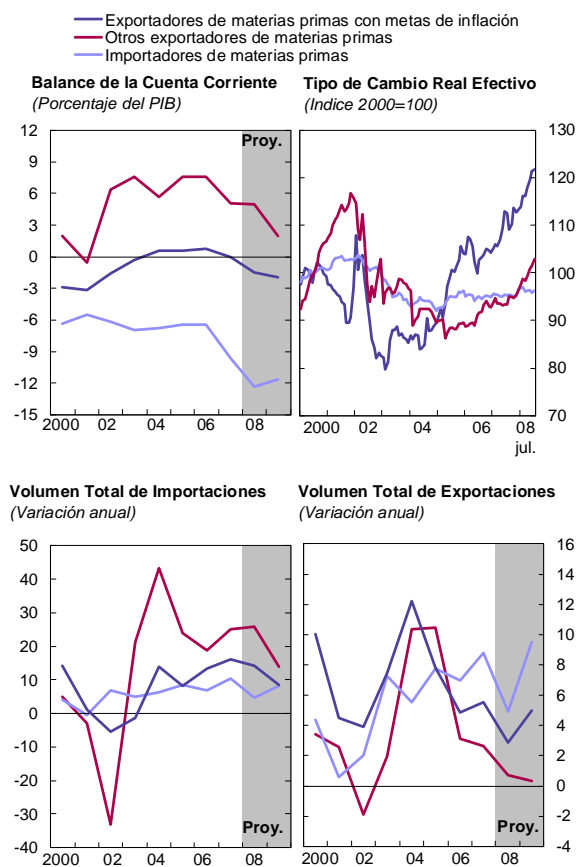
de Estados Unidos como de Europa. Se espera también efectos significativos originados por la disminución de las remesas provenientes de Estados Unidos, que ya está aconteciendo, sobre todo en México y algunos países de América Central y el Caribe. Esto refleja la desaceleración en Estados Unidos, particularmente en el sector de la construcción, que emplea a muchos emigrantes de México (recuadro 2.6).

En tercer lugar, al haber retrocedido los precios de las materias primas, se proyecta un empeoramiento de los términos de intercambio de ALC de aproximadamente un 3% hasta 2009 en el escenario de referencia presentado en *Perspectivas de la economía mundial*. Esto hará dar marcha atrás a otro impulso básico del crecimiento que ha beneficiado en los últimos años a los países exportadores de materias primas de la región; un descenso del 10% en los precios de las materias primas reduce el crecimiento regional en aproximadamente 0,8 puntos porcentuales. Sin embargo, la caída proyectada de los precios de petróleo reduciría la carga que aflige a los importadores netos de materias primas de la región.

... un debilitamiento de la cuenta corriente ...

El empeoramiento de la cuenta corriente en los últimos años obedece a la combinación de una fuerte demanda interna, exacerbada por una disminución de los volúmenes de petróleo que exportan algunos países, en especial Venezuela, y una mayor transferencia de las utilidades. Entre tanto, los importadores netos de materias primas en América Central y el Caribe han visto subir sustancialmente el costo total de las importaciones de petróleo en los últimos años, que en algunos países ha sido financiado en parte a través de la iniciativa venezolana denominada Petrocaribe (véase el recuadro 2.8). Hacia el futuro, se espera que la cuenta corriente externa continúe debilitándose —especialmente en Bolivia, Chile,

Evolución del Sector Externo 1/



Fuente: Perspectivas de la economía mundial; y estimaciones del personal técnico del FMI.
1/ Ponderado por el PIB en función de la PPA.

Panamá, la República Dominicana, Trinidad y Tobago y Venezuela— a medida que se debiliten la demanda externa, los flujos de remesas y los términos de intercambio, lo cual contrarrestará el efecto de la menor demanda interna. De hecho, se prevé que este año la región de ALC en su conjunto registrará un déficit en cuenta corriente por primera vez desde 2002.

... y un descenso de la inflación ...

La brusca desaceleración de la economía mundial y regional, el descenso de los precios de las materias primas y los efectos rezagados de las políticas monetarias más restrictivas deberían hacer bajar la inflación. En el escenario de referencia se proyecta que la inflación bajará de

Recuadro 2.7. La propagación de los shocks de Estados Unidos a América Latina

Una interrogante clave es en qué medida las condiciones financieras en Estados Unidos afectan el crecimiento en América Latina. Aquí se evalúa cómo inciden en la región distintos shocks en Estados Unidos. El análisis se basa en los resultados derivados del Modelo de Proyección mundial (*GPM*, por sus siglas en inglés) aplicado a Brasil, Chile, Colombia, México y Perú (AL5).

Los resultados sugieren que alrededor de un 12% de la varianza en el crecimiento real en AL5 es atribuible a shocks en variables de Estados Unidos. Aproximadamente la mitad de este impacto se debe a cambios en las condiciones financieras en Estados Unidos, las que constituyen un indicador prospectivo sobre la disponibilidad futura de financiamiento y un indicador anticipado de la evolución de la actividad económica¹. En los resultados también se observa que los efectos de estos shocks varían significativamente entre países. Como era de esperarse, los shocks repercuten con más fuerza en los países que mantienen vínculos comerciales más estrechos con Estados Unidos, aunque en algunos países los vínculos financieros son más importantes.

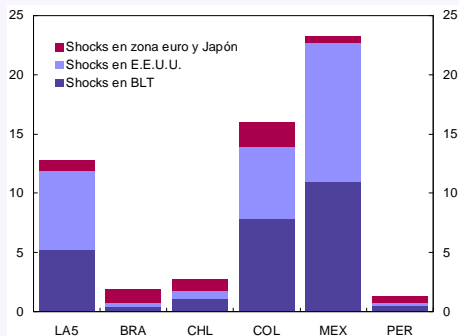
Los shocks sobre la actividad económica en Estados Unidos tienden a afectar a América Latina más que a Europa o Japón, en términos de intensidad, velocidad y duración del impacto. Así, un shock que eleva la brecha negativa del producto de Estados Unidos en 0,4%, genera una brecha negativa en el producto de AL5 de 0,1% inmediatamente y un efecto acumulado de 0,4% después de un año. Además, este tipo de shock repercute en el producto de América Latina más rápidamente que los shocks sobre las condiciones financieras en Estados Unidos.

Los shocks sobre las condiciones financieras en Estados Unidos tienen un efecto rezagado en América Latina —el efecto máximo se siente 1½ años más tarde— pero son más persistentes que los shocks sobre la brecha del producto. Así, un aumento de 6 puntos porcentuales en el grado de endurecimiento de las condiciones de préstamo bancario en Estados Unidos —que equivale a un aumento en 35 puntos porcentuales después de un año debido a la retroalimentación negativa del shock— genera una brecha negativa del producto en AL5 de 0,1% inmediatamente y de 0,6% después de 2½ años. En el contexto actual, este es un resultado importante a tener en cuenta ya que la variable de condiciones financieras empleada en el *GPM* ha aumentado 53 puntos porcentuales desde septiembre del año pasado. Esto hace pensar que, al estar aún en evolución el fuerte shock en las condiciones financieras en Estados Unidos, los efectos que tendrá sobre la región podrían estar aún por verse.

Nota: Este recuadro fue preparado por Roberto García-Saltos y Jorge Canales-Kriljenko.

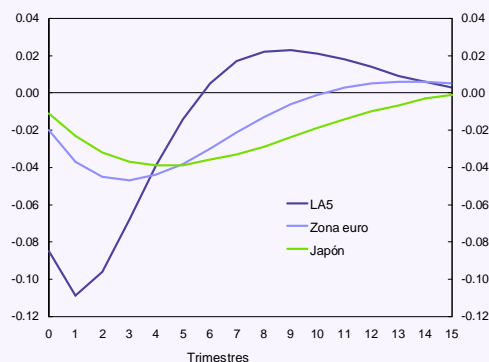
¹ Medido en función de la variable *Bank Lending Tightening (BLT)*, descrita en el apéndice 3.1.

Contribución de los shocks en EE.UU, Japón y en la zona euro a la variación en el crecimiento del PIB (Porcentaje)



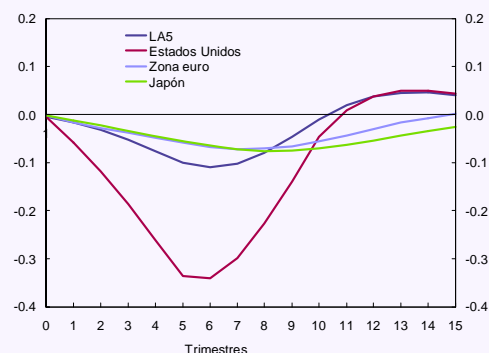
Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

Respuesta de la brecha del producto a un shock negativo de 0.4 por ciento en la brecha del producto de los E.E.U.U 1/ (Porcentaje)



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.
1/ El tamaño del shock corresponde a una desviación estandar.

Respuesta de la brecha del producto a un endurecimiento en el 6 por ciento de las condiciones de préstamos bancarios en E.E.U.U. 1/ (Porcentaje)



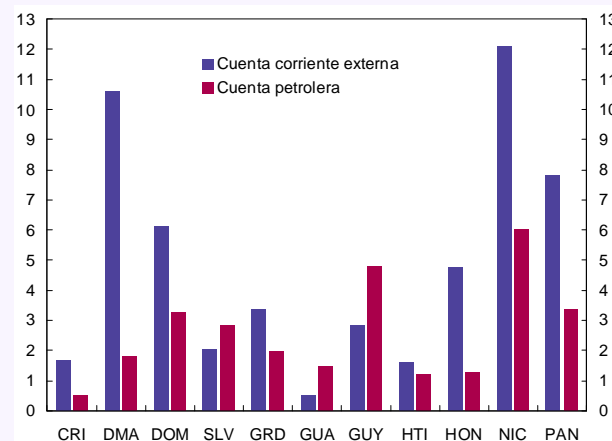
Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.
1/ El tamaño del shock corresponde a una desviación estandar.

Recuadro 2.8. La absorción del shock petrolero en América Central y el Caribe: El papel de Petrocaribe

El alza de los precios de los combustibles y los alimentos ha tenido fuertes repercusiones en los balances externos de los países de América Central y el Caribe (ACC)¹. Los balances de cuenta corriente se han

deteriorado notablemente desde 2006. La razón principal es el aumento del costo de las importaciones de petróleo, dado que los países de ACC son importadores netos de petróleo, y que algunos de ellos (El Salvador, Granada, Haití, Jamaica, Panamá y la República Dominicana) también son importadores netos de alimentos. Según estudios recientes realizados por el personal técnico del FMI, el efecto de nuevas alzas en los precios del petróleo en la cuenta corriente probablemente será más fuerte que el de una nueva alza similar en los precios de los alimentos. De ocurrir un shock combinado, los países más afectados dentro de la región serían Dominica, El Salvador, Granada, Haití, Honduras, Jamaica y la República Dominicana (FMI, 2008a).

Aumento en el déficit de cuenta corriente, 2007–08
(Porcentaje del PIB)



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

La iniciativa Petrocaribe ha ayudado a amortiguar el shock. Además de proporcionar financiamiento

concesionario para las importaciones de petróleo venezolano, Petrocaribe también brinda un marco para la coordinación de la política energética en varios países. Las condiciones del financiamiento son comunes en todos los países (plazo de 25 años, con período de gracia de 2 años, a una tasa de interés de 2%), con un monto de financiamiento disponible variable que depende de una cuota de importación, expresada en miles de barriles diarios, negociada bilateralmente con Venezuela.

Además, la proporción de importaciones que puede financiarse, así como el componente de donación del préstamo, fluctúa en función del precio mundial del petróleo. Venezuela también ha proporcionado financiamiento en el marco de la *Alternativa Bolivariana para las Américas* (ALBA), por ejemplo para proyectos de infraestructura energética. De los países de ACC, Nicaragua fue el principal beneficiario del financiamiento de ALBA en 2007, y se prevé que esa tendencia continuará en 2008.

Cuenta petrolera y financiamiento esperado bajo Petrocaribe, 2008

| País | Cuenta petrolera (% del PIB) | Financiamiento | |
|---|------------------------------|------------------------------|-------------|
| | | Miles de millones de dólares | (% del PIB) |
| Costa Rica | 6,1 | 0,0 | 0,0 |
| Dominica | 9,9 | 0,0 | 0,0 |
| República Dominicana | 11,2 | 0,8 | 2,0 |
| El Salvador | 8,6 | 0,0 | 0,2 |
| Guatemala | 7,7 | 0,0 | 0,0 |
| Grenada | 10,5 | 0,0 | 1,2 |
| Guyana | 30,9 | 0,1 | 6,2 |
| Haití | 9,4 | 0,1 | 1,4 |
| Honduras | 11,0 | 0,1 | 0,8 |
| Jamaica | 15,5 | 0,8 | 6,2 |
| Nicaragua | 18,7 | 0,3 | 5,1 |
| Panamá | 6,4 | 0,0 | 0,0 |
| Memo ítem: | | | |
| Total financiado en miles de millones de dólares: | | 2,2 | |

Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: Este recuadro fue preparado por Gabriel Di Bella.

¹ Los países de ACC analizados en este recuadro son Costa Rica, Dominica, El Salvador, Granada, Guatemala, Guyana, Haití, Honduras, Jamaica, Nicaragua, Panamá y la República Dominicana.

Recuadro 2.8 (conclusión)

Se prevé que Petrocaribe ofrecerá un monto sustancial de financiamiento a ACC. Los países miembros aún no han recibido la totalidad de sus cuotas², por ejemplo debido a rigideces relacionadas con cambiar las fuentes de suministro de petróleo³ y a factores técnicos vinculados al uso de la mezcla de crudo venezolano en las refinerías locales. Pero aún así se prevé que en algunos países el financiamiento será considerable en 2008: entre 5% y 6% del PIB en Guyana, Jamaica y Nicaragua, y entre 1% y 2% del PIB en Granada, Haití, Honduras y la República Dominicana. Muchos otros países de ACC están procurando concretar acuerdos similares con Venezuela (están por ponerse en práctica acuerdos con El Salvador y Guatemala, y está en negociación un acuerdo con Costa Rica).

²Según proyecciones del personal técnico del FMI para 2008, Honduras, Nicaragua y la República Dominicana importarán crudo y derivados de Venezuela por montos equivalentes a alrededor de 55%, 60% y 70% de sus cuotas, respectivamente.

³Las contrapartes tienen que ser empresas petroleras estatales, pero una porción significativa de las importaciones de petróleo todavía son gestionadas por empresas privadas.

8,5% en 2008 a 6,6% en 2009. La inflación en la región en su conjunto debería retornar paulatinamente a niveles acordes con los objetivos de inflación de los países en 2009–10, aunque en algunos casos pueden persistir presiones. Algunas autoridades de la región (en particular las de Brasil y Perú) han endurecido las políticas fiscales en 2008 para que la combinación de medidas de política económica ayude a contener mejor las presiones inflacionarias.

... con riesgos a la baja para el crecimiento

A escala mundial y regional, las economías viven ahora un momento de incertidumbre sin precedentes. Los shocks que están ocurriendo en el sistema financiero mundial superan en magnitud y alcance a cualquier otro shock de los últimos 70 años. Además, sus implicaciones a corto y largo plazo son difíciles de evaluar, y mucho depende de cuánto demoren en estabilizar los mercados financieros las medidas que están tomando las autoridades estadounidenses y europeas. Asimismo, a diferencia de las perspectivas de abril, los riesgos financieros mundiales y en los precios de las materias primas ahora fluctúan en paralelo, lo cual exacerba los factores de vulnerabilidad potencial para muchos países productores de materias primas— aunque el descenso de los precios del petróleo es un factor positivo para el

crecimiento y la sostenibilidad externa en varios países, sobre todo en América Central y el Caribe.

Teniendo en cuenta estas incertidumbres, el personal técnico del FMI ha analizado nuevos escenarios de riesgo de las perspectivas de crecimiento empleando el modelo económico regional de América Latina elaborado anteriormente³. El modelo se enfoca en la incidencia que tienen en el crecimiento regional los shocks de la demanda externa, las condiciones financieras internacionales y los precios de las materias primas.

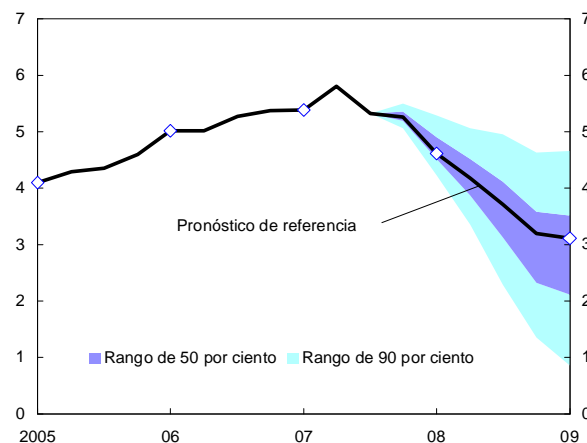
Dado que se prevé que en 2009 la economía mundial llegará al umbral de la recesión (es decir, un crecimiento mundial de 3% o menos, según el informe *Perspectivas de la economía mundial*), nuestro análisis se centra en los riesgos que afectan a los precios de las materias primas y las consecuencias de un mayor endurecimiento de las condiciones financieras. Para ello, se modela el impacto que tendría en el crecimiento regional un descenso de 35% en 2009 en el precio promedio de las materias primas, con respecto al nivel alcanzado a

³ Se utiliza el modelo de crecimiento de autorregresión vectorial bayesiana (véase la edición de noviembre de 2007 de *Perspectivas económicas: Las Américas*, capítulo 3), aplicado a los países de AL6 (Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México y Perú), que juntos representan cerca de 80% del producto regional.

mediados de 2008. Esta baja de los precios de las materias primas coincide en general con lo sucedido en anteriores recesiones mundiales. El endurecimiento de las condiciones financieras se modela de dos maneras. En una, se supone que una variable representativa de las condiciones financieras en Estados Unidos (los diferenciales de riesgo de los bonos empresariales de alto rendimiento) permanece en su alto nivel actual hasta el final de 2009. En la otra, se supone que los diferenciales de riesgo de los bonos soberanos de la región, medido con el índice EMBI, permanecen en los altos niveles de la actualidad, de aproximadamente 600 puntos básicos, debido a la relación de dependencia entre la situación fiscal de muchos países y los ingresos provenientes de las materias primas. En este escenario, el crecimiento regional sufriría una fuerte desaceleración, y caería a un -0,3% anual en el último trimestre de 2009. El crecimiento medio correspondiente a 2009 sería de 0,7%, frente a 3,2% en el actual escenario de referencia.

Los riesgos de un menor crecimiento de la región en general se han intensificado desde el pasado mes de abril, en consonancia con los mayores riesgos mundiales a la baja que se analizan en la edición de octubre de 2008 de *Perspectivas de la economía mundial*. Esto se debe en especial a las incertidumbres que rodean a las condiciones financieras mundiales y la demanda externa, que se han agudizado desde la publicación de la edición de abril de 2008 de *Perspectivas de la economía mundial*. Aunque hay una cierta posibilidad de que se obtengan mejores resultados, por ejemplo, si los precios de las materias primas volvieran a experimentar una fuerte subida, al tener en cuenta todos los factores se observa que los riesgos a las perspectivas de crecimiento siguen inclinados a la baja con respecto al escenario de referencia antes mencionado. El balance de riesgos se ilustra mediante el gráfico de abanico (*fan chart*) de las perspectivas de crecimiento regional derivado del modelo de autorregresión vectorial bayesiano (BVAR, por sus siglas en

AL6: Proyecciones de crecimiento, balance de riesgos
(Tasa de crecimiento anual promedio; porcentaje)



Fuente: Modelo económico regional del departamento del hemisferio occidental del FMI.

inglés). En el gráfico se combinan el escenario de referencia y un escenario de menor crecimiento que asume precios más bajos de las materias primas y condiciones financieras más restrictivas.

Los factores de vulnerabilidad se han atenuado, pero aún hay riesgos

Tal como se ha documentado en ediciones anteriores de *Perspectivas económicas*, la capacidad de resistencia de ALC a los shocks se ha robustecido notablemente en los últimos años. Los niveles de la deuda pública y las necesidades de financiamiento han disminuido, y las cuentas corrientes de balanza de pagos se han fortalecido. Además, se ha afianzado la credibilidad de los marcos de política macroeconómica de muchos países, en tanto que los tipos de cambio flexibles han ayudado mucho a que algunos países puedan amortiguar los shocks. Los sectores financieros también se han robustecido, y sus niveles de capitalización y rentabilidad son más altos.

Sin embargo, varias inquietudes surgen en torno a la actual coyuntura mundial. En primer lugar, los acontecimientos desde la quiebra de *Lehman Brothers* a mediados de septiembre han demostrado que los mercados de dinero en algunos de los sistemas financieros regionales más importantes y líquidos no son inmunes a las

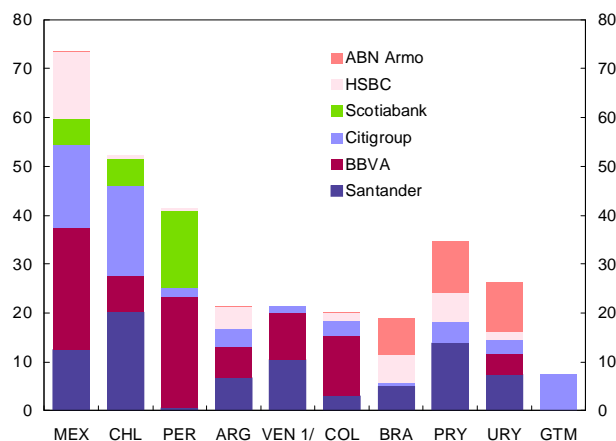
Presiones en el mercado de dinero 1/
(Promedio móvil en dos semanas)



Fuentes: Barclays Capital; y cálculos del personal técnico del FMI.
1/ Diferencial de tasas de interés en moneda doméstica: para Brasil, depósito a un mes con respecto a Pre-DI (prom. móvil a 20 días); para Chile, depósito a 30 días con respecto a tasa de política monetaria. Diferencial de tasas en dólares: para Brasil, USD/DI swap a 90 días con respecto a Libor a 3 meses; para Chile; tasa de interés en dólares a 3 meses con respecto a Libor a 3 meses.

Fración de los depósitos en subsidiarias de los bancos extranjeros

(Porcentaje del total de depósitos del sistema bancario, último dato disponible)



Fuentes: Autoridades nacionales; y cálculos del personal técnico del FMI.
1/ Pasivos de los bancos extranjeros como porcentaje del total de pasivos del sistema bancario.

actuales tensiones mundiales de financiamiento. En las últimas semanas, el costo de fondeo en dólares y en moneda local se ha disparado en los mercados interbancarios de varios países y evidencia anecdótica apunta a que en algunos países ha empezado a restringirse el acceso a líneas de crédito externas y al crédito para el comercio exterior. Además, los bancos internacionales absorben una proporción significativa de los depósitos en varios países de la región. Las presiones a las que están sometidos estos bancos internacionales en sus propios mercados podrían generar riesgos de presiones sobre la liquidez en algunos países de ALC.

En segundo lugar, también hay preocupaciones de financiamiento si se tienen en cuenta los aún importantes requerimientos de refinanciamiento del sector público de varios países. Si bien las necesidades de este tipo de financiamiento mediante fuentes externas han disminuido mucho desde el comienzo de la década, varios países aún enfrentan exigentes necesidades de refinanciamiento de la deuda pública. Las necesidades generales de financiamiento en algunos países de la región también superan con creces las de otros mercados emergentes. Si bien muchos países han diversificado sus fuentes de financiamiento interno, en algunos casos, la mayor aversión al riesgo en los mercados financieros internos podría dar origen a otros riesgos, incluyendo presiones alcistas sobre las curvas de rendimiento. En este contexto, el grado en que varios países dependen de los ingresos provenientes de las materias primas supone riesgos adicionales. Si los precios de las materias primas descendieran en proporciones similares a las de otras recesiones mundiales (35% según el escenario a la baja descrito anteriormente), los ingresos fiscales podrían reducirse de manera drástica, lo cual ejercería presión sobre las necesidades de financiamiento de algunos países.

En tercer lugar, hay que vigilar de cerca los crecientes déficits en cuenta corriente y la tendencia más restrictiva de las condiciones de

financiamiento externo. En las circunstancias actuales, las necesidades agregadas de financiamiento externo parecen manejables. Aún con el aumento proyectado de los déficits en cuenta corriente en 2009, el nivel de las reservas externas de la mayoría de los países de la región es suficiente para cubrir los déficits externos y los vencimientos de la deuda. No obstante, los coeficientes de cobertura son bajos en algunos países y, según este indicador, la región en general está menos protegida que los mercados emergentes de Asia de características similares, aunque en mejor situación que los países de Europa oriental. Asimismo, si bien los niveles de endeudamiento en moneda extranjera de las empresas ha disminuido (Capítulo 5), han surgido en algunos casos nuevos riesgos por la exposición a derivados del tipo de cambio. Recientemente, varias empresas en un número de países de la región han sufrido importantes pérdidas luego de la depreciación de su tipo de cambio como resultado de sus posiciones en contratos de derivados de tipo de cambio registrados fuera del balance contable. Podrían surgir riesgos dada la incertidumbre sobre la magnitud y naturaleza de estas posiciones.

Políticas para mantener la confianza y la estabilidad

Los shocks que están sacudiendo la economía mundial son la primera prueba dura a la que se ven enfrentados los marcos de política que se han fortalecido en la región. En este momento, el reto más difícil es mantener la confianza y la estabilidad financiera, y mitigar al mismo tiempo la desaceleración esperada. Como las perspectivas para la región están rodeadas de considerables riesgos a la baja y la situación mundial está evolucionando con rapidez, las autoridades tendrán que adaptarse ágilmente a las cambiantes circunstancias.

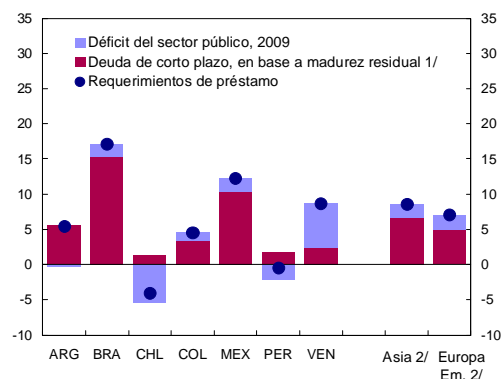
Política monetaria y cambiaria

Dadas las previsiones de desaceleración del crecimiento y la fuerte caída de los precios de las materias primas, las inquietudes en cuanto al recalentamiento y la inflación son considerablemente menos acuciantes. La rápida evolución de la situación mundial significa que las autoridades tendrán que sopesar con cuidado el impacto de los sucesos internos y externos en distintos ámbitos, incluso para el tipo de cambio. Algunos países —en los cuales las presiones inflacionarias de base son más agudas— quizá deban adoptar una política monetaria más restrictiva. Otros —sobre todo aquellos en los que se espera una fuerte disminución de la demanda interna y para los cuales las presiones externas no son motivo de preocupación— podrían tener creciente margen para flexibilizar la política monetaria.

No obstante, las autoridades deberán mantenerse atentas para evitar que el marco de política monetaria pierda credibilidad. Muchos países no lograrán cumplir con sus objetivos de inflación este año. Los países que son exportadores netos de materias primas, que no aplican regímenes de metas de inflación y están experimentando un crecimiento rápido, son los que más desafíos enfrentan a la hora de frenar la inflación. Además, es posible que la inflación no vuelva a ubicarse dentro de las bandas que muchos países tienen como meta hasta después de 2009. En todos los casos será importante comunicar claramente las expectativas de las autoridades en cuanto a las perspectivas de inflación. Asimismo, será crucial moderar las demandas salariales para evitar que se desestabilicen las expectativas de inflación, sobre todo en los países con un tipo de cambio fijo.

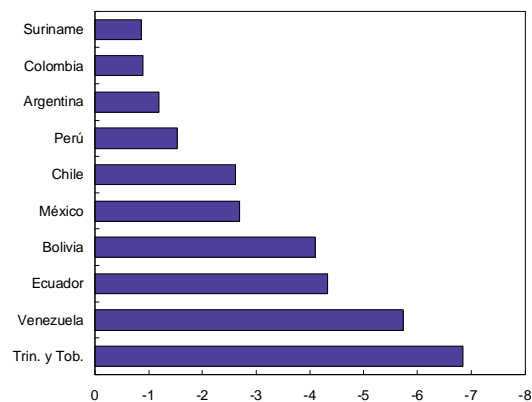
En el ambiente mundial actual, la flexibilidad de los tipos de cambio seguirá siendo un amortiguador natural frente a ese tipo de shock en muchos países. Los países que se enfrentan a déficits transitorios y repentinos de los flujos de capital deberán responder con celeridad y eficacia,

Requerimientos de financiamiento del sector público
(Porcentaje del PIB)



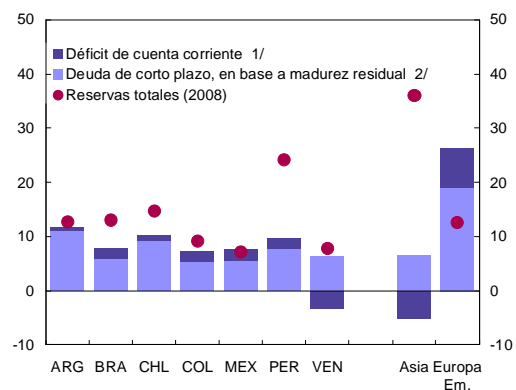
Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.
1/ El monto de la deuda de corto plazo incluye amortización proyectada para 2009.
2/ Déficit del sector público medido por el déficit del gobierno general.

Sensibilidad de los ingresos fiscales al precio de las materias primas 1/
(Porcentaje del PIB de 2008)



Fuentes: Autoridades nacionales; cálculos del personal técnico del FMI.
1/ Impacto en los ingresos tributarios de una disminución del 35% en el precio internacional de las materias primas. Resultados obtenidos para los 9 países con ingresos tributarios vinculados a materias primas mayores al 2% del PIB.

Cobertura de los requerimientos totales de financiamiento externo
(Porcentaje del PIB)



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.
1/ Déficit de cuenta corriente proyectado para 2009 (los valores positivos indican un déficit).
2/ El monto de la deuda de corto plazo incluye amortización proyectada para 2009.

utilizando en algunos casos las reservas que existen como amortiguador. El propósito de la intervención no debería ser defender un tipo de cambio en particular, sino mitigar los efectos desfavorables de la crisis mundial en los bancos y las empresas.

Política fiscal

De acuerdo con las proyecciones de referencia actuales, la situación fiscal se debilitará a lo largo de 2009 en muchos países debido no únicamente a la disminución de la recaudación tributaria, sino también a un crecimiento ininterrumpido del gasto, sobre todo en los países que más dependen del ingreso derivado de las materias primas. Por lo tanto, la política fiscal de la región deberá tener en cuenta las limitaciones que podría imponer el endurecimiento de las condiciones financieras en algunos mercados y la conveniencia de tomar medidas para consolidar más la posición fiscal estructural.

En el escenario de referencia, será necesario reequilibrar la política fiscal en la región para contener el crecimiento del gasto y, en términos amplios, mantener la posición fiscal sin cambios, dejando que la política monetaria desempeñe la principal función anticíclica. Además, en muchos países la actual turbulencia mundial está comenzando a generar presión sobre el financiamiento del gobierno. Ese hecho exige más precaución en el gasto, como también una administración cuidadosa de las operaciones de tesorería, sobre todo en los países con grandes necesidades de financiamiento. La moderación del gasto también facilitaría los ajustes necesarios para hacer frente a los profundos desequilibrios externos en los países importadores de materias primas.

En caso de que los riesgos a la baja para el crecimiento se materialicen, los países que lograron afianzar su credibilidad tendrán margen para absorber la disminución del ingreso sin recortar el gasto. Sin embargo, si la desaceleración del crecimiento coincide con una mayor aversión

al riesgo a escala mundial, el deterioro de las condiciones de financiamiento podría impedir la aplicación de una política fiscal más laxa, sobre todo en los países que tienen una deuda y necesidades de financiamiento elevadas.

En la mayoría de los países de la región no sería aconsejable un estímulo adicional canalizado a través del gasto, si la desaceleración resultara más aguda que lo previsto. Es probable que el rápido crecimiento del gasto registrado en la región durante los últimos años sea percibido como permanente. Por ende, un nuevo aumento discrecional del gasto podría socavar la credibilidad del marco fiscal (como explica la edición de abril del presente informe), y aumentar aún más las primas de riesgo, con implicaciones adversas para el crecimiento a mediano plazo. Estas inquietudes son especialmente apremiantes en el caso de los países exportadores de materias primas que no aplican regímenes de inflación, y cuya posición fiscal marcadamente procíclica en los últimos años les deja escaso margen de maniobra para la política fiscal. Las opciones también son limitadas en el caso de los importadores de materias primas que tienen tipos de cambio fijos. Una posición fiscal más distendida podría provocar una pérdida de reservas internacionales y debilitar los cimientos de los regímenes cambiarios.

De cara al futuro, los países se beneficiarían de prepararse para adoptar una planificación presupuestaria a largo plazo, la cual afirmaría el compromiso de las autoridades con una política fiscal sólida y sostenible en el futuro en medio de la mayor incertidumbre imperante.

Políticas de estabilidad financiera

La profundización de los mercados financieros locales, la disminución de las necesidades de financiamiento del sector público, junto con una menor exposición a los riesgos cambiarios, han ayudado a los mercados financieros regionales a resistir mejor los shocks externos. Sin embargo, la turbulencia que sacude los mercados financieros

internacionales está comenzando a afectar a algunos de los mercados financieros nacionales de la región. Frente a estas tensiones en curso, las autoridades de varios países tomaron medidas apropiadas para proteger la estabilidad, suministrando la liquidez necesaria y procurando salvaguardar el flujo de crédito comercial.

Las presiones a las que se encuentra sometido el sector financiero de las economías avanzadas ponen de relieve la necesidad de vigilar las condiciones internas de liquidez, y las autoridades de algunos países ya han adoptado medidas para mantener el orden en los mercados. En ese sentido, será importante continuar elaborando planes para contingencias y fortaleciendo las redes de protección financiera (entre otras cosas, dejando claras las funciones de prestamista de última instancia y el papel de las distintas autoridades en la gestión de la estabilidad financiera) y los marcos de resolución de instituciones bancarias. Además, la sustancial participación extranjera en varios sistemas financieros de la región pone de relieve la necesidad de seguir fortaleciendo la supervisión consolidada y transfronteriza, así como la coordinación con las autoridades supervisoras extranjeras.

Aunque se está desacelerando, el crédito se expandió rápidamente en los últimos años y es posible que aún queden por delante riesgos derivados del deterioro de la calidad del crédito. Como lo demuestra ampliamente la experiencia internacional, incluyendo los sucesos recientes en Estados Unidos, episodios de rápida expansión del crédito suelen ir acompañados a la aplicación de normas crediticias menos estrictas, lo cual tiende a comprometer posteriormente la calidad de las carteras de los bancos y a erosionar el capital de las instituciones financieras. Aunque la relación de crédito sobre PIB de la región es baja en relación a los estándares internacionales, el rápido proceso de convergencia de los últimos años engendra riesgos prudenciales a los que ya están haciendo frente las autoridades mediante medidas encaminadas a fortalecer la supervisión.

Políticas sociales

El aumento de la inflación, sobre todo de los alimentos, ha sometido a una presión sustancial el ingreso de los segmentos más pobres de la población. La experiencia internacional demuestra que la asistencia social focalizada es la manera más efectiva y económica de mitigar el impacto del alza de precio de los alimentos y los combustibles en los pobres. De hecho, el costo fiscal de proteger a los hogares más vulnerables es moderado cuando se utilizan instrumentos focalizados.

Un problema fundamental es que muchos países todavía carecen de redes de protección social eficaces cuya cobertura alcance debidamente a los hogares vulnerables. Quizá sea necesario optar por alternativas no tan ideales a corto plazo, como los subsidios o recortes arancelarios, pero corresponde reevaluar estas medidas periódicamente y discontinuarlas a medida que instrumentos más eficaces se vayan implementando. En un plano más fundamental, una política enérgica en contra de la inflación es a la vez una política enérgica a favor de los pobres. Por esa razón es imperativo que las autoridades de la región hagan frente con mano firme a las presiones inflacionarias.

Políticas para estimular el potencial de crecimiento

El análisis del personal técnico del FMI pone en relieve la tarea pendiente de impulsar la

inversión y el crecimiento. Desde una perspectiva de mediano plazo, se muestra que el crecimiento de la inversión se ve afectado por la magnitud y la persistencia de las restricciones al financiamiento (capítulo 6). Esas restricciones son más severas para las empresas más pequeñas de la región y por eso resulta particularmente necesario fortalecer los mercados de capital y las instituciones de crédito, y promover el acceso al financiamiento. Al respecto es fundamental desarrollar la infraestructura financiera (por ejemplo, calificadoras de crédito, normas contables mejores y transparentes) y marcos jurídicos sólidos (derechos de propiedad, reforma de los procedimientos de ejecución hipotecaria y quiebra) para promover la intermediación y despejar los obstáculos a la expansión del financiamiento a través de bancos y mercados de capital para las empresas pequeñas y medianas.

Las restricciones que implican los bajos niveles de formación de capital público en la región también están bien documentadas. Muchos análisis apuntan a las deficiencias sin resolver en la provisión de servicios públicos, ya sea en infraestructura o educación. Por consiguiente, uno de los mayores retos continúa siendo conceder más prioridad a la promoción del nivel y la calidad de la inversión pública en la región, en contraposición al consumo.

III. Manteniendo la inflación bajo control

Inflación al alza

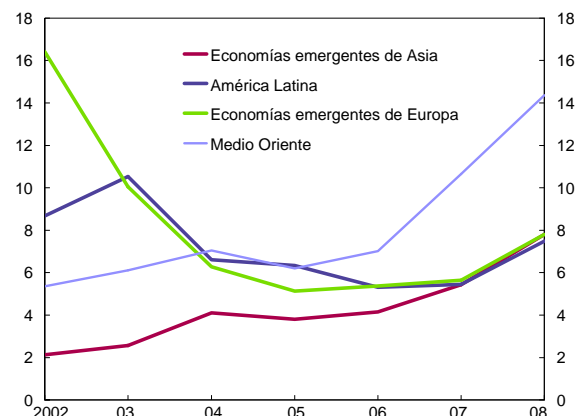
El fenómeno inflacionario reciente ha puesto a prueba por primera vez el compromiso de la región de mantener una tasa de inflación baja, en especial en aquellos países que aplican de manera formal regímenes de metas de inflación. Se espera que la inflación en la región, la cual sobrepasó el 8% en agosto pasado, se mantenga alta hasta fin de año, para luego comenzar a declinar gradualmente en el 2009. Se espera que el aumento en el nivel de inflación general que comenzó en 2006 continúe durante 2008 y llegue a 8,6% a fin de año, la tasa más alta desde 2003. Todos los demás mercados emergentes están experimentando presiones inflacionarias similares, con aumentos de los precios al consumidor superiores a 14% anual en Medio Oriente y de alrededor del 8% anual en economías emergentes de Asia y Europa.

Dentro de la región, las presiones inflacionarias han sido más agudas en los países con regímenes cambiarios menos flexibles (entre ellos la mayoría de los países de América Central, Bolivia, Ecuador y, especialmente, Venezuela, donde la inflación fue mayor de 30%). En cambio, los países que aplican regímenes de metas de inflación registraron en promedio la menor inflación de la región. Sin embargo, incluso en estos países, la inflación general aumentó en promedio más de 2 puntos porcentuales entre agosto de 2007 y agosto de 2008, superando en muchos casos por un amplio margen el rango de meta inflacionaria.

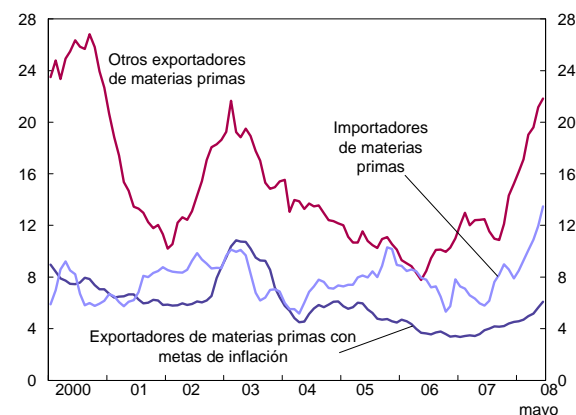
En este capítulo se analizan los retos que enfrentan los principales bancos centrales de la región que aplican regímenes de metas de inflación (Brasil, Chile, Colombia, México y Perú)⁴

Inflación en aumento

Inflación general en los mercados emergentes (Porcentaje)



Inflación general en América Latina según régimen de política monetaria (Porcentaje)

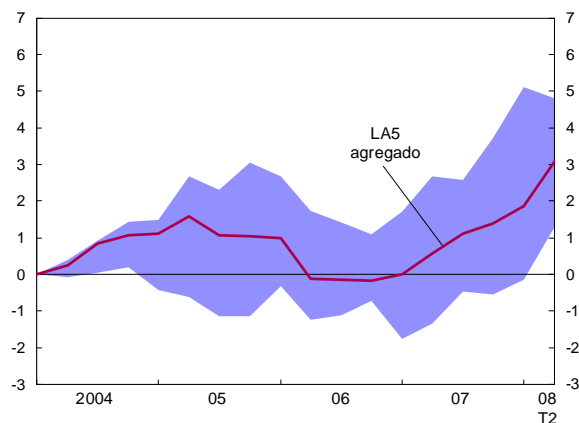


Fuentes: Haver Analytics; y cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: Este capítulo fue preparado por Roberto García-Saltos, Jorge Canales-Kriljenko y Robert Rennhack.

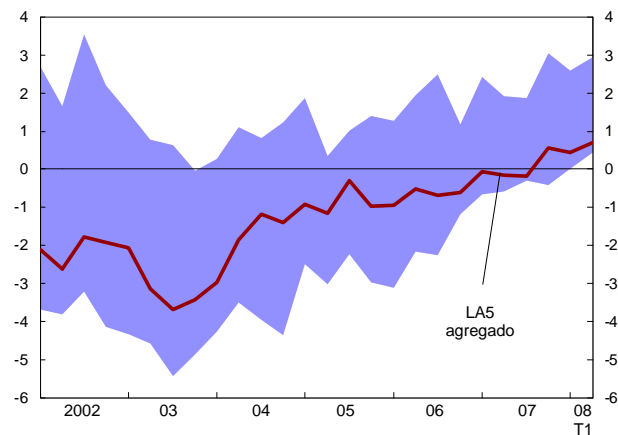
⁴ Juntos, estos países representan tres cuartas partes del PIB de la región de América Latina y el Caribe (ALC).

Contribución del costo a la inflación general 1/
(Puntos porcentuales)



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.
1/ El área sombreada corresponde a las contribuciones individuales máximas y mínimas de los países incluidos en el GPM.

Brecha del producto en economías seleccionadas de América Latina 1/
(Porcentaje del PIB potencial)



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.
1/ El área sombreada corresponde a las estimaciones máximas y mínimas de brecha del producto de las economías incluidas en el GPM. LA5 incluye a Brasil, Chile, Colombia, México y Perú.

en sus esfuerzos por lograr que la inflación vuelva a ubicarse dentro del rango objetivo. Los resultados están basados en un nuevo modelo dinámico (modelo de proyección mundial o GPM, por sus siglas en inglés) que se estimó para Estados Unidos, Europa, Japón y los cinco países que aplican regímenes de metas de inflación, para el período comprendido entre 2001 y el primer trimestre de 2008 inclusive⁵. Las ecuaciones de comportamiento principales para cada bloque de países incluyen: 1) una curva de Phillips nekeynesiana que explica la inflación en términos de la inflación esperada y pasada, el tipo de cambio real y la brecha del producto interno; 2) una ecuación que explica la brecha del producto interno en términos de la tasa de interés interna, el tipo de cambio real, las brechas del producto interno futuras esperadas y las pasadas, y las brechas del producto de los socios comerciales; 3) una función de reacción monetaria del tipo de la regla de Taylor para explicar la forma en que los bancos centrales ajustaron sus tasas de interés de política monetaria a lo largo del período; y 4) una ecuación que explica el tipo de cambio real en términos del diferencial de las tasas de interés reales. En el apéndice 3.1 se exponen otros detalles del modelo.

Gran parte de los trabajos publicados sobre este tema se enfocan en analizar las mejoras logradas a partir de la adopción de regímenes de metas de inflación. Por ejemplo, Goretti y Laxton (2005), llegan a la conclusión que dichos regímenes han ayudado a anclar las expectativas de inflación de largo plazo y a estimular el crecimiento a través de la reducción de las tasas de interés a largo plazo. Goncalves y Salles (2008) observan que la aplicación de regímenes de metas de inflación no solo ayudaron a bajar la inflación, sino también a reducir la volatilidad del producto. Otra corriente de la literatura analiza la relación entre las tasas de interés de política monetaria y la inflación, en el marco de modelos

⁵ El modelo se estimó para un agregado de los cinco países que aplican metas de inflación y también para cada país por separado.

macroeconómicos de pequeña escala. Entre estos trabajos están los de Berg, Karam y Laxton (2006), Castillo, Montoro y Tuesta (2006), Gouvea y otros (2008), McDermott y McMenamin (2008) y Medina, Munro y Soto (2008). El modelo GPM hace varias contribuciones a esta vertiente de la literatura, pues permite, por ejemplo, una identificación más precisa de las causas de la inflación y la estimación de reglas del tipo Taylor en un marco consistente. Al incorporar explícitamente los vínculos entre los distintos países, el modelo también permite analizar el efecto de la demanda externa sobre el crecimiento y el producto de estos cinco países. El modelo incorpora además un indicador de las condiciones del crédito bancario en Estados Unidos.

Los shocks de oferta hicieron impacto cuando las economías estaban cercanas al límite de su capacidad productiva . . .

En el período 2001–08:T2, la principal fuente de inflación provino del aumento de los costos, muy probablemente causado por el incremento abrupto de los precios mundiales de la energía y los alimentos, y, además, en algunos países por el efecto adverso que tuvieron las condiciones climáticas en los precios internos de los alimentos. El análisis basado en el modelo GPM indica que los shocks ocasionados por el aumento de los costos explican una parte importante del aumento de la inflación desde 2006 y que, hacia principios de 2008, explicaban aproximadamente 2 puntos porcentuales de la inflación general, la que en estos 5 países fue de 6%, en promedio, durante el período. Los resultados también revelan que estos aumentos de costos fueron muy persistentes: comenzaron a fines de 2006 y aumentaron de manera sostenida hasta principios de 2008. Chile, a principios de 2008, fue el país que más afectado estuvo por factores de oferta, lo cual probablemente refleje la recurrencia de shocks de oferta internos. Perú también se ha visto afectado por los marcados aumentos en el costo de los alimentos, los que tienen una gran ponderación en la canasta del IPC. Los efectos de estos shocks de oferta fueron mucho menores en México, donde

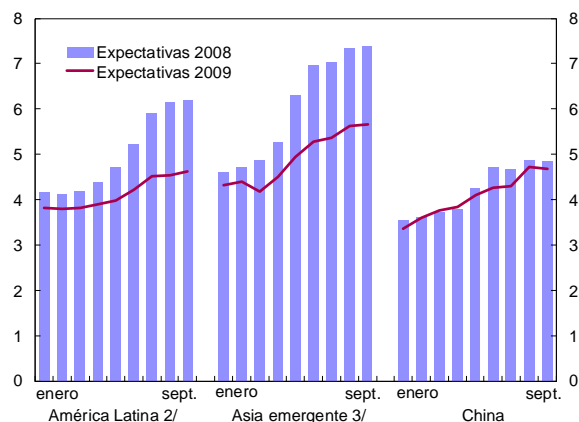
la participación de los alimentos en la canasta de consumo es menor.

Estos shocks de oferta se hicieron sentir cuando, tras años de crecimiento ininterrumpido, las limitaciones de la capacidad productiva comenzaron a acentuarse. Las estimaciones basadas en el modelo GPM ponen de manifiesto que, en 2003–04, estas economías operaban muy por debajo de su potencial, lo cual ayudaba a contener la inflación. Sin embargo, hacia fines de 2006 esta brecha ya se había cerrado, y el año pasado muchos de estos cinco países estaban operando por encima de su producto potencial. Hasta el primer trimestre de 2008 los países con mayores presiones de exceso de demanda fueron Brasil, Perú y Colombia, mientras que México y Chile operaron, aparentemente, cerca de su plena capacidad. Las estimaciones sugieren que si la brecha del producto se hubiese mantenido en el nivel de fines de 2004, la inflación habría sido 1½ puntos porcentuales más baja en el primer trimestre de 2008. Por supuesto, puede ser difícil medir la magnitud de las presiones de exceso de demanda. Por ejemplo, en los últimos años, la inversión privada real creció mucho en varios países de la región. Debido a ello, algunos países elevaron su estimación del nivel del crecimiento del producto potencial, lo cual sugiere que las presiones de exceso de demanda podrían haber sido de hecho menores a las estimadas.

Todo indica que, en estos cinco países, el crecimiento de los principales socios comerciales no tiene un efecto significativo sobre las condiciones de la demanda, en promedio. Tras desatarse la crisis financiera en Estados Unidos y otras economías avanzadas a mediados de 2007, se planteó el interrogante sobre la manera en que la desaceleración del crecimiento mundial atenuaría las presiones inflacionarias en todo el mundo al reducir la demanda de exportaciones y los precios mundiales de las materias primas. Las estimaciones basadas en el GPM revelan que la desaceleración del crecimiento de Estados Unidos registrada a partir de mediados de 2007, redujo en 0,3 puntos porcentuales, en promedio, la inflación

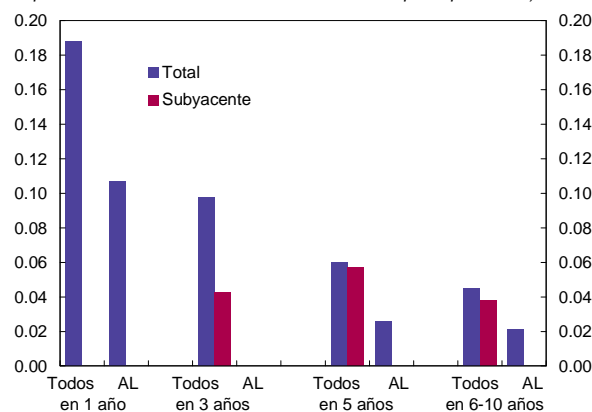
Expectativas de inflación

Expectativas de inflación para 2008 vs. 2009 1/
(Enero-julio 2008, porcentaje)



Cambios en las expectativas de inflación en respuesta a los cambios en la inflación observada 4/

(Expectativas de inflación en 1, 3, 5, y 6-10 años; puntos porcentuales en respuesta al cambio de la inflación observada en un punto porcentual)



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

1/ El gráfico compara las expectativas de inflación actualizadas para los años 2008 y 2009 tal como son reportadas mensualmente para el período enero - julio de 2008.

2/ Ponderado por el PIB en función de la PPA para Brasil, Chile, Colombia, México y Perú.

3/ Ponderado por el PIB en función de la PPA para Indonesia, Singapur y Taiwan.

4/ Basado en coeficientes estadísticamente significativos provenientes de regresiones de datos de panel con efecto fijo, empleando datos semi-anales desde 2003. "Todos" incluye 26 países con mercados emergentes; "AL" incluye Brasil, Chile, Colombia, México y Perú.

de estos cinco países en el primer trimestre de 2008. Brasil, Chile, Perú y (en menor medida) Colombia venden una gran proporción de sus exportaciones a Europa y Asia, mientras que sus exportaciones a Estados Unidos representan una parte relativamente menor de su PIB. Por supuesto, México se ve mucho más afectado por lo que ocurre en Estados Unidos debido a los estrechos vínculos comerciales y financieros entre los dos países.

... y se propagaron hacia los demás precios

El aumento abrupto inicial de la inflación ha estado transmitiéndose hacia la inflación subyacente (definida como la inflación general excluyendo los precios del combustible y otros precios volátiles) y también hacia la inflación de bienes no transables. La inflación esperada ha estado aumentando no sólo para horizontes de un año, sino también en horizontes más largos. Además, el crecimiento del salario nominal se aceleró en algunos de estos países.

La propagación de las presiones inflacionarias es compatible con los resultados que indican que la inflación de estos países sigue siendo persistente. En otras palabras, la inflación necesita mucho tiempo para regresar a su valor de tendencia, a causa de la inercia en la fijación de precios y salarios, causada por rigideces en los contratos y por expectativas de inflación basadas en parte en la inflación pasada. Varios trabajos, como Barkbu, Batini y Garcia-Saltos (2006) y Capistrán y Ramos-Francia (2007), señalan que en estos países la inflación se volvió menos persistente tras la adopción de regímenes de metas de inflación. El análisis basado en el GPM también confirma que, en el período 2001–08, la inflación corriente pasó a estar cada vez más ligada a la inflación esperada que a la inflación pasada. Sin embargo, estos resultados también indican que la inflación en estos cinco países es considerablemente más persistente que en Estados Unidos, Europa y Japón. En los cinco países, la inflación retorna a su nivel tendencial 12

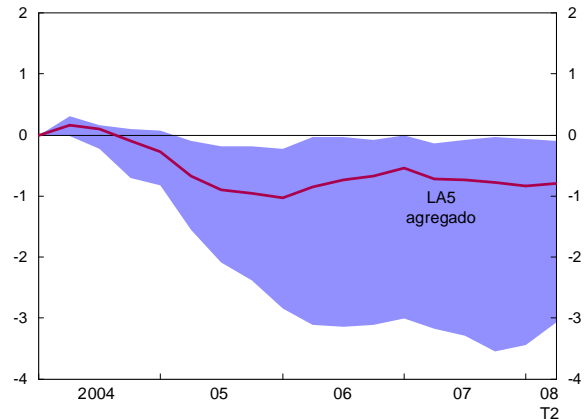
trimestres después de un shock (mientras que en Estados Unidos demora seis trimestres y en Europa, cuatro). Este resultado es consistente con lo planteado en García y Valdés (2005), quienes encuentran que la persistencia de la inflación en el Reino Unido, Canadá y Noruega es considerablemente menor que en Colombia y México.

Además, hay evidencia de que las expectativas de inflación podrían ser ancladas de manera más firme. Para analizar este punto, modelamos el efecto de la inflación general sobre las expectativas de inflación para varios países de mercados emergentes, que incluye a América Latina y otros países con metas de inflación⁶. En países de América Latina que siguen metas de inflación explícitas, la inflación esperada en un horizonte de un año aumentaría 10 puntos básicos por cada aumento de 100 puntos básicos en la inflación general, mientras que para un horizonte de cinco años, el efecto es significativo, pero bastante reducido. Sin embargo, las expectativas parecen estar ancladas más firmemente en otros países de mercados emergentes que aplican regímenes de metas de inflación, entre ellos Corea, Hungría, Polonia, la República Checa y Tailandia. Esto sugiere que las expectativas de inflación en los cinco países de América Latina que adoptaron regímenes de metas de inflación están razonablemente ancladas, pero existe aún margen para mejor anclaje. Además, los fuertes aumentos de la inflación general todavía pueden transferirse a la inflación esperada.

La política monetaria se ha vuelto más restrictiva

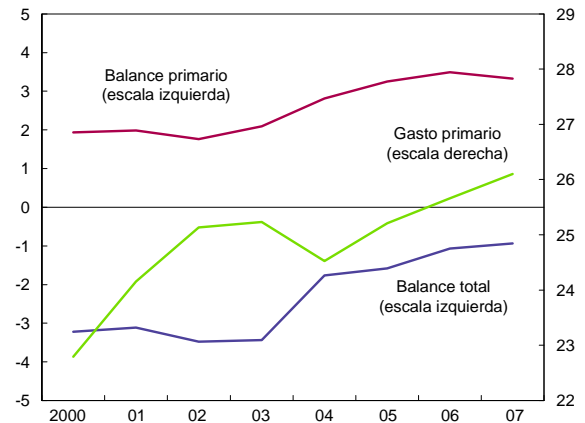
Los bancos centrales de estos cinco países han venido aplicando políticas monetarias más restrictivas, en especial durante 2008, en la medida que la inflación seguía aumentando. En los primeros 8 meses de 2008, los bancos centrales de

Contribución de la apreciación cambiaria a la inflación general 1/
(Porcentaje)



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.
1/ El área sombreada corresponde a las contribuciones individuales máximas y mínimas de los países incluidos en el GPM.

Indicadores fiscales en los países con metas de inflación 1/
(Porcentaje)



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.
1/ Ponderado por el PIB en función de la PPA.

⁶ Véase detalles en FMI (2008b), apéndice 3.1.

estos países han aumentado las tasas de interés de política monetaria al menos 50 puntos básicos y en algunos casos, considerablemente más. Otros países de mercados emergentes que aplican regímenes de metas de inflación también están endureciendo su política monetaria.

Los resultados de las reglas de Taylor estimadas muestran que la reacción de la política monetaria de los bancos con metas de inflación en la región es muy similar a la de los bancos centrales de Estados Unidos, Europa y Japón⁷. Según esta regla estimada, estos bancos centrales tendieron a ajustar sus tasas de interés de política monetaria aproximadamente en 220 puntos básicos por cada 100 puntos básicos de aumento en la inflación general esperada, es decir, una respuesta similar a la regla estimada para Europa, y mayor que la respuesta estimada para Estados Unidos y Japón. Para las otras variables de la regla de Taylor, los bancos centrales de los cinco países de América Latina parecen comportarse igual que los de Estados Unidos, Europa y Japón: aplicaron un ajuste de sólo 20 puntos básicos a su tasa de interés de política monetaria por cada 100 puntos básicos de aumento en la brecha entre el producto real y el potencial. Esto es, prefirieron llevar gradualmente sus tasas de interés de política a un campo neutral; e intentaron que la inflación volviera a la meta en un horizonte de entre seis y ocho trimestres. Estos resultados sugieren que, en respuesta al aumento de la inflación esperada, los bancos centrales de la región que aplican regímenes de metas de inflación elevaron la tasa de interés de política monetaria en términos reales. Sin embargo, actuaron con cautela a fin de evitar una reacción excesiva capaz de desacelerar el crecimiento en forma innecesaria.

⁷ La regla de política estimada mide cuánto ajustó cada banco central su tasa de interés de política monetaria en cada trimestre en función de las desviaciones de la inflación esperada respecto de la meta de inflación, y de la brecha del producto. La regla también incorpora la tasa de interés de política monetaria del trimestre anterior, a fin de medir la velocidad con que estos bancos centrales ajustaron dicha tasa.

La flexibilidad del tipo de cambio y la política fiscal han respaldado la política monetaria. Como estos países son exportadores netos de materias primas, el aumento de los precios mundiales de los alimentos y el combustible favorecieron sus términos de intercambio, lo que contribuyó a una apreciación significativa en el tipo de cambio nominal y limitó el aumento de la inflación de bienes transables. Según el análisis basado en el GPM, la apreciación de la moneda redujo en promedio un 0,7% las presiones inflacionarias anuales, entre 2005 y el primer trimestre de 2008. El efecto de la apreciación de la moneda fue más pronunciado en Brasil, debido a la gran ponderación de los bienes transables en la canasta del IPC y a la considerable apreciación del real entre 2004 y 2007. En años recientes, estos países presentaron superávits fiscales primarios de aproximadamente 3% del PIB, en promedio (que van de 9,5% del PIB en Chile al 1% del PIB en México en 2007), y el déficit fiscal promedio cayó a 1% del PIB. En 2008, tanto Brasil como Perú aumentaron sus metas de superávit fiscal primario significativamente. Sin embargo, el crecimiento del gasto primario corriente como proporción del PIB plantea algunos riesgos fiscales.

Conclusiones

Este capítulo encuentra que los factores más importantes detrás del aumento de la inflación registrado desde 2006 fueron los shocks de oferta —muy probablemente causados por el aumento de los precios de los alimentos y combustibles— que ocurrieron cuando, en la mayoría de estos países, las presiones de exceso de demanda estaban acrecentándose. Todo indica que la moderada desaceleración del crecimiento de las economías avanzadas registrada hasta el primer trimestre de 2008 sólo tuvo un efecto moderado sobre la inflación de estos tres países hasta inicios de 2008.

Cabe destacar que los resultados de la estimación de las reglas de Taylor sugieren que los bancos centrales de estos cinco países, al igual que en Europa, subieron sus tasas de interés de

política monetaria en respuesta a la inflación, lo cual debería contribuir, con el tiempo, a mejorar aún más su credibilidad. Además, la política monetaria contó con el respaldo de la flexibilidad cambiaria y una sólida posición fiscal.

La política monetaria seguirá enfrentando un entorno difícil. En muchos de los países que aplican regímenes de metas de inflación, la inflación general todavía está por encima de la meta, y sus economías están operando por encima de su potencial. Sin embargo, el entorno mundial actual es sumamente incierto. Será importante estar preparados para adaptar la política monetaria según sea necesario para que la inflación general vuelva a ubicarse dentro de la banda fijada como meta. El episodio inflacionario reciente dejó una lección importante: si bien la política monetaria se ha vuelto más creíble desde la adopción de estrategias de metas de inflación, aún hay margen para anclar con más firmeza las expectativas inflacionarias. Ello ayudaría a reducir la persistencia de la inflación.

Apéndice 3.1

En este apéndice se expone un breve resumen de la estructura del modelo de proyección mundial (GPM, por su sigla en inglés), recientemente creado por el FMI. La explicación completa de los resultados se presenta en Canales-Kriljenko, Freedman, García-Saltos y Laxton (2008), donde también se explica la metodología empleada para la estimación de los determinantes de las expectativas de inflación.

El modelo de proyección mundial⁸

El GPM es un modelo macroeconómico dinámico de economía abierta que cubre varios países. Ha sido creado por el Departamento de Estudios del FMI y diseñado para describir y analizar los efectos y la importancia relativa de los shocks externos reales y financieros.

⁸ Para más detalles sobre el GPM, véase Carabenciov y otros (2008a y 2008b).

Conceptualmente, adopta el espíritu de la síntesis nekeynesiana, que combina el énfasis en las rigideces nominales y reales con la tradición de modelos estocásticos dinámicos de ciclos reales con expectativas racionales. El GPM incorpora también una variable financiera en Estados Unidos, orientada a detectar los vínculos entre el sector real y el financiero de la economía de Estados Unidos con el resto del mundo. Una de las ventajas de este tipo de modelos macroeconómicos es que permite obtener mediciones consistentes con los postulados del modelo de variables claves pero que no son observables, como la brecha del producto y la brecha de desempleo.

Ecuaciones de comportamiento

El GPM está conformado por unas pocas ecuaciones de comportamiento esenciales, a saber: una curva IS, una curva de Phillips, una ecuación de la tasa de desempleo natural, una función de reacción de la política monetaria y una ecuación de paridad descubierta de la tasa de interés. A continuación, presentamos un resumen de la especificación del modelo para un país genérico i .

La curva IS dinámica refleja la evolución de la brecha del producto interno:

$$y_{it} = \beta_{i,1}y_{it-1} + \beta_{i,2}y_{it+1} - \beta_{i,3}r_{it-1} + \beta_{i,4} \sum_j w_{i,j4} z_{j,t-1} + \beta_{i,5} \sum_j w_{i,j5} y_{j,t-1} + \varepsilon_{i,t}^y \quad (1)$$

La brecha del producto interno (y) depende de la brecha de tasa de interés real (r), la brecha del tipo de cambio real efectivo (z), el producto extranjero (y_j) y un shock (ε^y). La introducción de un término rezagado da como resultado una estructura dinámica que tiene en cuenta las rigideces reales y permite que los shocks tengan efectos persistentes. El término futuro captura las expectativas sobre la evolución de la demanda agregada. La brecha del producto extranjero se define como el promedio ponderado de las brechas del producto extranjero rezagadas, en las

que las ponderaciones (ω_{ij}) son los cocientes de exportaciones del país i al país j . La variable de la brecha del tipo de cambio real efectivo se calcula como el promedio ponderado de las brechas de tipo de cambio real de los países extranjeros a los que exporta la economía i . Para la ecuación que representa la brecha del producto de Estados Unidos, tomamos la especificación del GPM, que incluye una variable financiera entre sus determinantes. Esta variable mide el endurecimiento de las condiciones crediticias imperantes en los préstamos bancarios (*Bank Lending Tightening, BLT*, por sus siglas en inglés)⁹

La brecha de desempleo (u) está representada por:

$$u_{it} = \alpha_{i,1}u_{it-1} + \alpha_{i,2}y_{it-1} + \varepsilon_{i,t}^u \quad (2)$$

Esta ecuación es una versión dinámica de la ley de Okun, en la que la brecha de desempleo es función del valor del desempleo de un período anterior, la brecha del producto del período corriente y un shock (ε^u).

La curva de Phillips dinámica refleja la evolución de la inflación:

$$\begin{aligned} \pi_{it} = & \lambda_{i,1}\pi_{i,t+4} + (1 - \lambda_{i,1})\pi_{i,t-1} \\ & + \lambda_{i,2}y_{i,t-1} + \lambda_{i,3} \sum_j w_{i,j,3} \Delta Z_{i,j,t} \\ & + \varepsilon_{i,t}^\pi \end{aligned} \quad (3)$$

La inflación depende de la inflación esperada y rezagada, la brecha del producto, la variación del tipo de cambio efectivo del país i y shock (ε^π). El tamaño de λ_7 mide la ponderación relativa de los componentes prospectivos del proceso inflacionario en comparación con los elementos retrospectivos. Entre los elementos retrospectivos

⁹ La variable *BLT* es construida a partir del promedio de las respuestas a cuatro preguntas sobre el endurecimiento de las condiciones de préstamo que se presentan en el reporte de la Reserva Federal sobre la encuesta efectuada con los oficiales de crédito en los bancos.

se cuentan los sistemas de indexación directa e indirecta en función de la inflación pasada y la proporción de agentes que basan sus decisiones de fijación de precios en base a expectativas de inflación futura en relación a los que hacen sus decisiones basados sobre la inflación pasada. Una proporción elevada de agentes que decide en relación a la inflación pasada se asocia con un bajo nivel de credibilidad. Al igual que en el caso de la ecuación de la brecha del producto, los movimientos del tipo de cambio también afectan la inflación interna modificando el costo del componente de bienes importados del índice de precios al consumidor. Los efectos de las variaciones en el tipo de cambio para el país i se definen como la variación de la moneda i en relación con el dolar de EE.UU. menos la variación en la moneda j en relación con el dolar de EE.UU. Las ponderaciones de las variaciones de los tipos de cambios reales bilaterales se basan en las importaciones que llegan al país i procedentes del país j .

La función de reacción de la política monetaria es una regla de tipo Taylor y determina la tasa de interés nominal:

$$\begin{aligned} I_{it} = & (1 - \gamma_{i,1}) \left[\bar{R}_{i,t} + \pi_{i,t+3} + \gamma_{i,2} \right. \\ & \left. \left(\pi_{i,t+3} - \pi_i^{obj} \right) + \gamma_{i,4} y_{i,t} \right] \\ & + \gamma_{i,1} I_{it-1} + \varepsilon_{i,t}^I \end{aligned} \quad (4)$$

La tasa de política monetaria es función de su propio rezago, que caracteriza los conocidos atributos de suavización de las respuestas de política, las respuestas del banco central a la brecha del producto y a las desviaciones de la inflación esperada respecto de la inflación objetivo. La tasa de interés que se desprende de esta ecuación caracteriza el tipo de régimen de fijación de metas de inflación en que la meta se basa en el pronóstico de la inflación, ya que el banco central reacciona ante la inflación esperada para tres trimestres a futuro en vez de la inflación observada. A largo plazo, sin brecha del producto, y con la inflación en su meta, el objetivo de los

bancos centrales es la fijación de la tasa de interés en su nivel “neutral” (la tasa de interés real de equilibrio más la meta de inflación).

La paridad descubierta de la tasa de interés (ecuación 5):

$$4(Z_{i,t+1}^e - Z_{it}) = (R_{it} - R_{us,t}) - (\bar{R}_{i,t} - \bar{R}_{us,t}) + \varepsilon_{i,t}^{Z^e} \quad (5)$$

Esta versión de la paridad descubierta de la tasa de interés expresada en términos reales indica que la diferencia entre el tipo de cambio real de la moneda i (Z) y su valor esperado para el siguiente trimestre es igual a la diferencia entre la tasa real (R) del país i y la de Estados Unidos, menos la diferencia entre las tasas de interés reales de equilibrio (\bar{R}) de los dos países.

Estas ecuaciones de comportamiento, y los procesos estocásticos para el producto potencial, el crecimiento del PIB real, el desempleo, las tasas de interés reales y los tipos de cambio reales complementan la especificación del modelo.

Estimación

El GPM se estimó con técnicas bayesianas para un agregado de países de América Latina que adoptan regímenes de metas de inflación (LA5), Estados Unidos, la zona del euro y Japón. La estimación abarca el período que va desde el cuarto trimestre de 2001 al primero de 2008 inclusive¹⁰. El modelo se estimó con información de cinco variables observables: el PIB real, la tasa de desempleo, la inflación del IPC, la tasa de interés de política y el tipo de cambio de la moneda del país en relación con el dólar de EE.UU.

Como se explica en Carabenciov y otros (2008a 2008b), las técnicas bayesianas de estimación se ubican en un punto medio entre los métodos

¹⁰ Este agregado LA5 (cinco países de América Latina que aplican regímenes de metas de inflación) representa 7,5% del producto mundial y 73% del producto de la región.

econométricos clásicos y el enfoque de calibración que se emplea en los modelos macroeconómicos. En este sentido, la ventaja del enfoque bayesiano es asignar una determinada ponderación a los supuestos que definen de antemano los investigadores (establecidos según un modelo subjetivo) y otra a los datos. Estos métodos son una manera muy eficiente de imponer restricciones entre las distintas ecuaciones a fin de generar un modelo cuya dinámica sea plausible y sus propiedades para pronosticar tengan sentido, lo cual es especialmente útil cuando se tiene muestras pequeñas.

Determinantes de las expectativas de inflación

Las respuestas de las expectativas a la inflación observada, presentadas en el gráfico del texto principal, se basan en un conjunto de datos de panel semestrales correspondientes a 21 economías emergentes. Estos datos corresponden al período que comienza en 2003. El ejercicio se basa en uno idéntico analizado en la publicación del FMI *Perspectivas de la economía mundial*, de abril de 2008. El ejercicio relaciona los cambios en la inflación esperada con los cambios efectivos en la inflación general y la inflación subyacente¹¹.

$$\begin{aligned} \Delta\pi_{i,t}^e &= \lambda_i + \theta\Delta\pi_{i,t}^{general} + \varepsilon_{i,t} \\ \Delta\pi_{i,t}^e &= \mu_i + \alpha\Delta\pi_{i,t}^{subyacente} + \nu_{i,t} \end{aligned} \quad (6)$$

En estas ecuaciones, $\Delta\pi$ denota las primeras diferencias en la inflación esperada para distintos horizontes (para 1, 3, 5 y 6–10 años más adelante) y la inflación observada (general y subyacente), en puntos porcentuales. Los datos sobre las expectativas de inflación provienen de *Consensus Economics* y se basan en encuestas de pronosticadores profesionales que se publican dos veces por año, en marzo–abril y en septiembre–octubre. A fin de mantener la correspondencia con esa frecuencia de publicación, los datos sobre la inflación observada se refieren al primer y al tercer trimestre de cada año y se miden en términos de la inflación año a año. La ecuación también incorpora efectos fijos por país y año, y

¹¹ Véanse análisis similares en Goretti y Laxton (2005).

una variable ficticia que representa a los países de América Latina que aplican regímenes de metas de

inflación. Los resultados informados solo tienen en cuenta los coeficientes que son significativos estadísticamente en el nivel de 10%.

IV. Precios elevados de alimentos y los hogares vulnerables: Opciones de política fiscal

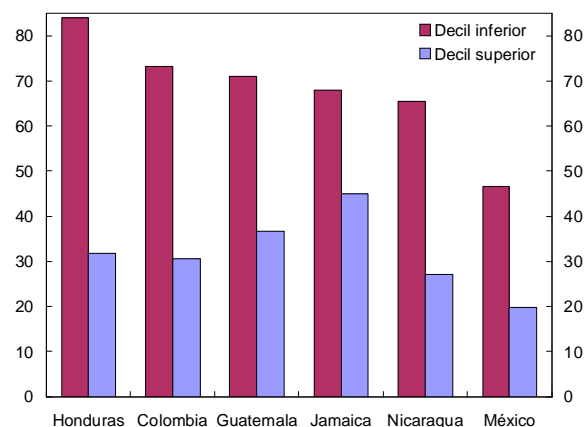
Los precios elevados de los alimentos abren un debate sobre la respuesta de política

El fuerte aumento de los precios de los alimentos registrado desde 2006 hasta mediados de 2008 ha generado un debate sobre cómo amortiguar los efectos negativos para los hogares de bajo ingreso, que por lo general dedican un porcentaje mayor de sus presupuestos a la alimentación. De hecho, el BID y el Banco Mundial estiman que, como consecuencia de esta escalada de precios, muchos países pueden haber perdido el terreno que le ganaron a la pobreza en la última década (recuadro 4.1).

Las autoridades de la región han adoptado una variedad de medidas para tratar de mitigar el impacto del alza de precios de los alimentos en los pobres (recuadro 4.2), desde disposiciones administrativas (por ejemplo, controles de precios, cupos de exportación) hasta políticas de impuestos y gastos (por ejemplo, recortes de las tasas de los impuestos indirectos y ampliación de las redes de protección social). Estas medidas no acarrear los mismos costos en términos fiscales y de eficiencia, ni llegan con la misma eficacia a los hogares más expuestos al encarecimiento de los alimentos.

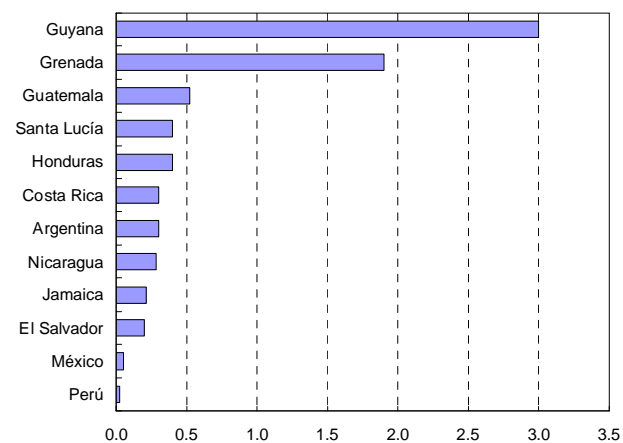
En la mayoría de los países, el costo fiscal de la respuesta al alza de precios de los alimentos por el momento ha sido limitado. Se estima que Guyana y Granada destinarán 2–3% del PIB en 2008, mientras que en la mayor parte de los demás países el costo adicional proyectado es de 0,2% del PIB. Comparados con los de otras regiones, los países de ALC recurrieron más al recorte de

Consumo de alimentos por decil
(Porcentaje del consumo total)



Fuente: Robles y otros (2008).

Costo fiscal de las políticas adoptadas ante el shock de precios de alimentos
(Porcentaje del PIB)^{1/}



Fuentes: Autoridades nacionales; y cálculos del personal técnico del FMI.
1/ Costo proyectado para el 2008. Incluye subsidios, recortes de impuestos, transferencias y otras medidas.

Nota: Este capítulo fue preparado por Francisco Arias-Vazquez, Ana Corbacho y Priyadarshani Joshi.

Recuadro 4.1. Impacto del encarecimiento de los alimentos en la pobreza

De acuerdo con el Banco Interamericano de Desarrollo, la región de ALC experimentará un aumento significativo de la pobreza si no se toman medidas para compensar el impacto del encarecimiento de los alimentos. Las estimaciones sugieren que si no se toman medidas compensatorias más de 26 millones de personas podrían caer en la indigencia si los precios de los alimentos se mantienen elevados (IDB, 2008). Los países de América Central y el Caribe, que importan grandes cantidades de alimentos, correrían el mayor riesgo de que se agudice la pobreza. Las estimaciones se hicieron en base a un escenario extremo para ilustrar las graves consecuencias en los niveles de pobreza si no se toman medidas eficaces¹.

Varios estudios realizados por el Banco Mundial confirman el impacto adverso del encarecimiento de los alimentos en la pobreza. Según un índice de precios para los pobres de 12 países de la región de ALC elaborado por el Banco Mundial (2008a), en 2007 la tasa de inflación efectiva que experimentaron los hogares pobres superó la tasa nacional en la mayoría de los países, por un margen de hasta 3 puntos porcentuales. Dessus, Herrera y de Hoyos (2008) simulan el impacto de primera ronda de un shock de inflación de precios de los alimentos en una muestra de 72 países en desarrollo. Su escenario central calcula que en los países más afectados un aumento de los precios del 20% hace subir las tasas de pobreza cuatro puntos porcentuales en promedio. Estas estimaciones se centran exclusivamente en las poblaciones pobres urbanas y hacen abstracción del impacto positivo que puede tener el encarecimiento de los alimentos en el ingreso agrícola de los productores de alimentos. En base a datos de encuestas de hogares, Ivanic y Martin (2008) estiman el impacto del alza de precios de varios productos agrícolas básicos en nueve países en desarrollo (incluidos Bolivia, Nicaragua y Perú en ALC), teniendo en cuenta los efectos en el ingreso de los productores de alimentos y la mano de obra no calificada. Estos autores concluyen que un aumento de precios del 10% haría subir la tasa de pobreza 0,4 puntos porcentuales en promedio.

En este capítulo ampliamos los análisis precedentes evaluando los costos y los beneficios de distintas políticas fiscales a las que se podría recurrir para mitigar el efecto del encarecimiento de los alimentos en el bienestar.

En base a datos de encuestas de hogares mexicanos y nicaragüenses, calculamos las pérdidas de bienestar ocasionadas por el aumento de los precios internos de los alimentos, teniendo en cuenta los patrones de consumo y producción de alimentos de los hogares, su ubicación en el sector urbano o rural, su posición en la distribución del bienestar y su acceso a redes de protección social y medidas de alivio organizadas por el gobierno.

Nota: Este recuadro fue preparado por Ana Corbacho.

¹ Los autores del estudio asumieron un aumento del 30% del precio del maíz, el arroz, el trigo, la soja, el azúcar y la carne vacuna, un traspaso total del aumento de los precios internacionales a los consumidores, y ningún cambio en los hábitos de consumo y producción frente a las señales de precios.

Recuadro 4.2. Políticas adoptadas para aliviar los efectos del encarecimiento de los alimentos

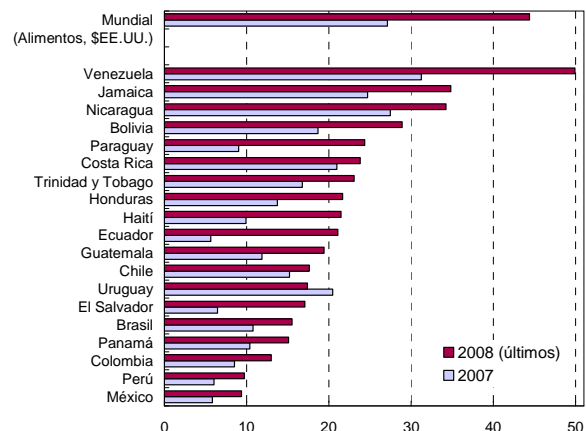
Entre las diversas medidas adoptadas para suavizar el impacto del alza de precios de los alimentos cabe mencionar:

- **Recortes de impuestos.** Muchos países (Belice, Bolivia, Brasil, Ecuador, México, Perú y la mayoría de los países de la CARICOM y de América Central) redujeron los aranceles a la importación de importantes alimentos básicos. Brasil, Dominica, Guyana y San Vicente y las Granadinas redujeron o eliminaron las tasas del IVA aplicado a ciertos alimentos, en tanto que Panamá bajó los impuestos sobre la renta de la población de bajo ingreso.
- **Subsidios de precios.** La República Dominicana, Ecuador, Guyana y Jamaica establecieron subsidios de precios para los alimentos o ampliaron los existentes. El gobierno de Panamá ha estado importando y vendiendo arroz, trigo, aceite vegetal y pescado enlatado en cantidades limitadas a precio de costo, y el de Nicaragua ha estado utilizando centros estatales de comercialización para distribuir alimentos subsidiados.
- **Redes de protección social.** Las intervenciones van desde la distribución directa de alimentos (Granada, Guatemala y Perú) hasta la ampliación de las transferencias de efectivo focalizadas (Barbados, Belice, Brasil, Chile, Costa Rica, El Salvador, México, Jamaica, Trinidad y Tobago y Panamá), seguridad alimenticia (Argentina y Guatemala), comedores escolares (Haití y Nicaragua) y programas de alimentos a cambio de trabajo (Brasil).
- **Controles de precios.** México concertó un acuerdo voluntario con productores privados para poner un tope al precio de las tortillas después de las protestas de comienzos de 2007. Guatemala también anunció algunos acuerdos voluntarios de precios. Ecuador ha estado regulando el precio de la leche y Bolivia reemplazó la prohibición a la exportación de aceite vegetal por un tope de precios.
- **Restricciones comerciales.** Argentina ha impuesto restricciones transitorias a la exportación de carne vacuna, granos y lácteos. Varios países instituyeron pequeñas restricciones a la exportación de determinados productos, como el arroz (Bolivia, Brasil, Ecuador, Honduras y Suriname), y otros liberalizaron las restricciones a la importación (Guyana, Nicaragua y Panamá).
- **Fomento de la producción agrícola.** Muchos gobiernos suministraron insumos (como semillas y fertilizantes), otorgaron créditos subsidiados y mejoraron el aseguramiento de cultivos (Bolivia, Brasil, Costa Rica, El Salvador, Guatemala, Haití, Honduras, Nicaragua y Panamá). En México, una nueva iniciativa pública-privada (FONAMU) ampliará el acceso de los productores de maíz y frijoles al financiamiento.
- **Otras medidas.** Las Bahamas, Belice, Dominica, El Salvador, Guyana, Panamá y Saint Kitts y Nevis aumentaron los salarios o las pensiones. Honduras amplió la reserva estratégica de granos, y Venezuela incrementó la asistencia en el marco de la ALBA y comprometió US\$100 millones para un fondo de seguridad alimenticia.

Nota: Este recuadro fue preparado por Eva Jenkner.

Inflación de precios de alimentos en ALC

(Porcentaje; fin de período)



Fuentes: Autoridades nacionales; *Perspectivas de la economía mundial*; y Haver Analytics.

México y Nicaragua: Características claves

(Porcentaje, salvo indicación contraria)

| | México | Nicaragua |
|---|--------|-----------|
| Inflación (dic. '06-abr. '08) | 5,5 | 24,4 |
| Inflación de precios de alimentos (dic. '06-abr. '08) | 8,8 | 32,9 |
| Proporción de alimentos en el IPC | 22,7 | 41,8 |
| Pobreza 1/ | 20,7 | 48,3 |
| Pobreza extrema 1/ | 13,8 | 17,2 |
| PIB per cápita (2007 \$EE.UU.) | 8478,7 | 945,5 |
| Número de hogares en la muestra | 20326 | 6732 |
| de los cuales: porcentaje rural | 26,5 | 49,1 |

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

1/ Porcentaje de personas bajo la línea de pobreza basado en definiciones nacionales. Para México, pobreza se refiere al concepto de habilidades y extrema pobreza al concepto de alimentación.

impuestos y aranceles que al aumento de subsidios para los alimentos¹².

Dada esta evidencia, el presente capítulo se plantea dos interrogantes: 1) ¿cuál es la magnitud del efecto que el encarecimiento de los alimentos produce en el bienestar de los hogares y su distribución?¹³, y 2) ¿cuál es la eficacia en términos de costos de las diferentes políticas fiscales que podrían mitigar los efectos sociales adversos de la inflación de precios de los alimentos?

Basados en datos de encuestas de hogares de México y Nicaragua, los resultados muestran que el aumento reciente de los precios internos de los alimentos reduciría significativamente el consumo real de los hogares más pobres. Por supuesto, los efectos varían ampliamente dentro de la región. Mientras que la inflación anual de los precios de alimentos alcanzó 10% en México y Perú, en Nicaragua y Venezuela superó el 30%. Los países caribeños también registraron alzas considerables¹⁴.

El análisis sugiere que los hogares urbanos en el extremo inferior de la distribución serían los más afectados. Si no se adopta ninguna política para hacerle frente, el alza de los precios de los alimentos registrada desde fines de 2006 hasta mediados de 2008 implicaría una reducción del consumo real de los hogares urbanos del 16% en Nicaragua y del 3% en México. La población rural pobre estaría relativamente más protegida porque suele producir alimentos, lo cual ayuda a suavizar el impacto del alza de los precios.

Incrementar las transferencias focalizadas a los hogares sobresale como la política más eficaz para aliviar esta carga. Además, permite compensar a los hogares por debajo de la línea de pobreza extrema por gran parte de la pérdida del consumo

¹² Sin embargo, se proyecta que el costo fiscal de los subsidios para combustibles promediara 1,8% del PIB en la región de ALC. Para más detalles, véase FMI (2008a).

¹³ Nuestro indicador de bienestar es el consumo per cápita de los hogares.

¹⁴ Véase el recuadro 2.5 del capítulo II, que contiene una descripción de las tendencias inflacionarias en el Caribe.

real a un costo fiscal relativamente bajo. Otras medidas, como los subsidios o los controles de precios, son más difíciles de focalizar correctamente y pueden acarrear distorsiones que generan costos a largo plazo. Por ejemplo, los subsidios distorsionan las señales de precios y pueden debilitar la respuesta de la oferta de alimentos, ejerciendo una presión alcista sobre los precios a mediano plazo. Sin embargo, surge una disyuntiva importante con la cobertura de los hogares vulnerables. Mientras que los subsidios o los recortes de los aranceles a la importación garantizan una cobertura casi universal de las familias de bajo ingreso, los programas de transferencia ofrecen una cobertura más limitada.

En el resto del capítulo se analiza, primero, cuáles son los hogares más damnificados por el encarecimiento de los alimentos. A continuación se evalúa la eficacia en términos de costos de diferentes instrumentos de política fiscal a los que se podría recurrir para proteger a los más vulnerables. La última sección concluye.

La inflación de precios de los alimentos puede tener efectos importantes en el bienestar de los hogares

Este estudio se basa en datos de encuestas de hogares porque los efectos de los precios de los alimentos pueden variar significativamente entre diferentes grupos de la población: los hogares gastan proporciones diferentes de sus presupuestos en alimentación y consumen diferentes tipos de alimentos. A diferencia de otros estudios que se concentran en el consumo de alimentos, el nuestro tiene en cuenta también su producción. Es importante estimar el consumo neto de alimentos de cada hogar ya que algunos —sobre todo en el sector rural— producen alimentos, lo que puede amortiguar el impacto del alza de los precios.

Seleccionamos dos países—México y Nicaragua— que difieren en muchos aspectos y cubren un espectro útil para evaluar la eficacia de

las políticas fiscales¹⁵. Simulamos el efecto que tuvieron en el consumo real de los hogares los aumentos de los precios internos de los alimentos entre fines de 2006 y abril de 2008 (alrededor de 9% en México y 30% en Nicaragua).

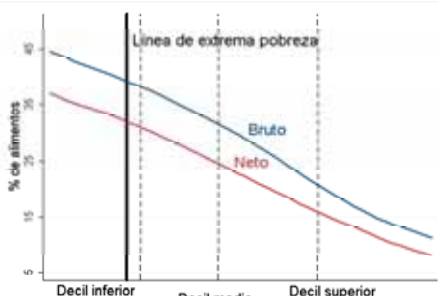
Nos concentramos en el impacto a corto plazo del encarecimiento de los alimentos. En las estimaciones, se supone que los patrones de consumo y producción se mantienen inalterados. Sin embargo, con el correr del tiempo los hogares probablemente cambien sus patrones para amortiguar las pérdidas de consumo real. También hacemos abstracción de los efectos indirectos que el alza de los precios de los alimentos puede tener en los salarios y el empleo, y no consideramos ninguna política adoptada como respuesta en los escenarios de base. Por lo tanto, el impacto a corto plazo debería interpretarse como un límite superior de la pérdida mundial de consumo real. La metodología utilizada se explica en el apéndice 4.1 y en Arias-Vazquez, Corbacho y Joshi (2008).

Como era de esperar, el porcentaje del consumo dedicado a la alimentación sin tener en cuenta la producción de alimentos (el “porcentaje bruto dedicado a alimentos”) disminuye con el nivel de bienestar: los hogares que están en el extremo inferior de la distribución dedican una proporción mayor de sus presupuestos a la alimentación que los hogares en el extremo superior. Los porcentajes brutos dedicados a alimentos son más elevados en Nicaragua —el más pobre de los dos países— que en México a lo largo de toda la distribución. Análogamente, los porcentajes brutos dedicados a alimentación son más elevados en el sector rural que en el sector urbano en ambos países, ya que las poblaciones rurales tienden a ser más pobres.

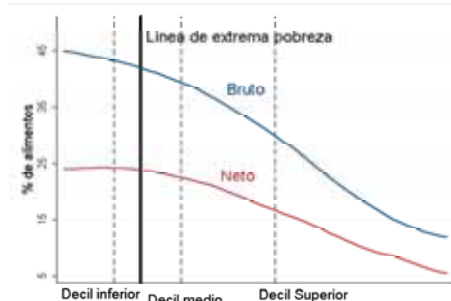
¹⁵ En el caso de México, la base de datos es Encuesta Nacional de Ingreso Gasto de los Hogares (ENIGH) 2006, y en el de Nicaragua, Encuesta Nacional de Medición de Niveles de Vida (EMNV) 2005.

Consumo de alimentos por decil
(Porcentaje del consumo total)

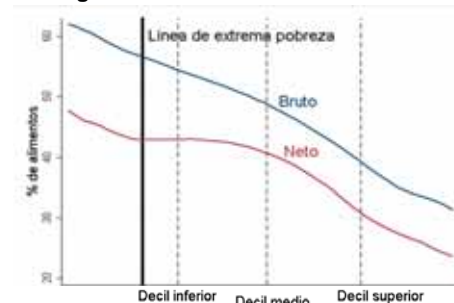
México: Sector urbano



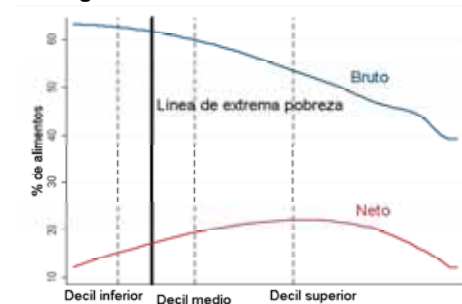
México: Sector rural



Nicaragua: Sector urbano



Nicaragua: Sector rural



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI basados en ENIGH 2006 y ENMV 2005.

Sin embargo, la situación cambia cuando se analiza el porcentaje del consumo dedicado a la alimentación teniendo en cuenta la producción de alimentos (el “porcentaje neto dedicado a alimentos”). En este caso los hogares urbanos de bajo ingreso también están más expuestos al aumento de los precios que los hogares más prósperos. Pero los hogares rurales en los extremos inferior y superior de la distribución están más protegidos gracias a que su nivel de producción de alimentos es más elevado. En Nicaragua, los hogares rurales que se encuentran en el medio de la distribución resultan ser más vulnerables.

Incluso si se tienen en cuenta las ventajas para los productores de alimentos, el alza de los precios tiene un efecto significativo en los niveles de bienestar de los hogares de bajo ingreso. Si se considera el porcentaje neto dedicado a alimentos, el aumento de precios registrado desde 2006 implicaría una disminución de casi 16% del consumo real de los hogares urbanos que ocupan el decil inferior en Nicaragua, en tanto que para los hogares en el decil superior la disminución es del orden del 8%. Como cabe esperar, la pérdida de consumo estimada en el sector rural es considerable, pero menos de la mitad que en el sector urbano. En México, se estima que las pérdidas de consumo son menos graves porque la inflación de los precios de los alimentos es menor y porque los alimentos absorben un porcentaje más pequeño del presupuesto de los hogares. Las pérdidas de consumo real más marcadas las experimentan los hogares de bajo ingreso: alrededor de 3% en el sector urbano y 2% en el sector rural.

La política fiscal puede ayudar a aliviar la carga sobre los pobres

El reto primordial es implementar políticas bien focalizadas que puedan alcanzar a la mayoría de los hogares vulnerables a un costo fiscal razonable. Una característica común a ambos países es una desigualdad de ingresos relativamente alta: el consumo per cápita de los

hogares que ocupan los dos deciles inferiores representa alrededor de 7% del ingreso nacional. Por lo tanto, en vista del grado de desigualdad del ingreso, las fuertes pérdidas de consumo de los hogares más vulnerables no representan un porcentaje sustancial desde el punto de vista del ingreso agregado. De hecho, para contrarrestar totalmente los efectos del encarecimiento de los alimentos en las poblaciones por debajo de la línea de pobreza extrema se necesitarían recursos fiscales no muy sustanciales: 0,8% del ingreso nacional en Nicaragua y 0,1% en México.

Para evaluar el aspecto de la focalización, examinamos información sobre una variedad de programas sociales del gobierno contenida en las encuestas de los hogares, lo cual nos permitió simular el impacto distributivo de distintas políticas fiscales. Los escenarios están calibrados para que los costos de las diferentes políticas sean comparables en cada país. En México, el costo es pequeño, de alrededor del 0,1% del ingreso nacional. En Nicaragua es más alto y ronda el 1% del ingreso nacional, dado a que las pérdidas de consumo son más grandes¹⁶.

Evaluamos tres instrumentos fiscales principales:

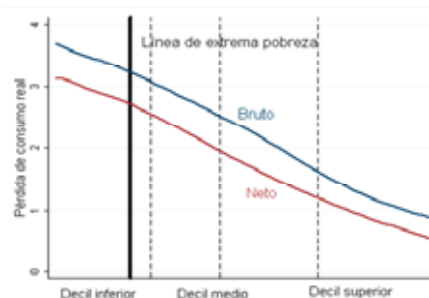
1) *Transferencias a los hogares*. Analizamos un aumento de las transferencias a los hogares que participan en el programa para compensar las pérdidas de consumo¹⁷. En México, analizamos un aumento de las transferencias condicionales de efectivo del programa *ProgresA/Oportunidades*, la política aplicada efectivamente por las

¹⁶ Estas cifras representan el costo de compensar las pérdidas de consumo, haciendo abstracción de otros aspectos de la eficiencia. En el caso de las transferencias, los principales costos de eficiencia tienen que ver con los arreglos administrativos; en el de los subsidios, con los costos hundidos comunes, y en el de los recortes arancelarios, con la elasticidad de las importaciones. Por su parte, los recortes arancelarios también incrementan la eficiencia, ya que los aranceles distorsionan las corrientes de comercio internacional.

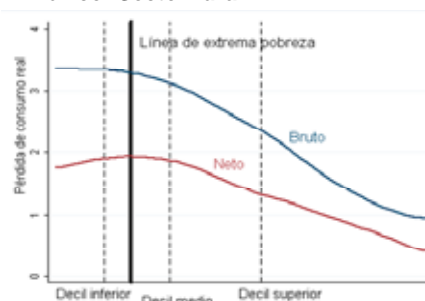
¹⁷ Se compensan 40% de las pérdidas de consumo para que los costos entre un escenario y otro sean comparables.

Pérdida de consumo real por decil (Porcentaje del consumo total)

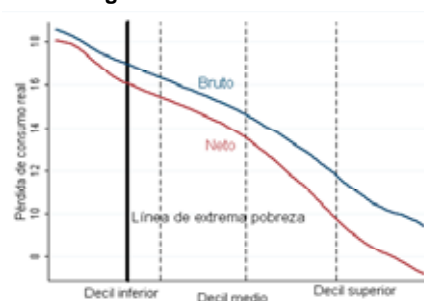
México: Sector urbano



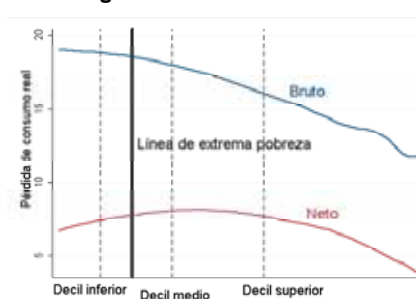
México: Sector rural



Nicaragua: Sector urbano



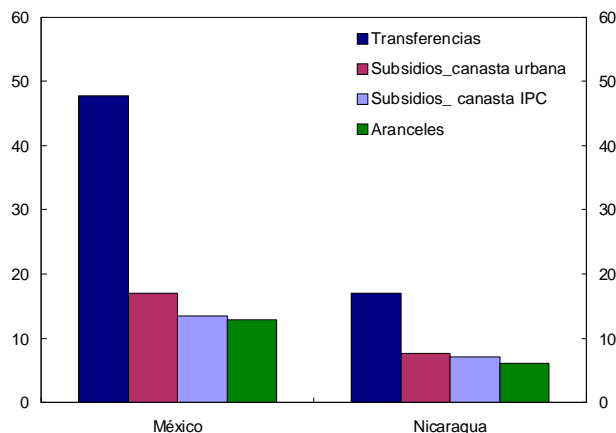
Nicaragua: Sector rural



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI basados en ENIGH 2006 y ENMV 2005.

Beneficios para los dos deciles inferiores

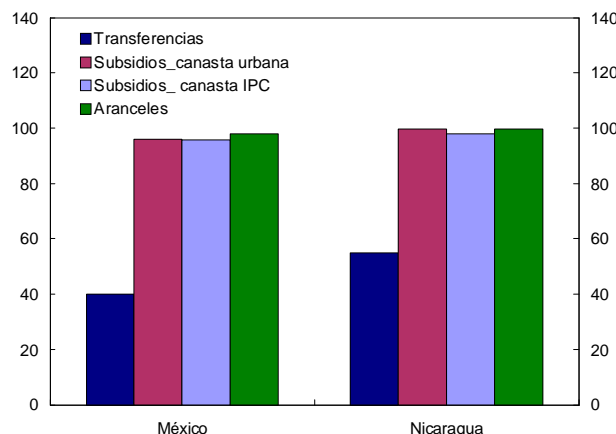
(Porcentaje del total de beneficios del programa)



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI basados en ENIGH 2006 y EMNV 2005.

Cobertura de hogares en los dos deciles inferiores

(Porcentaje del total de hogares en los dos deciles inferiores)



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI basados en ENIGH 2006 y EMNV 2005.

autoridades¹⁸. Como Nicaragua no tiene un programa de transferencias condicionales de efectivo, en su lugar analizamos un aumento del programa de comedores escolares, que fue una de las respuestas frente al shock de precios de los alimentos.

2) *Subsidios de precios*. Estimamos el impacto que tendría en el bienestar el establecimiento de subsidios de precios para cinco alimentos. Un escenario contempla los cinco alimentos con la ponderación más alta dentro de la canasta de consumo nacional, y el otro, los que tienen la ponderación más alta dentro de la canasta de consumo de los hogares urbanos pobres¹⁹. El segundo escenario pretende focalizar mejor los subsidios en la canasta de consumo de los hogares más vulnerables.

3) *Recortes de los aranceles de importación*. Simulamos el impacto de eliminar los aranceles a la importación de materias primas alimenticias que revisten una importancia crítica para los hogares pobres. Se redujeron los precios internos de alimentos similares para reflejar la disminución del costo de importación, suponiendo que los precios de importación se traspasan a los precios internos según estimaciones específicas para cada país (recuadro 4.3).

Las simulaciones muestran que las transferencias a los hogares son el instrumento más eficaz en términos de costos para llegar a los hogares vulnerables. En México, el programa de transferencias condicionales de efectivo está sustancialmente mejor focalizado que los aranceles y los subsidios. Más del 50% de sus prestaciones llegarían a manos de los hogares que ocupan los dos deciles inferiores, en comparación con menos del 20% con los otros instrumentos. En Nicaragua, el programa de comedores escolares

¹⁸ Las transferencias del programa *Oportunidades* suben automáticamente según la inflación de precios de una canasta básica de bienes, y aumentaron un monto adicional en mayo de 2008.

¹⁹ El nivel de los subsidios de precios pretende reducir las tasas de inflación de estos productos en un 30%.

Recuadro 4.3. El recorte de los aranceles de importación, ¿puede abaratar los alimentos en la región?

Los países se han planteado recortes selectivos de los aranceles a la importación de productos agrícolas con el fin de reducir los precios internos de los alimentos. En Nicaragua, las autoridades han bajado o suspendido provisionalmente los aranceles aplicados a productos básicos de importancia crítica desde fines de 2007, cuando varias catástrofes naturales azotaron el país. En México, el TLCAN ya había suprimido la mayor parte de las barreras al libre comercio con Estados Unidos, y México decidió eliminar las restricciones transitorias —que afectaban a ciertos productos agrícolas— en 2007, un año antes de lo dispuesto en el tratado.

Sin embargo, es posible que las reducciones arancelarias tengan apenas un impacto parcial en los precios internos. Sus efectos estarían sujetos al mismo “traspaso” parcial que ocurre cuando fluctúan los precios mundiales de las materias primas. Además, aun si la reducción de los aranceles de importación pudiera contribuir a la baja de los precios internos, sus efectos bien podrían quedar eclipsados por una fuerte escalada de los precios mundiales de las materias primas. Para cuantificar la magnitud del traspaso de los precios mundiales de las materias primas a los precios internos preparamos un modelo vectorial de corrección de error. En el caso de algunos alimentos básicos, como el maíz en México, el traspaso es prácticamente completo, aunque el proceso tarda más de dos años. En el caso de la leche en polvo, el traspaso a los precios internos de los lácteos es considerablemente más bajo y lleva mucho más tiempo. En Nicaragua, el traspaso también es relativamente bajo en todos los productos de la muestra, pero en general el proceso es más rápido que en México.

México: Efecto de traspaso de precios de materias primas (Porcentaje, salvo indicación contraria)

| | Arancel 1/ | | Traspaso 2/ | Período de vida media (Trimestres) |
|----------------|------------|------------|-------------|------------------------------------|
| | 2007 | Simulación | | |
| Maíz | 18,2 | 0,0 | 0,9 | 8,1 |
| Leche en polvo | 20,0 | 0,0 | 0,3 | 17,4 |

Fuentes: Base de datos TRAINS; y autoridades nacionales.

1/ Arancel por encima de la cuota durante TLCAN antes de su eliminación en 2007.

2/ Impacto de la reducción de precios de materias primas de un punto porcentual sobre los precios internos de alimentos similares. Estimados por un modelo de vector de corrección de errores. El período corresponde de 1998T1 hasta 2007T4.

Nicaragua: Efecto de traspaso de precios de materias primas (Porcentaje, salvo indicación contraria)

| | Arancel 1/ | | Traspaso 2/ | Período de vida media (Trimestres) |
|----------------|------------|------------|-------------|------------------------------------|
| | 2007 | Simulación | | |
| Maíz | 11,6 | 0,0 | 0,5 | 2,5 |
| Arroz | 61,2 | 0,0 | 0,6 | 5,6 |
| Harina | 10,0 | 0,0 | 0,5 | 15,8 |
| Frijol | 30,0 | 0,0 | 0,5 | 5,6 |
| Aceite vegetal | 5,0 | 0,0 | 0,4 | 5,8 |

Fuentes: Base de datos TRAINS; y autoridades nacionales.

1/ No aplican a CAFTA y a otros tratados preferenciales.

2/ Impacto de la reducción de precios de materias primas de un punto porcentual sobre los precios internos de alimentos similares. Estimados por un modelo de vector de corrección de errores. El período corresponde de 1998T1 hasta 2000T4.

Varios factores explican el hecho de que el traspaso sea incompleto y rezagado. Las materias primas son apenas uno entre tantos otros insumos dentro de la estructura de producción de las empresas que venden alimentos a nivel minorista. Por lo tanto, las variaciones del costo de las materias primas como insumos pueden quedar absorbidas por varios márgenes que varían según el país y el sector. El bajo grado de traspaso también puede ser indicio de imperfecciones importantes del mercado interno, tales como una infraestructura deficiente de transporte y distribución que aísla a las comunidades del comercio internacional, insuficiente competencia entre proveedores nacionales, y políticas que restringen la importación. Todos estos factores pueden actuar al mismo tiempo y reforzarse mutuamente. Aunque quizá lleve tiempo solucionar algunos de estos problemas, los países de la región que continúan restringiendo duramente la importación agrícola podrían replantearse esas políticas, especialmente en su caso una liberalización profunda de ciertas restricciones podría reducir significativamente los precios internos de los alimentos, aun si el traspaso es solo parcial.

Nota: Este recuadro fue preparado por Ana Corbacho y Volodymyr Tulin.

también está mejor focalizado, pero la diferencia no es tan notable como en el caso de México. Alrededor del 20% de las prestaciones del programa beneficiarían a los hogares pobres, en comparación con menos del 10% en el caso de los aranceles y los subsidios. Dentro de los escenarios de subsidios, seleccionar los alimentos que más importancia tienen para las poblaciones pobres urbanas incrementa los beneficios para los hogares más vulnerables de manera eficaz en términos de costos.

La desventaja es que los programas de transferencias tienen un alcance más limitado. En México, las encuestas de hogares indican que el programa *Oportunidades* beneficia al 40% de los hogares que ocupan los dos deciles más bajos²⁰. En Nicaragua, alrededor del 55% de los hogares que ocupan los dos deciles más bajos se benefician del programa de comedores escolares²¹. Los subsidios y los recortes arancelarios, por el contrario, podrían beneficiar a todas las familias que consumen los alimentos básicos seleccionados. Obviamente, esta cobertura más amplia de los hogares pobres extiende los beneficios a los hogares ricos también.

Conclusiones

En base a este análisis de encuestas recientes de hogares mexicanos y nicaragüenses, el aumento de los precios de los alimentos registrado desde 2006 produciría una reducción sustancial de los niveles de consumo real si no se adoptara ninguna política para hacerle frente. Los más vulnerables serían los hogares de bajo ingreso ubicados en zonas urbanas, así como los consumidores netos de alimentos en zonas rurales. Sin embargo, para proteger a los hogares por debajo de la línea de

pobreza extrema no se necesitarían recursos fiscales sustanciales, y el reto principal consiste en implementar políticas bien focalizadas que no ocasionen distorsiones.

La opción ideal es crear una red de protección social eficaz. Las simulaciones realizadas con los datos de México ponen de relieve los beneficios sustanciales de tener un programa de transferencias condicionales de efectivo que esté bien focalizado para brindar un alivio vital a los hogares vulnerables. Al mismo tiempo, al condicionar el apoyo financiero a la asistencia escolar y las visitas médicas, estas transferencias crean incentivos para invertir en el capital humano, reduciendo no solo la pobreza actual sino también la futura.

Sin embargo, lleva tiempo elaborar y poner en marcha programas de transferencias condicionales de efectivo. En los países que no cuentan con este tipo de programa se necesitan otros instrumentos a corto plazo. Como muestran los escenarios preparados para Nicaragua, incrementar las prestaciones de otras medidas focalizadas, como los programas de comedores escolares, también permite compensar las pérdidas de los hogares vulnerables de una manera eficaz en términos de costos.

Aún así, se plantea una disyuntiva difícil porque los programas de transferencia llegan a muchas menos familias. Por el contrario, los subsidios y los recortes arancelarios ofrecen una cobertura casi universal de los hogares que ocupan los deciles inferiores. En el futuro, una de las prioridades debería ser ampliar la cobertura de las redes de protección social, sobre todo en el sector urbano.

En ese sentido, los subsidios de precios pueden ser una manera de llegar a muchos hogares en el corto plazo, pero están mal focalizados, provocan un exceso de consumo y pueden ser difíciles de dismantelar. También plantean retos desde el punto de vista de la implementación y la vigilancia de su cumplimiento. En un plano más fundamental, los productores nacionales de

²⁰ De acuerdo con la documentación administrativa, la cobertura ronda el 70%.

²¹ Esto corresponde a la cobertura de todos los hogares en los dos deciles inferiores, incluso los que no tienen hijos o cuyos hijos no están matriculados en la escuela primaria. Si se incluyen únicamente los hogares con hijos escolarizados, la cobertura es de casi 80%.

alimentos se exponen a perder en un momento en que la inversión adicional es crítica para promover la respuesta de la oferta agrícola. Por último, los subsidios no ayudan a aliviar la pobreza futura. Es mejor considerarlos como una medida de alivio transitoria y reexaminarlos a medida que las redes de protección social se vuelven más efectivas.

La reducción de los aranceles de importación puede ser más benigna, sobre todo si forma parte de una reforma general del comercio internacional encaminada a fomentar la eficiencia económica. Sin embargo, como el traspaso de los costos de importación a los precios internos puede llevar un tiempo relativamente prolongado, es posible que el efecto de los recortes de los aranceles de importación en el bienestar social se manifieste recién a mediano plazo. En los países que imponen límites estrictos a la importación agrícola —en forma de cupos o cuotas arancelarias— la decisión de eliminarlos puede provocar una reducción más profunda de los precios internos de los alimentos.

Apéndice 4.1

Este capítulo trata sobre el impacto a corto plazo del alza de los precios de los alimentos. En las estimaciones, suponemos que los patrones de consumo y producción se mantienen inalterados. Las elasticidades de la demanda de los alimentos básicos consumidos por los hogares pobres se consideran pequeñas porque los pobres suelen consumir alimentos del tipo y la calidad menos costosos, lo cual no deja mucho margen para la sustitución. Además, cuando los precios de una amplia variedad de alimentos se mueven simultáneamente hay menos oportunidades de sustitución. Y como los hogares pobres por lo general tienen menos acceso al crédito, la tierra y la infraestructura, les resulta más difícil incrementar su propia producción de alimentos. Con todo, es probable que con el correr del tiempo los hogares comiencen a hacer sustituciones para compensar las pérdidas de consumo real causadas por el encarecimiento de

los alimentos. También hicimos abstracción de otros efectos indirectos en los salarios y el empleo, y no incluimos ninguna política adoptada como respuesta en las simulaciones de base. Por lo tanto, el impacto a corto plazo debería interpretarse como un límite superior de la pérdida mundial de consumo real.

En base a un modelo sencillo que reconoce el doble papel de los hogares como consumidores y productores de alimentos²², la siguiente fórmula representa una aproximación de primer orden de las pérdidas de consumo real causadas por una variación porcentual de los precios de los alimentos:

$$\Delta \ln C^h \approx \sum_i p_i (y^h - q^h) / c^h \Delta \ln p_i$$

siendo y^h la producción, q^h el consumo del alimento i por parte del hogar h y c^h el consumo total del hogar.

Por ende, como consecuencia de la variación de los precios de los alimentos los hogares se exponen a pérdidas en proporción al valor del porcentaje neto del presupuesto que dedican a los alimentos (es decir, la diferencia entre el valor de la producción y del consumo de alimentos como porcentaje del consumo total). En base a datos de encuestas de hogares mexicanos y nicaragüenses, calculamos los porcentajes presupuestarios netos que los hogares dedican a diferentes alimentos. Acto seguido, multiplicamos los aumentos proporcionales de los precios por los porcentajes presupuestarios netos correspondientes e hicimos una agregación de estos efectos para todos los productos consumidos²³. Por último, para evaluar el impacto distributivo del encarecimiento de los alimentos promediamos las pérdidas de consumo real sufridas por diferentes grupos en la escala de bienestar. Como es tradicional, el nivel de bienestar se define de acuerdo con deciles de

²² Para más detalles, véase Deaton (1997).

²³ Tomamos 15 categorías de alimentos y les asignamos variaciones de precios según los índices nacionales de precios al consumidor.

consumo per cápita de los hogares²⁴. Descartamos los valores extremos eliminando a los hogares que ocupan el 1% superior e inferior de la distribución. Los resultados están basados en las encuestas de hogares y están ajustados según las ponderaciones de la muestra para que sean representativos de la totalidad de la población.

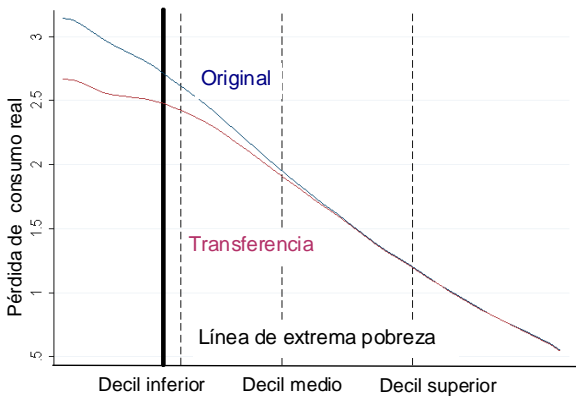
Los resultados del valor medio de los porcentajes dedicados a alimentos y las pérdidas de consumo real en los diferentes niveles de bienestar se obtuvieron con un método no paramétrico que considera la posibilidad de relaciones no lineales. Utilizamos regresiones polinómicas locales que trazan una relación no lineal entre una variable y (porcentajes dedicados a alimentos/pérdidas de consumo real) y una variable x (el valor logarítmico del consumo per cápita de los hogares), sin especificar por adelantado la forma funcional de la relación. Una

técnica empírica determina la forma de la relación. Análogamente a una regresión paramétrica, se utiliza una suma ponderada de las observaciones y para obtener los valores medios. En lugar de usar las ponderaciones como en el método de mínimos cuadrados ordinarios o ponderaciones proporcionales a la inversa de la varianza como en el método de mínimos cuadrados ponderados, se aplican criterios diferentes para seleccionar las ponderaciones en una regresión no paramétrica. Al estimar el valor esperado de y a un nivel determinado de x_0 , los puntos de datos que están más cerca de x_0 reciben una ponderación mayor que los que están más alejados. Utilizamos la función núcleo (*kernel*) para asignar estas ponderaciones y determinamos el ancho de la banda a los lados de cada nivel de x_0 óptimamente a fin de minimizar el sesgo de la regresión.

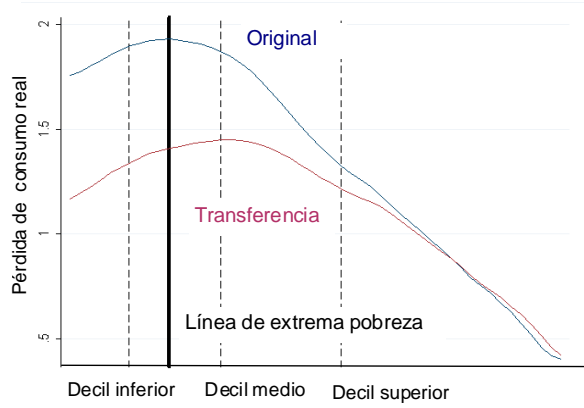
²⁴ Véase por ejemplo Deaton y Zaidi (2003).

México: Pérdidas de consumo real bajo escenarios de política fiscal
(Porcentaje del consumo total)

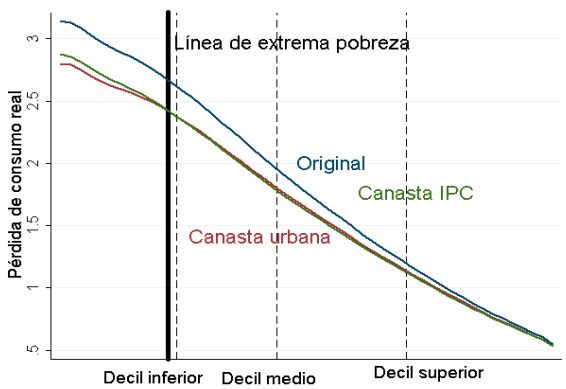
Transferencias: Sector urbano



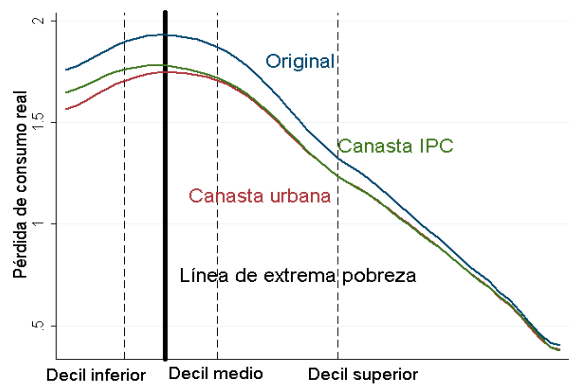
Transferencias: Sector rural



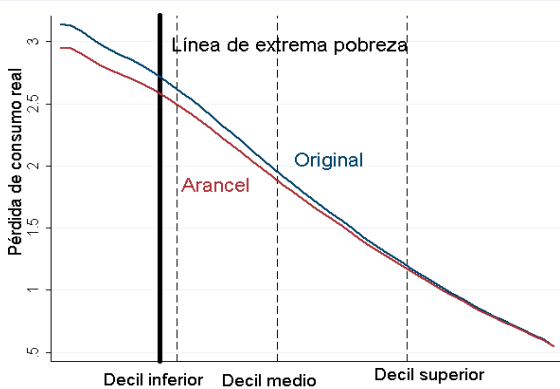
Subsidios: Sector urbano



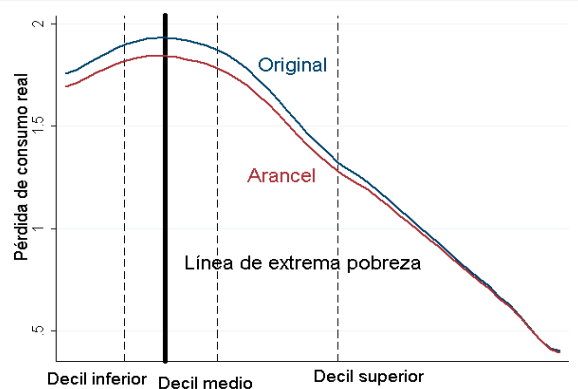
Subsidios: Sector rural



Aranceles: Sector urbano



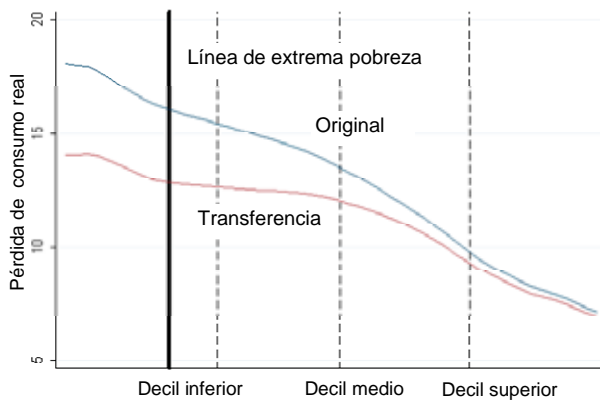
Aranceles: Sector rural



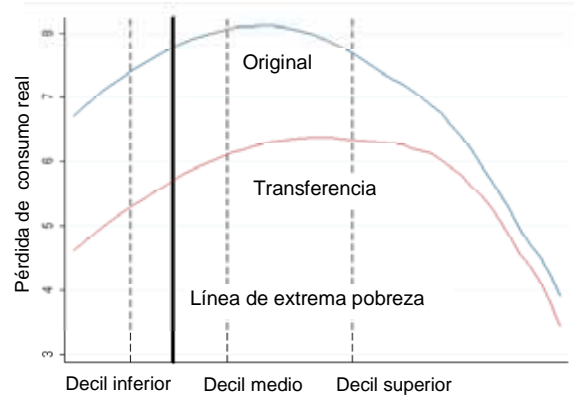
Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI basados en ENIGH 2006.

Nicaragua: Pérdidas de consumo real bajo escenarios de política fiscal (Porcentaje del consumo total)

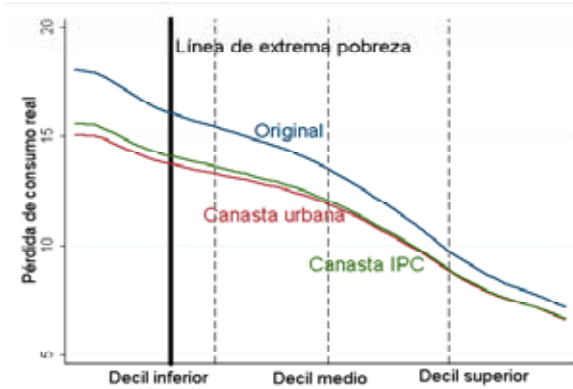
Transferencias: Sector urbano



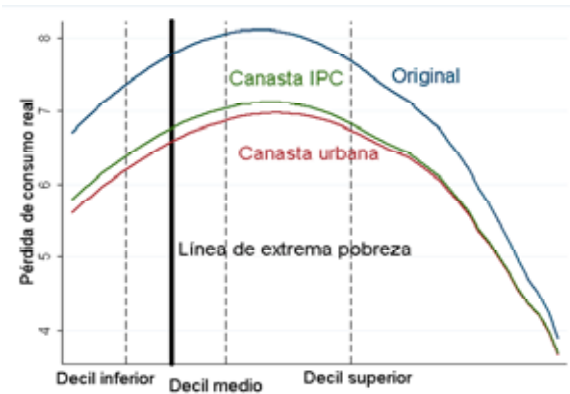
Transferencias: Sector rural



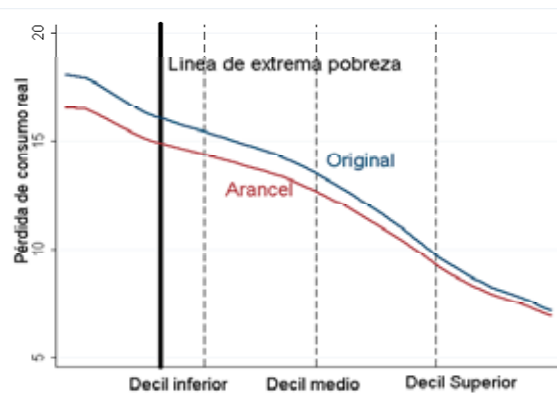
Subsidios: Sector urbano



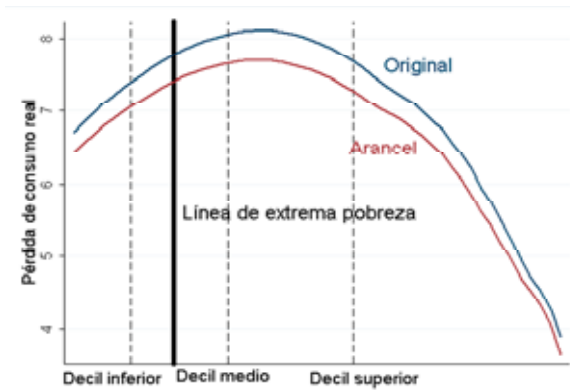
Subsidios: Sector rural



Aranceles: Sector urbano



Aranceles: Sector rural



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI basados en ENMV 2005.

V. Vulnerabilidad del sector corporativo: ¿Han reducido las empresas su exposición al riesgo cambiario?

Las empresas enfrentan más volatilidad cambiaria

El financiamiento en moneda extranjera puede ser un arma de doble filo para las empresas en mercados emergentes. Si bien el endeudamiento en moneda extranjera (usualmente en dólares) permite a las empresas obtener financiamiento a menor costo y a plazos más largos, puede al mismo tiempo aumentar la vulnerabilidad de su posición financiera a las fluctuaciones cambiarias. Durante los años noventa y a comienzos de la presente década, la fuerte depreciación de las monedas en varios países de América Latina elevó el valor de las obligaciones en moneda extranjera de las empresas en relación con sus activos e ingresos, comprometiendo en muchos casos la capacidad de repago de sus deudas. Esto, a su vez, exacerbó las dificultades que experimentaba el sector bancario en muchos de esos países.

En esta década, las empresas en muchos países de la región han enfrentado mayores oscilaciones diarias de los tipos de cambio, en la medida que esos países permiten mayor flexibilidad cambiaria para facilitar el ajuste a shocks externos y dar más independencia a la política monetaria. Además, al adoptar regímenes más flexibles, los países también redujeron la percepción sobre la existencia de una garantía cambiaria implícita. En efecto, bajo un régimen de tipo de cambio fijo o de paridad cambiaria deslizante, el banco central típicamente busca mantener las fluctuaciones del tipo de cambio dentro de un rango preanunciado, lo que de hecho constituye un seguro gratuito de cambio al sector privado.

Nota: Este capítulo fue preparado por Herman Kamil y Bennett Sutton. Los autores agradecen el apoyo de Benedict Clements y David Moreno.

Volatilidad del tipo de cambio entre periodos 1/

| | Tipo de cambio nominal 2/ | | Tipo de cambio real 2/ | |
|-----------|---------------------------|---------|------------------------|---------|
| | 1995-98 | 2004-07 | 1995-98 | 2004-07 |
| Argentina | 0,01 | 1,15 | 0,33 | 1,20 |
| Brasil | 0,78 | 3,40 | 0,96 | 3,40 |
| Chile | 1,61 | 2,22 | 1,60 | 2,21 |
| Colombia | 2,53 | 3,25 | 2,72 | 3,34 |
| México | 2,67 | 1,84 | 2,92 | 1,88 |
| Perú | 0,98 | 1,02 | 1,10 | 1,10 |

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

1/ El primer período comprende desde enero de 1995 hasta diciembre de 1998, excepto para México, donde corresponde al período desde enero de 1996 hasta diciembre de 1998. El segundo período se extiende desde enero de 2004 hasta diciembre de 2007.

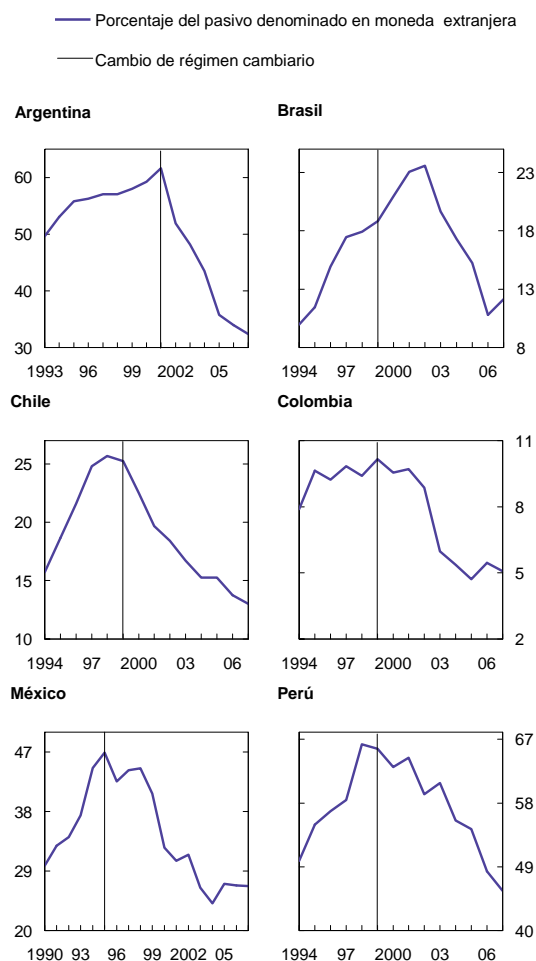
2/ Desvío estándar del cambio porcentual mensual del tipo de cambio bilateral entre el dólar y la moneda local.

En este capítulo se analiza la forma en que las empresas han enfrentado los movimientos cambiarios en este nuevo contexto, lo cual incide en las vulnerabilidades que se generan para el sector empresarial en el marco de un régimen de tipo de cambio flexible. Este aspecto es de especial importancia dada la mayor volatilidad cambiaria y la fuerte devaluación de las monedas registrada en la región en los últimos meses.

Para ello, se utiliza una nueva base de datos a nivel microeconómico que combina información de los balances financieros con datos del mercado accionario para 1200 empresas (financieras y no financieras) que cotizan en los mercados bursátiles en Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México y Perú²⁵. Para las empresas no financieras, la base de datos también proporciona información detallada

²⁵ Concentrar el análisis sólo en las empresas de capital abierto puede presentar el inconveniente que, como muchas empresas pequeñas típicamente no cotizan en el mercado accionario, la muestra puede no ser representativa de la economía en su conjunto. Sin embargo, enfocar el estudio en las empresas del mercado bursátil presenta la ventaja que la información financiera es más fiable y completa que las relativas a las empresas de capital cerrado.

Fuerte reducción del endeudamiento en moneda extranjera de las empresas no financieras
(Media anual entre empresas)



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

sobre la proporción de activos, pasivos y ventas denominados en moneda extranjera para cada empresa²⁶. A partir de estos datos, en el capítulo se describe primero la evolución de las posiciones netas en moneda extranjera de las empresas durante un lapso relativamente extenso (1992–2007). El análisis de los balances financieros se complementa con el estudio de la sensibilidad del precio de las acciones de las empresas a las variaciones del tipo de cambio en dos subperíodos, 1995–98 y 2004–07. Finalmente, se realizan pruebas estadísticas para determinar si la

²⁶ La base de datos se describe con mayor detalle en el apéndice 5.1.

respuesta del valor de mercado de las empresas a las fluctuaciones cambiarias ha variado a lo largo del tiempo.

Los resultados muestran que, en promedio, las empresas han estado menos expuestas al riesgo cambiario en el período más reciente. Han recurrido menos al financiamiento en moneda extranjera y han utilizado más sistemáticamente sus coberturas cambiarias “naturales” (es decir, exportaciones y activos en dólares). A partir del análisis de los retornos en el mercado accionario, se observó que, para una proporción significativa de las empresas, el impacto de las variaciones del tipo de cambio sobre los precios de las acciones ha disminuido considerablemente desde mediados de 2000. Considerados en su conjunto, estos resultados parecen indicar que las empresas se encuentran actualmente mejor preparadas que durante las crisis anteriores para enfrentar shocks cambiarios. Las firmas parecen ahora tomar más en cuenta los riesgos cambiarios, y han adaptado la estructura de sus balances y sus prácticas de gestión de riesgos a fin de responder a los retos potenciales resultantes de la mayor flexibilidad del tipo de cambio.

Balances más sólidos

Durante los últimos diez años, muchas empresas del sector no financiero han disminuido fuertemente la exposición de sus balances a una devaluación repentina reduciendo la proporción de deuda contraída en moneda extranjera. Al mismo tiempo, han reducido la sensibilidad de sus flujos de fondos a las variaciones del tipo de cambio estableciendo una correspondencia más estrecha entre su deuda en moneda extranjera y sus ingresos en dicha moneda (medidos en función de sus exportaciones y activos en dólares).

Si se observan las tendencias de la exposición en moneda extranjera por país, se comprueba que la deuda en moneda extranjera como proporción de la deuda total de las empresas no financieras se incrementó marcadamente durante la década de

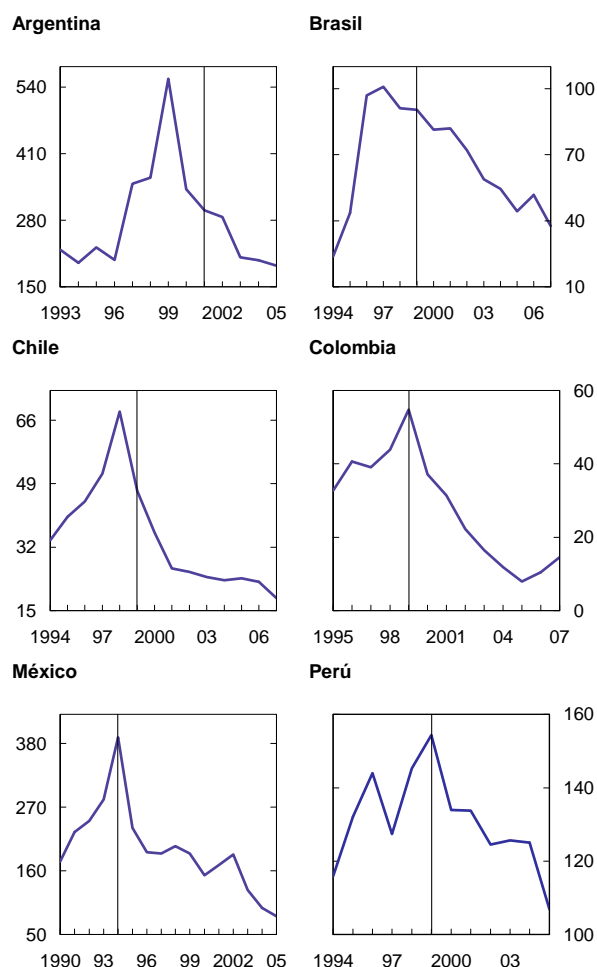
1990 y luego comenzó a disminuir rápidamente, en general cuando los países establecieron regímenes de tipo de cambio flexible²⁷. Esa proporción ha sido relativamente baja en Brasil y Colombia, en donde se ha desalentado la dolarización financiera, pero alcanzó niveles altos en los dos países más dolarizados de la muestra, Argentina y Perú. La marcada disminución de los pasivos en moneda extranjera registrada en Argentina desde 2001 coincide, naturalmente, con el fin del régimen de convertibilidad. En América Latina, la proporción promedio de pasivos denominados en moneda extranjera cayó del 35% en 1998 al 17% en 2007²⁸.

Además, en los seis países estudiados las empresas han incorporado mecanismos que amortiguan los shocks del tipo de cambio, cubriendo una proporción mayor de sus pasivos en dólares con ingresos por exportaciones y activos denominados en moneda extranjera. En el caso de Brasil, Chile y Colombia, la suma de exportaciones y de activos dolarizados a nivel de cada firma es en la actualidad, en promedio, mucho mayor que los pasivos en moneda extranjera²⁹.

Protección natural del riesgo cambiario

(Mediana anual entre empresas)

— Pasivos en moneda extranjera como porcentaje de las exportaciones más activos en moneda extranjera
— Cambio de régimen cambiario



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

²⁷ Otros dos hechos merecen ser destacados. Primero, la disminución de la proporción de deuda en moneda extranjera se observa tanto en los sectores transables como en los no transables. Segundo, la disminución de la dolarización de los pasivos de las empresas en el período más reciente es significativa aun después de eliminados los efectos mecánicos de valoración, derivados de la apreciación de las monedas locales frente al dólar de EE.UU. Kamil (2008) presenta un análisis detallado de estos hechos estilizados.

²⁸ Una disminución similar de la dolarización financiera se observa en los depósitos bancarios de los hogares en Argentina, Chile, México y Perú (véase Rennhack y Nozaki, 2006).

²⁹ Este cociente, sin embargo, puede subestimar la sensibilidad de las utilidades netas a una depreciación cambiaria, ya que no incluyen las importaciones a nivel de la firma, respecto de las cuales no se dispone de datos.

Más allá de los balances: Un enfoque basado en el mercado accionario

Si bien los balances financieros de las firmas se muestran más sólidos, el grado en que los movimientos cambiarios pueden afectar la situación financiera de una empresa y sus resultados operativos depende de muchos otros factores. Por ejemplo, las empresas pueden tener que utilizar insumos intermedios importados, lo que introduce un riesgo cambiario en su estructura de costos. También pueden ser sensibles a las

variaciones del tipo de cambio a través de sus actividades multinacionales o la competencia con empresas extranjeras en el mercado interno. En las industrias muy competitivas donde los márgenes de ganancia son bajos, por ejemplo, las variaciones del tipo de cambio pueden afectar la rentabilidad, ya que es más difícil modificar el precio cobrado a los clientes. Por último, las empresas pueden adquirir contratos de derivados financieros para mitigar el riesgo cambiario en sus balances.

Sin embargo, por lo general no se dispone de información sobre la sensibilidad de las operaciones multinacionales y los márgenes de utilidad de una empresa a los movimientos del tipo de cambio. Además, las posiciones en derivados financieros se mantienen fuera del balance, y a menudo no se los reporta. Por ello, en esta sección se usa un método alternativo para medir la exposición cambiaria total de una empresa, que consiste en estimar el impacto de los movimientos del tipo de cambio en la valuación de las empresas en el mercado accionario. La reacción de los precios de las acciones a las variaciones del tipo de cambio resume, en principio, los múltiples canales a través de los cuales las fluctuaciones cambiarias pueden afectar el valor de las empresas.

De acuerdo con los estudios sobre el tema, la exposición cambiaria se define como la variación porcentual del precio de la acción de una empresa ante una depreciación de 1% del tipo de cambio nominal efectivo³⁰. Una empresa tiene una exposición positiva (negativa) cuando el valor nominal de sus acciones se ve afectado, en promedio, de manera favorable (adversa) por una depreciación de la moneda local³¹. Si las variaciones del tipo de cambio no tienen efectos estadísticamente significativos en el rendimiento

de las acciones de una empresa, se concluye que ésta no tiene exposición cambiaria³².

Para aplicar este enfoque, se recogieron datos semanales para todas las empresas financieras y no financieras que cotizan en los mercados accionarios de seis países de América Latina (Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México y Perú) entre enero de 1995 y diciembre de 2007. Se estimó la sensibilidad promedio del precio de la acción de cada empresa a las fluctuaciones cambiarias en dos subperíodos: 1995–98 y 2004–07. El uso de estos dos períodos permite comparar el comportamiento de las empresas antes y después de que muchos de estos países adoptaran regímenes cambiarios más flexibles. Asimismo, al optarse por el período 2004–07, se cuenta con una muestra lo suficientemente reciente como para captar los efectos graduales de los cambios de régimen a fines de los noventa o principios de esta década, como ser el desarrollo de los mercados de cobertura del riesgo cambiario.

Las estimaciones confirman la noción de que la exposición cambiaria de las empresas ha disminuido sustancialmente en el período más reciente. Específicamente, se observó lo siguiente:

- *Menos empresas expuestas.* Durante 1995–98, la proporción de empresas expuestas al riesgo cambiario oscilaba entre un mínimo de 18% en el caso de México y un máximo de casi 45% en Argentina. Durante 2004–07, la proporción de empresas expuestas a las fluctuaciones del tipo de cambio había disminuido en todos los países, especialmente en Argentina, Brasil, Colombia y Chile. El cambio es aún más llamativo si se considera la

³⁰ Véase Domínguez y Tesar (2006) y las referencias citadas en ese estudio.

³¹ De la misma manera, si una empresa tiene exposición positiva (negativa), *ceteris paribus*, una apreciación del tipo de cambio disminuiría (aumentaría) su valor de mercado.

³² Al estimar el efecto contemporáneo de los tipos de cambio en los precios de las acciones de las empresas, se controla por otras variables que pueden afectar simultáneamente el valor de la empresa, como ser los rendimientos de los mercados accionarios mundiales y los precios internacionales de las materias primas. En el apéndice 5.1 se presenta la metodología en mayor detalle y se analizan las posibles limitaciones de este método.

proporción de la capitalización de mercado representada por las empresas que tienen exposición cambiaria. En Brasil, por ejemplo, esa proporción disminuyó del 76% en 1995–98 al 11% en el segundo período³³. El hecho de que la suma de la capitalización de mercado de las empresas con exposición cambiaria haya caído en forma más que proporcional al número de firmas expuestas permite inferir que han sido principalmente las empresas más grandes las que han podido aislarse del riesgo cambiario. Dadas las economías de escala que supone operar en los mercados de instrumentos de cobertura, ello sugiere que las empresas pequeñas y medianas podrían tener menor acceso a las estrategias de cobertura financiera³⁴.

- *Las empresas que siguen estando expuestas presentan, en promedio, un grado de exposición relativamente menor.* En México durante 1995–98, por ejemplo, una depreciación (apreciación) nominal del 1% hubiera reducido (aumentado) el valor promedio de las acciones de la empresa en un 2%. En cambio, para 2004–07, en el caso de las empresas que seguían estando expuestas al riesgo cambiario, una depreciación (apreciación) del 1%

³³ En análisis no reportado, se confirmó que este resultado no está determinado por cambios en el número o composición sectorial de las empresas que cotizaban en bolsa entre los dos períodos.

³⁴ Los cambios en la naturaleza de la exposición cambiaria entre firmas de distinto tamaño también podrían deberse —al menos en parte— a un crecimiento más fuerte de las exportaciones en la transición a regímenes cambiarios más flexibles, que determinó una mayor cobertura por exportaciones y acumulación de activos externos. El hecho que sean las empresas más pequeñas las que permanezcan con una importante exposición (negativa) parecería respaldar tal afirmación, en la medida que dichas empresas tienden a operar sólo en el mercado interno, mientras que las firmas exportadoras tienden a ser empresas grandes que operan a escala mundial.

La proporción de las empresas expuestas al riesgo cambiario ha disminuído en el período más reciente 1/

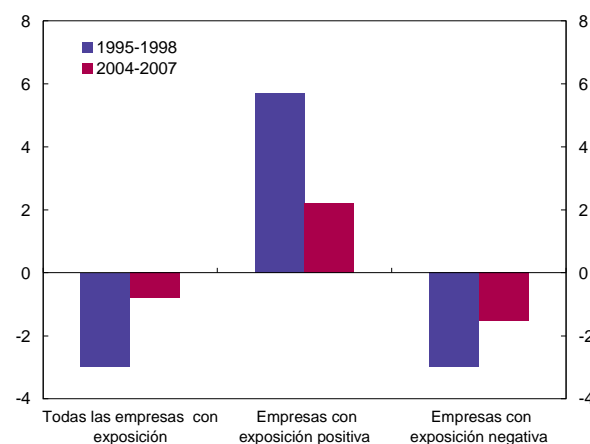
| | Empresas expuestas (Como porcentaje del total de firmas que cotizan en bolsa en cada país) | | Valor de mercado de las empresas expuestas (Como porcentaje del valor total del mercado accionario en cada país) | |
|-----------|---|---------|---|---------|
| | 1995-98 | 2004-07 | 1995-98 | 2004-07 |
| Argentina | 44,8 | 11,5 | 84,2 | 7,9 |
| Brasil | 34,7 | 16,7 | 76,1 | 10,8 |
| Chile | 19,6 | 6,6 | 45,1 | 2,4 |
| Colombia | 44,8 | 7,5 | 56,6 | 12,1 |
| México | 18,4 | 10,7 | 43,3 | 5,3 |
| Perú | 26,1 | 15,7 | 48,9 | 15,5 |

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

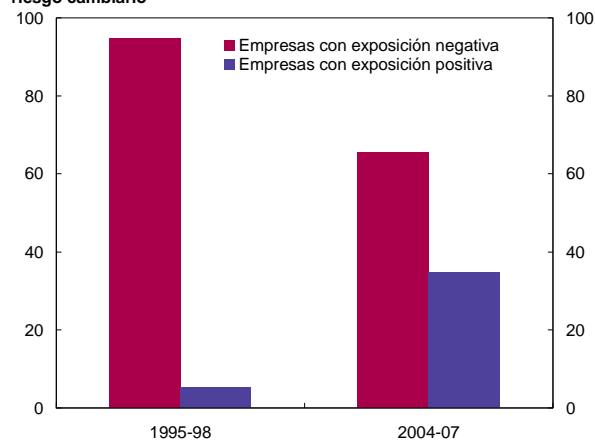
1/ Se refiere a empresas con un coeficiente de riesgo cambiario estadísticamente distinto de cero (independiente del signo).

Magnitud y dirección de la exposición al riesgo cambiario 1/

Elasticidad promedio del precio de las acciones respecto a una devaluación del 1 por ciento en el tipo de cambio 2/



Proporción de las empresas expuestas positiva y negativamente al riesgo cambiario



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

1/ Sólo aquellas firmas con un coeficiente de exposición cambiaria estadísticamente distinto de cero son utilizadas en los cálculos.

2/ Promedio de los coeficientes de exposición cambiaria, ponderados por la capitalización promedio de mercado de la firma (en dólares) durante el período.

Bid-ask spreads en mercados a término del tipo de cambio

| | 1998 | 2004-07 1/ |
|--------|------|------------|
| Brasil | 0,45 | 0,13 |
| Chile | 0,21 | 0,09 |
| México | 0,21 | 0,11 |

Fuentes: Bloomberg; y Jadresic y Selaive (2005).

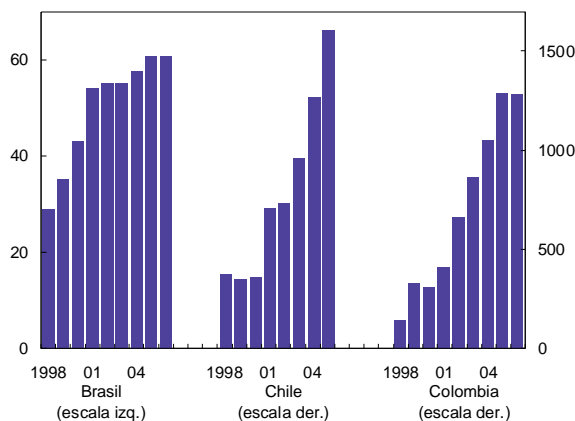
1/ Promedio del período, en porcentaje.

riesgo cambiario se ve beneficiada (perjudicada) por una depreciación (apreciación) de la moneda.

Mayor uso de derivados del tipo de cambio

Una forma importante en que las empresas posiblemente han reducido su exposición al riesgo cambiario ha sido la creciente utilización de derivados financieros para protegerse del riesgo cambiario. En la última década, los costos de las operaciones en moneda extranjera a término (*bid-ask spreads*) han disminuido marcadamente, reduciéndose a la mitad o menos en Brasil, Chile y México. Además, el número de empresas que participan en los mercados de derivados del tipo de cambio ha aumentado notablemente, casi quintuplicándose en Colombia y Chile en los últimos seis años. En Brasil, por otro lado, el 60% de las empresas que cotizaban en bolsa en 2006 utilizaban algún tipo de derivado cambiario. En Brasil, Chile y Colombia, la tendencia hacia un uso más intenso de los derivados del tipo de cambio se profundizó después de 1999, tras la flotación de sus monedas.

Participación de las empresas en mercados de derivados cambiarios en Brasil, Chile, y Colombia (Número de empresas) 1/



Fuentes: Autoridades nacionales; y cálculos del personal técnico del FMI. 1/ Para Colombia y Chile, corresponde al número total de empresas, tanto las que cotizan en bolsa como las de capital cerrado. Para Brasil, corresponde al porcentaje de empresas que cotizan en bolsa.

reduciría (aumentaría) el precio de la acción en 1,1%³⁵.

- *La naturaleza de la exposición también ha variado entre los dos períodos.* En el primer subperíodo, correspondiente a 1995–98, la gran mayoría de las empresas expuestas al riesgo cambiario se habrían visto perjudicadas (beneficiadas) por una depreciación (apreciación) del tipo de cambio. En cambio, durante el período más reciente, una proporción significativa de las empresas todavía expuestas al

En Colombia, casi el 90% de las transacciones en derivados del tipo de cambio se realizan a través de contratos a término (*forwards*). Esto es consistente con el hecho de que la mayor parte de los pasivos en moneda extranjera de las empresas colombianas corresponde a créditos comerciales (Echeverry y otros, 2003). Por el contrario, los contratos de derivados cambiarios más comúnmente utilizados en Brasil son los *swaps* de moneda y opciones. Esto es coherente con la observación de que la exposición cambiaria de las empresas brasileñas se explica principalmente por pasivos financieros denominados en —o indexados a— moneda extranjera.

La evidencia para Colombia indica que las transacciones en derivados han sido utilizadas para mitigar el riesgo cambiario originado en los descalces de monedas en los estados financieros, y no con fines especulativos (Kamil, Maignushca y Pérez, 2008). Para el caso de Brasil y México, sin

³⁵ Esta magnitud es consistente con la reportada en Chue y Cook (2007) en un estudio similar de 15 países de mercados emergentes. En general, las elasticidades promedio de la exposición cambiaria correspondientes de las empresas de América Latina son de magnitud similar a las de Turquía, pero significativamente más altas (en valores absolutos) que las de los países de Asia oriental.

embargo, la evidencia sobre los motivos por los cuales las empresas usan derivados es más escasa. Es posible que las transacciones fuera de balance (*off-balance sheet*) aumenten el riesgo cambiario, si éstas no son utilizadas como forma de cobertura, sino con fines especulativos. Recientemente, varias empresas en Brasil y México han incurrido fuertes pérdidas asociadas a sus posiciones en derivados cambiarios tras la depreciación de sus monedas en octubre de este año. Por ello, es necesaria una mayor transparencia contable para entender el impacto que los contratos de derivados tienen sobre la exposición cambiaria de las empresas, especialmente en lo relativo a los instrumentos de opciones en moneda extranjera.

Conclusiones

De acuerdo con la evidencia empírica presentada en este capítulo, el sector empresarial ha sido proactivo en reducir su vulnerabilidad al riesgo de tipo de cambio, tras las crisis financieras de los años noventa y comienzos de esta década. Al parecer, hay tres fuerzas que explican este “blindaje” cambiario. Primero, las empresas han recurrido menos a los pasivos en moneda extranjera y ahora dependen más de las fuentes de financiamiento en moneda local. Segundo, las empresas han utilizado más activamente coberturas cambiarias “naturales” para compensar el riesgo en dólares en su cartera de deuda. Tercero, muchas empresas han hecho un amplio uso de derivados cambiarios para protegerse de movimientos inesperados del tipo de cambio. Con una exposición cambiaria mejor administrada, las empresas pueden reducir su costo de capital o sostener un mayor apalancamiento sin incurrir en dificultades financieras, condición esencial para un proceso sostenido de crecimiento económico.

La menor exposición de las empresas al riesgo cambiario no es resultado únicamente de las medidas adoptadas por éstas, sino también de las mejores políticas macroeconómicas y las reformas institucionales que han incrementado la profundidad financiera y las oportunidades de diversificación del riesgo en las economías. Por

ejemplo, una inflación baja y estable ha aumentado la disponibilidad de financiamiento a largo plazo en moneda local. A su vez, la alta demanda por parte de los inversores institucionales locales (que obedece en parte a los incentivos regulatorios) ha contribuido a desarrollar este segmento del mercado. Además, la transición a regímenes de tipos de cambio más flexibles también ha ido acompañada de nuevas normas sobre la participación de los fondos de pensiones en los mercados financieros, lo que ha estimulado el desarrollo de los mercados de derivados cambiarios. Al mismo tiempo, los cambios en las regulaciones bancarias han obligado a los bancos a prestar más atención al riesgo crediticio resultante del descalce de monedas de sus deudores.

Las estimaciones de exposición cambiaria basadas en la valuación de mercado de las empresas aportan además otros elementos que permiten comprender mejor los cambios registrados tanto en magnitud como en dirección. La proporción de empresas expuestas a la variación del tipo de cambio disminuyó significativamente en 2004–07 en comparación con 1995–98. Algo similar sucedió con la sensibilidad promedio del precio de las acciones a la evolución del tipo de cambio, que también se redujo en el período más reciente. Por otra parte, la dirección de esa exposición también se ha modificado a lo largo del tiempo. Durante el primer período, la reacción de los precios de las acciones a una depreciación del tipo de cambio fue abrumadoramente negativa. Entre 2004 y 2007, en cambio, una proporción mayor (35%) de las empresas de América Latina que permanecieron expuestas ahora se beneficia con una depreciación de la moneda local.

Sin embargo, los resultados presentados en este capítulo no dejan margen para la complacencia. Por un lado, se observa que actualmente la mayor exposición cambiaria está concentrada entre las empresas más pequeñas, quienes podrían ser vulnerables a una depreciación. Asimismo, es necesario entender mejor el efecto de los

contratos en derivados sobre la exposición cambiaria de las empresas, en especial en Brasil y México, donde los mercados se han vuelto más sofisticados y las transacciones fuera de balance pueden alterar sustancialmente la exposición al riesgo cambiario de la empresa.

Los resultados empíricos presentados en este capítulo tienen implicaciones importantes para la política cambiaria y la estabilidad financiera. Una interpretación plausible de los resultados es que la tendencia de la región a adoptar tipos de cambio flexibles ha dado a las empresas incentivos suficientes para administrar mejor el riesgo cambiario y prepararse adecuadamente para afrontar shocks externos. A su vez, el desarrollo de los mercados de derivados de tipo de cambio ha sido endógeno a los riesgos e incentivos que enfrentan las empresas; también pueden haber contribuido las mejoras en materia de gobierno corporativo y de infraestructura institucional. A medida que los derivados financieros se vuelven más sofisticados y complejos, es importante adaptar los marcos regulatorios a la evolución del mercado, además de reforzar las prácticas de supervisión prudencial.

Apéndice 5.1

Descripción de la base de datos

El análisis empírico realizado en este capítulo se basa en una nueva base de datos que contiene información anual contable y bursátil para más de 1200 empresas financieras y no financieras de seis países de América Latina. Abarca todas las empresas que cotizan —o han cotizado— en las bolsas de valores de esos países entre 1995 y 2007. Una importante diferencia entre esta base de datos y las utilizadas en anteriores estudios comparativos entre países, es que contiene información detallada acerca de tres factores clave de la exposición cambiaria de las empresas no financieras: la composición por monedas de los activos y pasivos, la proporción de ingresos en moneda

extranjera y el acceso de las empresas a los mercados internacionales de deuda y de acciones.

Los datos para este trabajo se recogieron de cuatro fuentes distintas. La información patrimonial y general sobre las empresas se extrajo de los estados financieros anuales obtenidos de los mercados bursátiles o entes regulatorios de cada país. Esa información fue complementada y contrastada con datos obtenidos de la consultora Economática. Los datos sobre pasivos y activos en moneda extranjera fueron relevados manualmente de las notas explicativas de los estados financieros de las empresas. A este conjunto de datos se agregó información sobre la participación de las empresas en el comercio internacional, utilizándose los registros aduaneros de los países para empalmar los datos sobre las exportaciones de cada empresa de la muestra según su código de identificación fiscal o denominación. Por último, se recurrió a Economática para obtener información del mercado accionario respecto de cada empresa³⁶. A continuación se presentan las principales estadísticas descriptivas del conjunto de datos utilizado.

Metodología

El modelo empírico utilizado para estimar la exposición cambiaria en base a los retornos del mercado accionario está dado por:

$$R_{it} = \beta_{0,i} + \beta_{1,i}\hat{S}_t + \beta_{2,i}R_t^W + \sum_{m=1}^{m=5} \delta_{m,i}P_{m,t}^C + e_{it} \quad (1)$$

siendo R_{it} el rendimiento de la acción de la empresa i en el período t , \hat{S}_t mide la variación porcentual del tipo de cambio nominal efectivo (multilateral), R_t^W es el rendimiento de un índice bursátil mundial medido en dólares de EE.UU. y $P_{m,t}^C$ denota la variación porcentual de los precios

³⁶ Pueden consultarse más detalles sobre la construcción de los datos y la definición de las variables en Kamil (2008).

de las cinco principales materias primas relevantes para América Latina (petróleo, maíz, soja, café y cobre). Se midió el tipo de cambio como el precio en moneda local de la moneda extranjera (de modo que un aumento de \hat{S}_t es equivalente a una depreciación). Se observa que el tipo de cambio nominal sigue un paseo aleatorio, lo cual implica que las variaciones porcentuales del tipo de cambio nominal son básicamente impredecibles.

Para medir la exposición a nivel de la firma, es necesario distinguir el efecto directo de los movimientos del tipo de cambio en el valor de la empresa, de los efectos de otros factores macroeconómicos que afectan simultáneamente tanto el valor de la empresa como los tipos de cambio. Siguiendo a Chue y Cook (2007), se usa un método de variables instrumentales que identifica la exposición total de una empresa a los movimientos del tipo de cambio, pero hace abstracción de la influencia del efecto de los shocks macroeconómicos simultáneos. A estos efectos, se usan las variables financieras mundiales (los tipos de cambio entre el yen y el dolar y entre el euro y el dolar y la tasa de interés de los fondos federales de Estados Unidos) como instrumentos para identificar los movimientos cambiarios que son exógenos a las condiciones del mercado local.

Aún cuando cabe suponer que las variables financieras mundiales son exógenas, igualmente pueden estar correlacionadas con shocks mundiales que afectan los mercados accionarios de América Latina. Esa posibilidad implica que la

correlación entre las variables instrumentales y el término de error puede ser distinta de cero, lo que violaría los supuestos de identificación utilizados. Por ello, se incluye el término R_t^w y los precios mundiales de las materias primas para absorber cualquier correlación restante entre los instrumentos mundiales y el término de error.

Conforme a esta especificación, el coeficiente β_1 (el "coeficiente de exposición cambiaria") refleja la variación del rendimiento de la acción que puede explicarse por los movimientos del tipo de cambio después de controlar por los efectos del rendimiento del mercado accionario mundial y las variaciones de los precios internacionales de las materias primas. Para cada país y período, se estima la ecuación (1) en forma separada con respecto a cada empresa y se computa β_1 , el coeficiente de exposición cambiaria, y su significancia estadística.

Una de las limitaciones del método basado en el mercado accionario para medir la exposición cambiaria es que algunas acciones negociadas pueden tener poca liquidez y por lo tanto las variaciones de precios quizá no reflejen correctamente la percepción del mercado sobre el valor de las empresas. Atento a ello, se excluyó de la estimación a las empresas con menos de dos meses de datos durante el período 1995 a 2007. También se excluyeron las observaciones extremas de los coeficientes de exposición cambiaria ubicadas en el 2% inferior y superior de su distribución en cada país.

Estadísticos de resumen de la base de datos a nivel de la empresa

(Promedio de las firmas, salvo indicación contraria)

| Promedios de las firmas: | Variables del balance financiero | | | Variables del mercado accionario | | |
|--------------------------|----------------------------------|----------------------------|--------------------------------|---|------------------------------|---|
| | Dolarización de pasivos 1/ | Dolarización de activos 1/ | Exportaciones sobre ventas (%) | Capitalización de mercado (Mill. de dólares) 2/ | Liquidez de la acción (%) 3/ | Empresas que cotizan en bolsas internacionales (%) 4/ |
| Argentina | 57,6 | 4,7 | 9,5 | 70 | 1,4 | 9 |
| Brasil | 17,4 | 1,6 | 11,7 | 146 | 2,4 | 14 |
| Chile | 22,4 | 8,4 | 8,8 | 137 | 1,6 | 8 |
| Colombia | 6,9 | 1,2 | 6,1 | 87 | 2,8 | 2 |
| México | 37,8 | 7,5 | 14,3 | 179 | 2,0 | 19 |
| Perú | 62,1 | 15,6 | 17,9 | 34,5 | 1,6 | 3 |

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

1/ Pasivos (activos) denominados o indexados a moneda extranjera (típicamente el dólar), emitidos localmente o en el exterior.

2/ Valor de la mediana.

3/ Cociente entre el valor mensual transado de la acción y el valor de mercado de la firma a fin de cada mes (para cada firma, promedio del período).

4/ Porcentaje de las firmas cuya acción se transa en mercados bursátiles internacionales.

VI. Estimulando la inversión privada de largo plazo

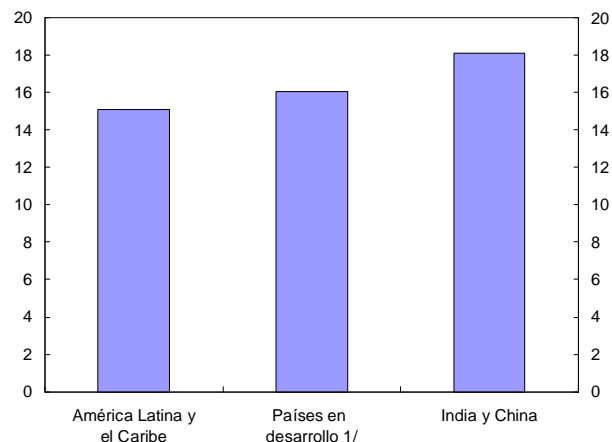
La inversión continúa rezagada

El crecimiento de largo plazo en América Latina y el Caribe no ha sido satisfactorio³⁷. Ello se debe a muchos factores, entre ellos un historial de inestabilidad macroeconómica y deficiencias institucionales. Otro elemento importante es que las tasas de inversión han sido bajas, incluso en el sector privado, y especialmente si se las compara con las de economías dinámicas de otras regiones como Asia.

En los últimos años, sin embargo, la inversión privada ha crecido como porcentaje del PIB, convirtiéndose en un factor importante detrás del extraordinario crecimiento registrado en la región desde 2003. No obstante, la relación entre inversión y PIB se mantiene en niveles inferiores a los de otras regiones. Además, el aumento de la inversión no ha sido un fenómeno uniforme en todos los países. El incremento de la relación entre inversión total y PIB se explica principalmente por los aumentos registrados en Colombia y Venezuela y por la recuperación observada en Argentina. La inversión privada en otros casos, como Brasil y el área del Caribe, ha crecido menos durante este período.

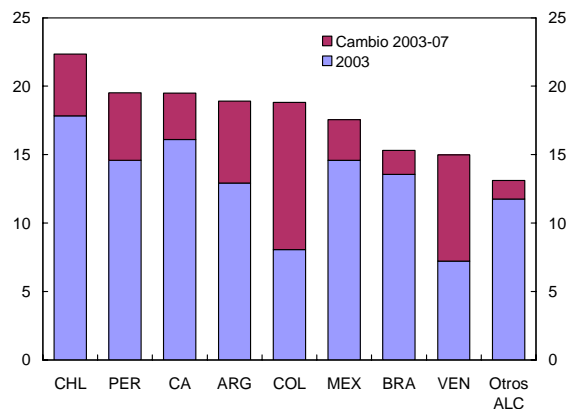
Para elevar las aún moderadas tasas de crecimiento del PIB a largo plazo, será importante lograr un mayor aumento de la inversión privada. El objetivo de este capítulo es analizar los factores determinantes de la evolución de la inversión privada en la región en los últimos años. La conclusión es que, a nivel agregado, la mayor estabilidad macroeconómica ha cumplido un papel

Inversión privada
(Porcentaje del PIB; promedio 1993–2007)



Fuente: Base de datos *Perspectivas de la economía mundial*, FMI.
1/ Excluye India, China y los países de América Latina y el Caribe.

Incremento en la inversión privada real
(Porcentaje del PIB real)

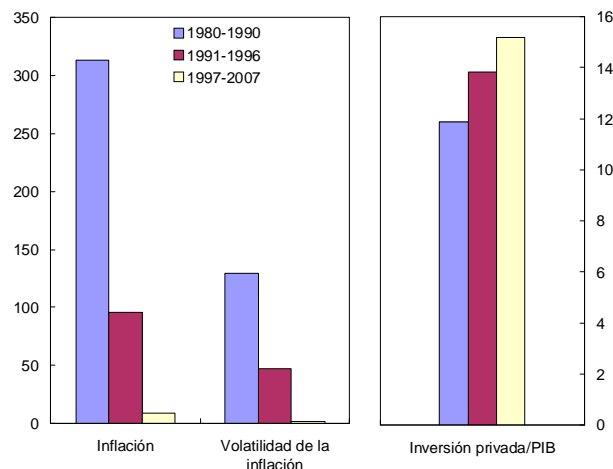


Fuente: Base de datos *Perspectivas de la economía mundial*, FMI.
Nota: Las abreviaciones de los países siguen los códigos ISO.

Nota: Este capítulo fue preparado por Jingqing Chai y Vikram Haksar.

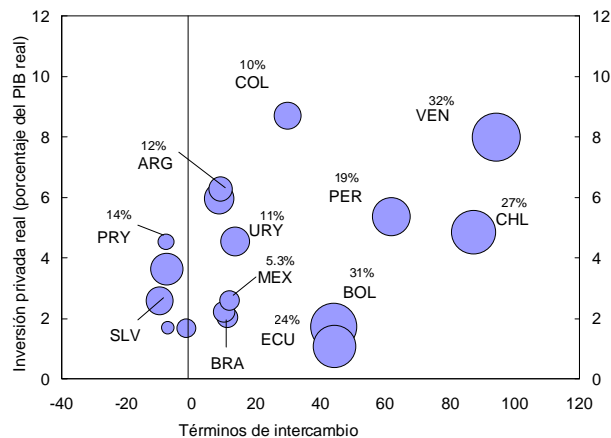
³⁷ En el período 1980–2007, el crecimiento del PIB real de la región alcanzó un promedio de 2,9%, comparado con 7,3% en las economías emergentes de Asia.

Inflación, volatilidad e inversión
(Porcentaje)



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

Términos de intercambio e inversión privada 1/
(Cambio 2003-07; porcentaje)



Fuentes: Base de datos *Perspectivas de la economía mundial*, FMI; y *Estadísticas de Comercio de Materias Primas*, Naciones Unidas.
Nota: Las abreviaciones de los países siguen los códigos ISO.
1/ El tamaño de la burbuja es proporcional a las exportaciones de materias primas como porcentaje del PIB (2006).

importante en estimular la inversión privada, mientras que el impacto de otros factores macroeconómicos, como las recientes mejoras de los términos del intercambio, resulta menos evidente. El estudio se complementa con un análisis microeconómico utilizando datos a nivel de empresas desde 2003, período durante el cual la capacidad de resistencia a shocks externos de las economías de la región ha aumentado sustancialmente. Los resultados muestran que, a pesar del mejoramiento reciente en la estabilidad macroeconómica, las empresas de América Latina, especialmente las más pequeñas, siguen enfrentando importantes restricciones de financiamiento que frenan la inversión³⁸. De hecho, el costo de financiamiento de las empresas de la región casi duplica el de Asia. El análisis enfatiza la importancia para el crecimiento y la inversión de preservar los bajos niveles de inflación arduamente alcanzados, así como también la necesidad de avanzar en el desarrollo de los sistemas bancarios y los mercados de capital para aliviar las restricciones al financiamiento.

La importancia de la estabilidad macroeconómica

Para analizar los determinantes macroeconómicos de la inversión privada, se realizó un análisis empírico con diversos países de la región durante el período 1980–2007, en el que se relaciona la inversión privada en América Latina y el Caribe con diversos factores macroeconómicos, como el PIB real, la tasa de inflación y su volatilidad, las tasas de interés reales y los términos de intercambio. En el apéndice 6.1 se detallan los resultados y la metodología usada en la estimación³⁹. A continuación se presentan las

³⁸ Estudios previos sobre restricciones al financiamiento en países de la región se refieren al periodo anterior a 2002 (recuadro 6.1).

³⁹ El análisis se basa en el estudio de Chai y Haksar (2008).

principales conclusiones, junto con algunas observaciones⁴⁰.

- *La reducción de la inflación estimuló la inversión.* La disminución tanto del nivel como de la volatilidad de la inflación, especialmente hasta mediados de los años noventa, alentó una mayor inversión privada. Ello puede deberse a que una inflación baja y estable ofrece a los inversionistas cierta certeza de estabilidad macroeconómica que favorece la viabilidad de los proyectos de inversión a largo plazo⁴¹.
- *Los costos de endeudamiento son importantes.* Tal como se esperaba, el análisis muestra que tasas reales de interés más bajas promueven una mayor inversión privada. Las tasas activas reales en la región, aunque todavía altas, han disminuido en los últimos años, facilitando el repunte de la inversión. Esa disminución de las tasas refleja probablemente una menor prima por riesgo de inflación, dada la mejora registrada en la región en este aspecto. El fortalecimiento sustancial del balance fiscal del sector público también ha contribuido a la notable caída de las primas por riesgo país.
- *El crecimiento del producto y el desarrollo financiero también constituyen elementos relevantes.* Al igual que en muchos otros estudios, se observó que, en promedio, el crecimiento del PIB real es altamente significativo como determinante de la inversión privada real, tanto a largo como a corto plazo. El crecimiento del

producto probablemente capte también los efectos de otros factores que explican la inversión, como el incremento de la productividad y la tasa de rendimiento sobre el capital, y el fortalecimiento general de los balances financieros de toda la economía. Por otra parte, hay evidencia sugiriendo que el acceso al financiamiento, medido a través del nivel de crédito privado real, tiene un efecto positivo en la inversión privada.

- *Efecto mixto de los términos del intercambio.* Por último, si bien los términos de intercambio han mejorado significativamente en varios países de América Latina, su contribución a la inversión privada agregada regional es ambigua. Existe un grado sustancial de dispersión en la relación entre las tasas de inversión y la mejora de los términos de intercambio entre los países, sin que surja un patrón claro. No obstante, cuatro de los mayores beneficiarios del auge en el precio de las materias primas, Chile, Colombia, Perú y Venezuela, lograron aumentos importantes de la tasa de inversión privada. Además, a nivel de empresas los sectores productores de materias primas registraron un crecimiento promedio de la inversión y el producto mucho más rápido (según datos para Brasil, Chile, México y Perú). En cambio, en algunos importadores netos de materias primas, como los países del Caribe, el incremento de la inversión ha sido menor.

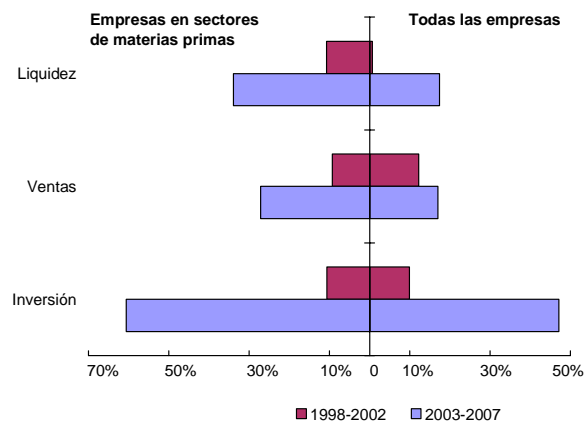
⁴⁰ Los efectos de la deuda externa y del ahorro nacional resultan difíciles de identificar, aunque tienen los signos esperados. Sus efectos pueden captarse a través de la variación del producto real. Hay cierta evidencia que indica que la inversión pública parece haber desplazado la inversión privada en América Latina y el Caribe, aunque aún es preciso analizar mejor la importancia de la calidad de la infraestructura para la inversión privada.

⁴¹ Véase, por ejemplo, Greene y Villanueva (1991).

Más allá de la estabilidad macroeconómica

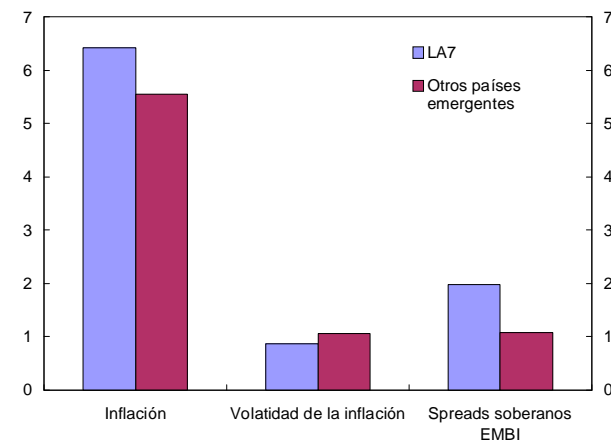
Los factores macroeconómicos por sí solos, sin embargo, no explican en su totalidad por qué América Latina y el Caribe han invertido menos que otras economías en mercados emergentes. De hecho, la inflación y la volatilidad de las mayores

Desempeño de las empresas en sectores de materias primas
(Cambio porcentual)



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

Inflación, volatilidad y prima por riesgo en mercados emergentes
(Promedio 2005-07; porcentaje)



Fuentes: Base de datos *Perspectivas de la economía mundial*, FMI; y Bloomberg.

economías regionales son ahora comparables con las de otros países de mercados emergentes.

Además, las primas de riesgo transfronterizas han caído drásticamente a niveles que son sólo marginalmente más altos que los diferenciales vigentes en los mercados emergentes de referencia.

A pesar de la estabilidad macroeconómica alcanzada, la región continúa rezagada en algunos aspectos estructurales y financieros fundamentales, que pueden ser importantes para impulsar una mayor inversión. En promedio, la región de América Latina y el Caribe mantiene un entorno menos propicio para emprender negocios que el resto de los mercados emergentes. Ello se ve, en especial, en la eficiencia de la administración pública y la facilidad de entrada al mercado, de acuerdo a los indicadores sobre el costo de hacer negocios que compila el Banco Mundial. También existe una brecha considerable en materia de desarrollo financiero, medido según la relación entre el crédito bancario y el PIB y el nivel de capitalización del mercado bursátil. Por otra parte, los mercados de bonos corporativos son relativamente pequeños en comparación con los de otros mercados emergentes. A pesar de su reciente disminución, el costo real promedio que deben pagar las empresas de América Latina para obtener crédito sigue siendo sustancialmente más elevado que el correspondiente a otros mercados emergentes. Como reflejo de éstos y otros impedimentos, la productividad total de los factores creció menos del 1% al año durante el período 1990–2006 en los principales países de la región, frente a un promedio de más del 2% en otros países de mercados emergentes.

En síntesis, existen diversos elementos estructurales e institucionales que inciden en el nivel de la inversión privada⁴². Asimismo, es evidente que el grado de desarrollo del sector financiero y el costo de endeudamiento son

⁴² El nexo entre inversión, crecimiento y productividad en la región se analiza en Singh y Cerisola (2006) y en FMI (2007).

determinantes fundamentales de la inversión. En el resto de este capítulo, se analiza el impacto que tienen las restricciones de financiamiento sobre los niveles de inversión.

El papel de las restricciones al financiamiento

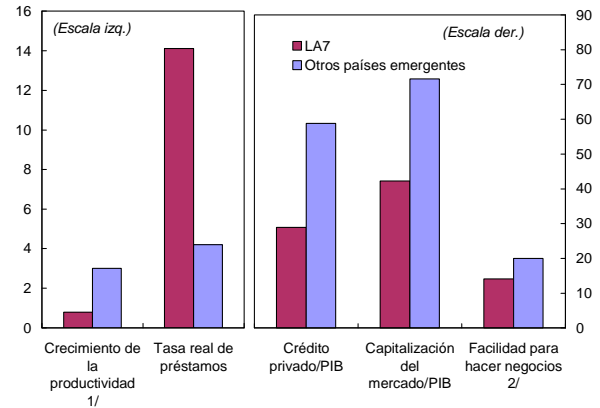
Gran parte de los estudios sobre finanzas corporativas han recalcado la importancia de las restricciones al financiamiento como factor limitante de la inversión a nivel de empresas (recuadro 6.1)⁴³. Las fricciones en el mercado financiero, que surgen de la información imperfecta que manejan los prestamistas, suelen dificultar el acceso de las empresas al financiamiento “externo” (es decir, el obtenido de fuentes ajenas a la empresa, en lugar del proveniente de utilidades retenidas) para proyectos de inversión que de otro modo resultarían rentables.

Aunque se ha documentado su importancia para empresas de todo el mundo, incluso de los países desarrollados, las restricciones al financiamiento pueden ser especialmente graves en América Latina y el Caribe. Prueba de ello es el costo relativamente alto de financiamiento y la falta de acceso al crédito para muchas empresas de la región, pese a la reciente mejora de los resultados obtenidos por el sector empresarial.

Los datos regionales a nivel de empresas muestran que los costos de financiamiento en la región han disminuido durante la última década. Sin embargo, se mantienen muy elevados en comparación con los de otras regiones, y de hecho casi duplican aquellos en Asia. Además, el análisis de la distribución de los costos de financiamiento entre empresas de la región respecto, por ejemplo,

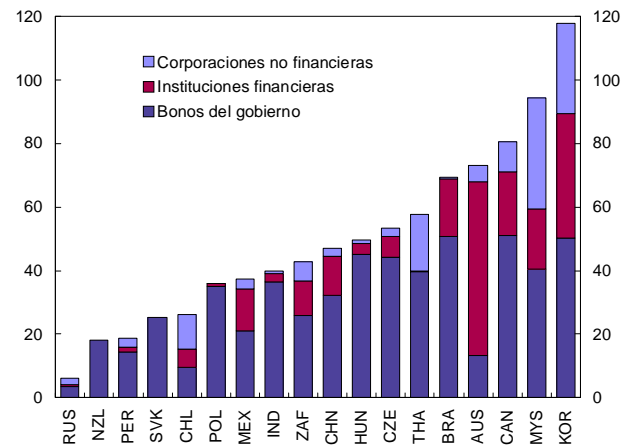
⁴³ Un análisis de los datos a nivel de las empresas permite comprobar la forma en que las restricciones varían según el tamaño de la empresa, y evitar los conocidos problemas de sesgo de agregación que plantean los datos sobre inversión agregada (véase Bond y Lombardi, 2004).

Restricciones a un mayor financiamiento privado
(Porcentaje, salvo indicación contraria, 2002-06)



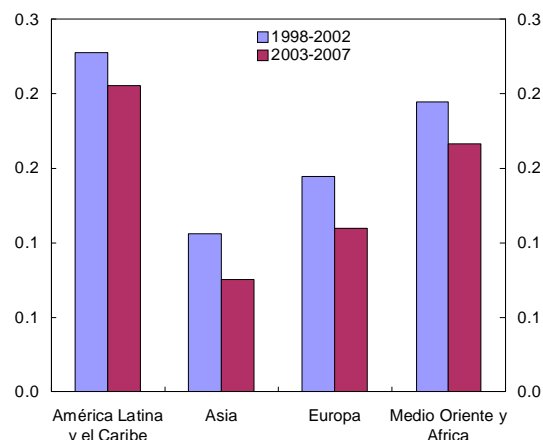
Fuentes: *Doing Business*, Banco Mundial; y cálculos del personal técnico del FMI.
1/ Crecimiento de la productividad en el período 1990-2006.
2/ Indicador cualitativo entre 0 y 100 donde mayores valores representan mayor facilidad para hacer negocios. Promedio 2003-06.

Tamaño de los mercados de bonos domésticos 1/
(Porcentaje del PIB)



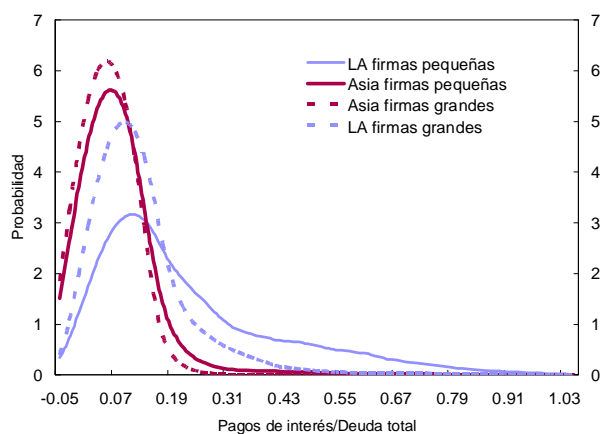
Fuentes: Banco de Pagos Internacionales; y cálculos del personal técnico del FMI.
1/ Monto a septiembre de 2007.

Costos de financiamiento a nivel de empresa 1/
(Porcentaje)



Fuentes: *Worldscope*; cálculos del personal técnico del FMI.
1/ Valor mediano de las firmas en gastos financieros/deuda total.

Distribución del costo de la deuda de las firmas de capital abierto 2003-07 1/



Fuentes: *Worldscope*; y cálculos del personal técnico del FMI.
1/ Firmas pequeñas y grandes están definidas como aquellas cuyo total de activos se encuentra por debajo del percentil 25 y por encima del percentil 75, respectivamente, del total de activos de todas las firmas en cada región.

los costos de financiamiento para las empresas grandes y pequeñas de América Latina y el Caribe se desplaza hacia la derecha de los correspondientes a Asia. Esto indica que las empresas de América Latina y el Caribe enfrentan de los mercados emergentes de Asia revela diferencias notables⁴⁴. Primero, la distribución de costos de financiamiento más elevados en todas las categorías. Por otra parte, la distribución de los costos de financiamiento para las empresas pequeñas de ambas regiones se ubica a la derecha de la correspondiente a las empresas más grandes, indicando que las empresas más chicas en ambas regiones enfrentan costos de financiamiento más elevados. Sin embargo, es particularmente llamativo que la brecha entre las distribuciones de las empresas pequeñas y grandes sea más amplia en América Latina y el Caribe que en Asia. Las empresas más pequeñas de América Latina y el Caribe tienen primas de financiamiento más altas que en Asia.

Asimismo, los datos de encuestas del Banco Mundial correspondientes a 2006 documentan que, en promedio, alrededor del 30% de las empresas de América Latina y el Caribe tienen acceso a préstamos bancarios o líneas de crédito, en comparación con 70% en Asia oriental. Los resultados de las encuestas también indican que las empresas de América Latina y el Caribe recurren mucho más a fondos internos para financiar nuevas inversiones o para obtener capital de trabajo (60% de la inversión total de las empresas se financia internamente en América Latina y el Caribe, comparado con un 30% en Asia). Ello refleja en parte el tamaño relativamente pequeño

⁴⁴ Para extraer la distribución de frecuencia de los costos de financiamiento con respecto a todas las empresas de la muestra se utilizaron estimaciones de densidad por núcleos (*kernel*). El eje horizontal del gráfico muestra el valor porcentual de los costos de financiamiento. El eje vertical muestra el porcentaje de empresas que enfrentan el nivel correspondiente de costos de financiamiento. Un sesgo de la distribución *A* hacia la derecha en comparación con la distribución *B* significa que más empresas de la distribución *A* enfrentan niveles superiores de costos de financiamiento que las de *B*.

de los sistemas financieros de muchos países de la región.

Como se analiza en el recuadro 6.1, en un mundo con mercados financieros perfectos, las decisiones de inversión de una empresa no estarían restringidas por las fuentes de financiamiento disponibles. No habría necesidad de usar fondos internos (disponibilidades de caja) para financiar inversiones, ya que siempre se podría encontrar financiamiento para proyectos rentables. En la realidad, las empresas que enfrentan restricciones al financiamiento externo tendrían un menor nivel de inversión y usarían en mayor proporción fondos internos (flujo de fondos neto) para inversiones. Otra forma de considerar las restricciones de financiamiento desde una perspectiva comparada entre países es que, en el caso de dos empresas idénticas en todos los aspectos excepto el operativo, la empresa que opera en un entorno de financiamiento menos desarrollado tenderá a invertir menos, en promedio, que aquella que goce de mayor facilidad de acceso al crédito. De hecho, las empresas de América Latina y el Caribe conservan, en promedio, una proporción relativamente grande de su flujo de fondos neto, generado por ventas, en comparación con las de otros mercados emergentes, pero al mismo tiempo tienen tasas de inversión mucho más bajas. Ello significa que las empresas de otras regiones de mercados emergentes han podido invertir más con menos disponibilidad de efectivo, lo que también indicaría que existen mayores restricciones al financiamiento para las empresas de América Latina y el Caribe.

Para analizar más rigurosamente el efecto de las restricciones de crédito sobre la inversión privada, se estima un modelo que vincula la inversión de una empresa con la productividad marginal del capital, y el grado de esas restricciones. Como es usual en los estudios sobre el tema, la productividad del capital se representa mediante la razón entre ventas y capital, reflejando la idea que un alto nivel de ventas constituiría un indicador de la rentabilidad esperada sobre la inversión

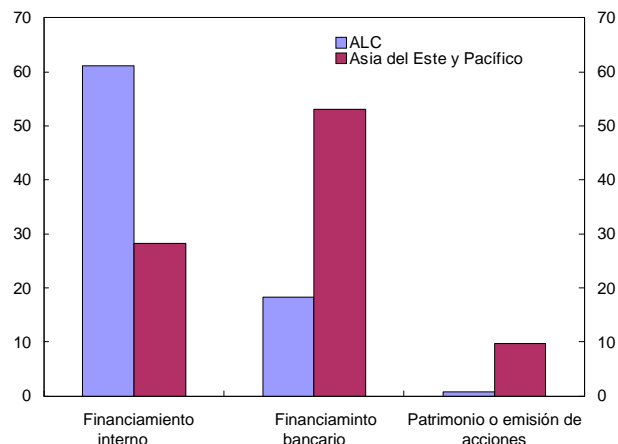
adicional. A su vez, las restricciones al financiamiento se representan mediante el saldo de efectivo de la empresa (dado que se considera que, *ceteris paribus*, las empresas que tienen dificultades de financiamiento mantienen más efectivo en caja).

También se procura investigar si las empresas más pequeñas tienden a ser más vulnerables a las restricciones de crédito. El modelo es estimado con datos de los estados financieros de las empresas del sector no financiero que cotizan en las bolsas de cuatro países de América Latina y el Caribe (Brasil, Chile, México y Perú). Análisis similares de países de la región han documentado la presencia de restricciones al financiamiento en el período anterior a 2003. El presente análisis se concentra en el período 2003–07, para examinar si ante la mayor estabilidad macroeconómica y el fortalecimiento de los balances, la importancia de las restricciones al financiamiento crediticio habría disminuido.

El análisis confirma que las restricciones al financiamiento siguen siendo un factor de importancia que afecta la inversión empresarial en América Latina y el Caribe, especialmente en el caso de las empresas más pequeñas. En general, las disponibilidades de efectivo tienen un efecto sumamente significativo y positivo en la inversión en la mayoría de los casos, por lo que cabe inferir que las limitaciones crediticias son importantes. Cuando se incluye el tamaño de la empresa en la regresión, el coeficiente estimado es alto y positivo. Es importante destacar que, según se desprende de los resultados, en América Latina y el Caribe las empresas de capital abierto más pequeñas enfrentan restricciones al financiamiento sustancialmente mayores que las empresas más grandes. Este resultado es coherente con lo observado en otros estudios para otros países (como el relativo a Chile realizado por Forbes, 2007). Además, se observa que la inversión es una función creciente del tamaño de la empresa (activos totales), de lo que se deduce que las tasas de inversión serían más altas entre las empresas

Fuentes de financiamiento

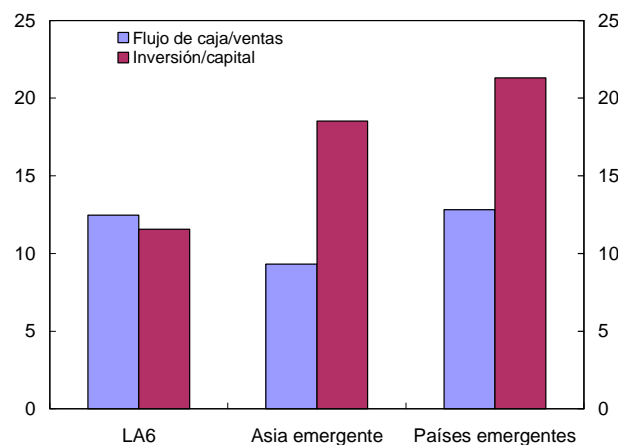
(Porcentaje del total de financiamiento de la inversión)



Fuente: Banco Mundial, Encuestas de Empresas.

Inversión y restricciones al financiamiento

(Porcentaje)



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

Inversión y restricciones financieras 1/

| Variables explicativas | Coeficientes estimados | |
|--|------------------------|-----------|
| | Efectos fijos | S-GMM 2/ |
| Ventas netas | 0,085 *** | -0,005 |
| Efectivo en caja | -0,021 * | 0,008 *** |
| Variable ficticia firmas pequeñas*efectivo en caja | 0,537 *** | 0,502 *** |
| Logaritmo de activos totales | 0,14 | 0,937 *** |
| No. de observaciones | 2921 | 2079 |

Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

1/ Estimaciones del modelo empírico tomando como variable dependiente el cociente de inversión respecto al capital.

2/ Estimaciones utilizando el estimador de sistemas del método generalizado de los momentos.

***, * indica significancia estadística en el nivel de 1% y 10%, respectivamente.

más grandes, más allá del impacto de las restricciones al financiamiento.

La observación de que las restricciones al financiamiento afectan más a las empresas más pequeñas permite inferir que esas restricciones podrían ser aún más importantes en América Latina y el Caribe de lo que se detecta en la muestra de empresas que cotizan en bolsa y utilizadas en este estudio. Es probable que las empresas que no integran la muestra sean aún más pequeñas y por ende enfrenten limitaciones mayores.

Conclusiones

El análisis desarrollado en este capítulo plantea dos cuestiones de política relacionadas con la necesidad de aumentar la inversión privada en América Latina y el Caribe.

Primero, en la actual coyuntura es fundamental preservar los avances logrados en la región en materia de reducción de la inflación. Un aumento sostenido de la inflación o la volatilidad del nivel de precios tendería a socavar la inversión y por ende afectaría las perspectivas de crecimiento.

Segundo, la magnitud y la persistencia de las restricciones al financiamiento en la región, especialmente en el caso de las empresas más pequeñas, hacen más relevante la necesidad de profundizar los sistemas financieros, fortalecer el desarrollo de los mercados de capital y las instituciones de crédito, y promover el acceso al financiamiento. Las prioridades son fortalecer la infraestructura financiera (por ejemplo, las calificadoras de riesgo, la calidad y transparencia de las normas de contabilidad) y establecer marcos jurídicos sólidos (incluyendo los derechos de propiedad, procesos de ejecución de garantías y reforma de la legislación sobre quiebras). Asimismo, es necesario mejorar la intermediación y reducir los obstáculos que impiden incrementar el financiamiento bancario y de los mercados de capital para las empresas medianas y pequeñas, así como dictar regulaciones para facilitar las innovaciones tecnológicas que permitan a las familias de bajos ingresos y a las pequeñas empresas acceder a los servicios financieros.

Recuadro 6.1. La literatura económica sobre restricciones al financiamiento e inversión

La inversión de las empresas depende, entre otros factores, de la rentabilidad económica —la productividad marginal del capital nuevo— y los costos de adquirir e instalar ese nuevo capital. En un mundo con mercados de capital perfectos, la estructura financiera de una empresa no debería importar a los efectos de sus decisiones de inversión. Las empresas podrían tomar en préstamo todos los fondos requeridos para maximizar el rendimiento sobre el capital a las tasas de mercado vigentes (resultado conocido como la irrelevancia de la estructura de capital de Modigliani-Miller, 1958). Sin embargo, los problemas de selección adversa y de agencia hacen que el proceso de evaluación y seguimiento sea costoso para los prestamistas, que tienden a cobrar una tasa activa de interés más elevada o a racionar el crédito —respecto a un escenario de información perfecta— para compensar ese mayor riesgo (Stiglitz y Weiss, 1981). Esto realza la importancia de reflexionar sobre el papel de las restricciones financieras en las decisiones de inversión de las empresas¹.

En el caso de una empresa con restricciones de financiamiento, puede demostrarse que sus decisiones de inversión no son meramente una función de las oportunidades fundamentales (es decir, la productividad marginal esperada del capital), sino también de las características de su balance financiero. Se infiere la existencia de restricciones de financiamiento cuando se observa una fuerte relación entre la inversión y los indicadores de fondos internos, generalmente el flujo de fondos. Podría afirmarse que, *ceteris paribus*, cuantas más restricciones enfrente la empresa, más recurrirá al financiamiento interno en lugar del externo.

Un problema importante que plantea ese enfoque es que el flujo de fondos también tiende a contener información acerca de la rentabilidad futura de las inversiones, y por lo tanto a presentar una correlación positiva con la inversión por razones distintas a las restricciones de acceso al financiamiento externo. Como respuesta a este problema, la mayoría de los estudios empíricos emplea información adicional sobre las empresas para clasificarlas en grupos que tendrían diferentes niveles de acceso al financiamiento del mercado. Un criterio natural para aplicar en este contexto es el tamaño de la empresa. Otra forma de evitar este problema de interpretación de los indicadores del efectivo es usando el saldo de efectivo en lugar del flujo de fondos (Forbes, 2007). Este enfoque es intuitivo porque, si bien cabría esperar que las empresas con restricciones financieras acumulen fondos propios para financiar la inversión, no resulta obvio que el saldo de efectivo en el balance de la empresa sirva para predecir adecuadamente la rentabilidad esperada de la inversión adicional.

Otra dificultad empírica que se plantea al estimar modelos de inversión es encontrar variables que representen adecuadamente el valor fundamental de las oportunidades de inversión. Gilchrist y Himmelberg (1998) muestran que el producto marginal del capital puede representarse mediante la razón entre (el nivel de) las ventas y el stock de capital. En algunos otros estudios (por ejemplo, Gelos y Werner, 2002), se usa la variación de las ventas como variable representativa del rendimiento esperado sobre el capital. Otra variable muy utilizada en la literatura es “la q de Tobin” —la razón entre el valor de mercado y el costo de reposición del capital (Hayashi, 1982). Es improbable, sin embargo, que se pueda reflejar adecuadamente la q marginal en el caso de empresas de países en desarrollo (Hubbard, 1998), dada la escasa liquidez del mercado accionario en mucho de estos países.

Nota: Este recuadro fue preparado por Alvaro Piris.

¹ Si bien no constituye el tema central de este capítulo, la literatura sobre el “acelerador financiero” señala que las variaciones observadas de la inversión agregada parecen ser mayores de lo que justificarían las variaciones de las tasas de interés o los indicadores de rentabilidad esperada (Bernanke y Gertler, 1989; Bernanke, 2007). Los modelos utilizados en estos estudios suponen que las empresas que tienen un alto patrimonio neto atraen más crédito y son por lo tanto más capaces de acceder al financiamiento externo a un costo más bajo. La volatilidad observada en la inversión agregada se vincula con los movimientos procíclicos del patrimonio neto de las empresas: los altos precios de los activos o el optimismo de los inversionistas durante las alzas hacen caer las primas que pagan las empresas por el financiamiento externo, impulsando así niveles de inversión mayores al que se explicarían por otros fundamentos económicos.

Recuadro 6.1 (conclusión)

Muchos estudios empíricos se han basado en este enfoque. Fazzari y otros (1988) abarcan las empresas manufactureras de Estados Unidos, mientras que Love y Zicchino (2006) y Bond y otros (1997) aplican un método similar a países de mercados emergentes y a las economías desarrolladas de Europa. Estudios empíricos sobre los países de América Latina han mostrado la existencia de restricciones de financiamiento en la mayoría de las economías estudiadas (véase un panorama general en Galindo y Schiantarelli, 2003). En Gelos y Werner (2002) se observa que la liberalización financiera en México alivió las restricciones de financiamiento para algunas empresas, en particular las pequeñas. Forbes (2007) mostró que en Chile las restricciones de financiamiento aumentaron para las empresas más pequeñas durante el período en que se aplicaron controles de capital. De Brun, Gandelman y Barbieri (2003) presentan evidencia que muestra que en Uruguay las pequeñas empresas enfrentan mayores restricciones de financiamiento, mientras que Castañeda (2003) muestra que las empresas de México afiliadas a grupos bancarios tienen menos restricciones.

(véanse de la Torre, Gozzi, y Schmukler, 2007; y Rojas-Suárez, 2007).

Asimismo, si bien no constituye el objeto específico de análisis en este capítulo, la adopción de reformas estructurales más amplias que eleven la productividad seguirá siendo otro imperativo de política económica para potenciar la inversión y el crecimiento. Esas políticas abarcan una variada gama de aspectos, como las medidas tendientes a flexibilizar el mercado de trabajo, mejorar la facilidad de hacer negocios y fortalecer la competencia

observa que la inversión está cointegrada con el producto real, Y (variable representativa de la rentabilidad) y la inflación, π (variable representativa de la incertidumbre) respectivamente. En consecuencia, se estima un modelo de corrección de errores para la inversión en el cual otros factores financieros y macroeconómicos que afectan la inversión privada en el corto plazo están representados por Z .

$$\Delta I_t = \mu + \sum_i a_i \Delta Y_{t-i} + bZ + c(I_{t-1} - Y_{t-1} - \pi_{t-1}) + \varepsilon_t$$

Se estima el modelo de corrección de errores en un panel integrado por los 18 países más grandes de América Latina y el Caribe durante los períodos 1980–2007 y 1990–2007 para reflejar los períodos de inflación más alta y más baja. El modelo se estima utilizando la metodología de medias grupales (Pesaran, Shin y Smith, 1999), que contempla una relación de cointegración de largo plazo común entre los países y una dinámica a corto plazo específica de cada país en un contexto de panel. A continuación se muestran los resultados del modelo estimado correspondientes a los dos períodos observados.

Apéndice 6.1. Métodos de estimación

Determinantes de la inversión privada real agregada

Existen abundantes estudios económicos que sostienen que la inversión agregada a largo plazo está determinada por la rentabilidad de la inversión y su correspondiente incertidumbre (véase una exposición más amplia del tema en Roache, 2006). Otros factores considerados son las variables representativas del clima empresarial, el desarrollo financiero y el costo de endeudamiento. Dado que las pruebas de raíces unitarias muestran que todas esas son series de tiempo no estacionarias (excepto en el caso de la tasa de interés real y la volatilidad de la inflación), en este estudio se prueba la existencia de una relación de cointegración de largo plazo. Se

El papel de las restricciones al financiamiento en la inversión de las empresas

Se emplea un modelo parsimonioso en el que se usan los indicadores de flujo de fondos y las ventas como variables representativas de las

restricciones al crédito y el rendimiento marginal sobre el capital, respectivamente. También se usan otras variables financieras para reflejar aspectos de la estructura financiera que pueden determinar la prima de financiamiento externo. Dada la importancia del efecto del tamaño, se aplican tres definiciones para determinar si una empresa es pequeña o no. El primer punto de corte respecto del tamaño se define en relación con el tamaño de las empresas en el percentil 25 de la propia distribución del tamaño de las empresas del país i . También se aplican puntos de corte alternativos respecto del tamaño en función de la forma en que las empresas del país i se comparan en tamaño con las del percentil 25 de la distribución de Brasil y, en forma separada, de México. El modelo estimado es el siguiente:

$$\frac{I_{i,t}}{K_{i,t-1}} = \alpha_i + \beta_1 * \frac{Ventas_{i,t}}{K_{i,t-1}} + \beta_2 * \frac{Efectivo_{i,t-1}}{K_{i,t-1}} + \beta_3 * Efectivo_{i,t-1} * Pequeña_i + \beta_4 * Z_{i,t} + f_i + d_t + \varepsilon_{i,t}$$

Las variables se normalizan por el stock de capital (véase una motivación en Gilchrist and Himmelberg, 1998). Los datos anuales de los estados financieros a nivel de las empresas correspondientes a Brasil, Chile, México y Perú durante el período 2003–07 se toman de la base de datos Economática. Aunque las inversiones de esas empresas cotizantes en bolsa representan entre el 5% y el 30% de la inversión privada total en los respectivos países, su dinámica es muy cercana a la de estas últimas inversiones, según cabe inferir de los altos coeficientes de correlación en la muestra.

Se estima primero el modelo usando un estimador de efectos fijos mediante mínimos cuadrados ordinarios (MCO), que permite controlar el sesgo potencial de endogeneidad que surge de la existencia de factores no observables y específicos a la empresa (como la calidad de la gestión). No obstante, como los estimadores de mínimos cuadrados ordinarios estarían sesgados si un shock no observado presenta correlación serial o si hay efectos de la inversión rezagada, se utiliza además un estimador Generalizado de Momentos

(GMM) en diferencias desarrollado por Arellano y Bond (1991) y otros. Dicho estimador calcula primero las primeras diferencias de cada una de las variables a fin de eliminar los efectos específicos de cada empresa y luego utiliza niveles rezagados de las variables como instrumentos. Los resultados se presentan a continuación.

Los detalles de las correspondientes pruebas de robustez y de especificación se presentan en Chai y Haksar (2008).

Estimaciones de panel dinámico del modelo macroeconómico (1980-2007)

| Variables | (1) | (2) | (3) |
|--|--------------------------|---------------------------|------------------------|
| Largo plazo | | | |
| PIB 1/ | 1,058 *** [0,0514] | 1,121 *** [0,0538] | 1,086 *** [0,0589] |
| Inflación | -0,00115 * [0,000636] | -0,00038 *** [0,00000] | -0,002 [0,00113] |
| Corrección de error | -0,262 *** [0,0574] | -0,261 *** [0,0551] | -0,326 *** [0,0655] |
| Corto plazo | | | |
| <i>En primeras diferencias</i> | | | |
| PIB 1/ | 2,426 *** [0,583] | 2,933 *** [0,529] | 3,019 *** [0,553] |
| Inversión pública 1/ | -0,135 ** [0,0613] | | |
| Deuda externa/PIB | -0,576 [0,407] | | |
| Ahorro nacional 1/ | | 0,0741 [0,0787] | |
| Términos de intercambio (en logaritmo) | | | -0,0108 [0,118] |
| Crédito al sector privado 1/ | 0,214 *** [0,0787] | 0,0838 [0,0909] | 0,114 [0,0808] |
| <i>En niveles</i> | | | |
| Volatilidad de la inflación | -1,13 ** [0,531] | 0,000379 [1,255] | -1,626 ** [0,742] |
| Tasa de interés real | | | -0,00343 [0,00258] |
| Observaciones | 414 | 416 | 359 |

Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: Corrección de error con cointegración de largo plazo; Errores estándares en corchetes; *** p<0,01, ** p<0,05, * p<0,1. 1/ En logaritmo de valores reales.

Estimaciones de panel dinámico del modelo macroeconómico (1990-2007)

| Variables | (4) | (5) | (6) |
|--|---------------------------|------------------------|--------------------------|
| Largo plazo | | | |
| PIB 1/ | 1,090 *** [0,0507] | 1,082 *** [0,0482] | 1,005 *** [0,106] |
| Inflación | -0,00959 *** [0,00141] | -0,00104 [0,00163] | -0,0276 *** [0,00537] |
| Corrección de error | -0,308 *** [0,0709] | -0,328 *** [0,0674] | -0,229 *** [0,0707] |
| Corto plazo | | | |
| <i>En primeras diferencias</i> | | | |
| PIB 1/ | 2,658 *** [0,717] | 3,557 *** [0,609] | 3,732 *** [0,632] |
| Inversión pública 1/ | -0,162 ** [0,0753] | | |
| Deuda externa/PIB | -0,421 [0,476] | | |
| Ahorro nacional 1/ | | 0,131 [0,129] | |
| Términos de intercambio (en logaritmo) | | | -0,0671 [0,209] |
| Crédito al sector privado 1/ | 0,163 [0,120] | 0,00338 [0,143] | 0,012 [0,108] |
| <i>En niveles</i> | | | |
| Volatilidad de la inflación | -0,375 [0,634] | 0,475 [1,287] | -0,759 [0,811] |
| Tasa de interés real | | | -0,00641 * [0,00345] |
| Observaciones | 298 | 298 | 280 |

Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: Corrección de error con cointegración de largo plazo; Errores estándares en corchetes; *** p<0,01, ** p<0,05, * p<0,1. 1/ En logaritmo de valores reales.

Estimaciones de mínimos cuadrados ordinarios con efectos fijos

| VARIABLES | (1) | (2) | (3) | (4) | (5) |
|--|------------------------|-------------------------|-------------------------|-------------------------|-------------------------|
| Ventas | 0,0463 *** [0,0172] | 0,0856 *** [0,00141] | 0,0853 *** [0,00162] | 0,0839 *** [0,00269] | 0,0856 *** [0,00142] |
| Efectivo en caja | 0,465 *** [0,0424] | -0,022 ** [0,0109] | -0,0211 * [0,0108] | -0,0192 * [0,0113] | -0,022 ** [0,0108] |
| Variable <i>dummy</i> para empresas pequeñas 1 | | 0,537 *** [0,0109] | | | 0,537 *** [0,0109] |
| Variable <i>dummy</i> para empresas pequeñas 2 | | | 0,536 *** [0,0109] | | |
| Variable <i>dummy</i> para empresas pequeñas 3 | | | | 0,531 *** [0,0119] | |
| Total de activos | | | | | 0,14 [0,0983] |
| Observaciones | 2921 | 2921 | 2921 | 2921 | 2921 |
| Número de códigos | 761 | 761 | 761 | 761 | 761 |
| R ² /Hansen P | 0,9 | 0,997 | 0,997 | 0,991 | 0,997 |

Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: *** p<0,01, ** p<0,05, * p<0,2.
Errores estándares robustos en corchetes.

Estimación de sistema de método generalizado de los momentos

| VARIABLES | (1) | (2) | (3) | (4) | (5) |
|--|-----------------------|--------------------------|--------------------------|----------------------|--------------------------|
| Ventas | -0,0164 [0,0143] | -0,00661 [0,00677] | -0,00669 [0,00676] | -0,0109 [0,0119] | -0,0049 [0,00709] |
| Efectivo en caja | 0,0144 * [0,00780] | 0,00789 *** [0,00270] | 0,00807 *** [0,00273] | 0,00492 [0,00461] | 0,00758 *** [0,00277] |
| Variable <i>dummy</i> para empresas pequeñas 1 | | 0,557 *** [0,0558] | | | 0,502 *** [0,0165] |
| Variable <i>dummy</i> para empresas pequeñas 2 | | | 0,568 *** [0,0715] | | |
| Variable <i>dummy</i> para empresas pequeñas 3 | | | | 0,354 ** [0,155] | |
| Total de activos | | | | | 0,937 *** [0,336] |
| Observaciones | 2079 | 2079 | 2079 | 2079 | 2079 |
| Número de códigos | 675 | 675 | 675 | 675 | 675 |
| R ² /Hansen P | 0,26 | 0,4 | 0,31 | 0,56 | 0,239 |

Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: *** p<0,01, ** p<0,05, * p<0,2.
Errores estándares robustos en corchetes.

Las Américas
Principales Indicadores Económicos

| | Crecimiento del producto (variación anual, porcentaje) | | | | | | Inflación (fin de período, porcentaje) 1/ | | | | | | Cuenta corriente externa (porcentaje del PIB) | | | | | | |
|--------------------------------------|---|------------|------------|------------|------------|------------|--|------------|------------|------------|-------------|------------|--|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|--|
| | 1995-2004 | | 2008 | | | 2009 | 1995-2004 | | 2008 | | | 2009 | 1995-2004 | | 2008 | | | 2009 | |
| | Prom. | 2005 | 2006 | 2007 | Prom. | Prom. | Prom. | 2005 | 2006 | 2007 | Prom. | Prom. | Prom. | 2005 | 2006 | 2007 | Prom. | Prom. | |
| América del Norte 2/ | 3.1 | 2.9 | 3.0 | 2.2 | 1.5 | 0.3 | 3.3 | 3.3 | 3.2 | 2.9 | 4.0 | 2.0 | -3.0 | -4.9 | -5.0 | -4.5 | -3.9 | -3.0 | |
| Estados Unidos | 3.1 | 2.9 | 2.8 | 2.0 | 1.6 | 0.1 | 2.5 | 3.7 | 2.2 | 4.1 | 3.1 | 1.6 | -3.3 | -5.9 | -6.0 | -5.3 | -4.6 | -3.3 | |
| Canadá | 3.3 | 2.9 | 3.1 | 2.7 | 0.7 | 1.2 | 1.9 | 2.3 | 1.3 | 2.4 | 2.9 | 1.9 | 0.8 | 1.9 | 1.4 | 0.9 | 0.9 | 0.0 | |
| México | 2.7 | 3.1 | 4.9 | 3.2 | 2.1 | 1.8 | 15.4 | 3.3 | 4.0 | 3.7 | 5.7 | 3.3 | -1.9 | -0.6 | -0.2 | -0.6 | -1.4 | -2.2 | |
| América del Sur 2/ | 2.5 | 5.3 | 5.6 | 6.5 | 5.5 | 3.6 | 10.4 | 6.8 | 5.4 | 7.1 | 9.4 | 8.0 | -1.5 | 2.8 | 2.9 | 1.3 | -0.1 | -1.0 | |
| Argentina | 1.3 | 9.2 | 8.5 | 8.7 | 6.5 | 3.6 | 4.9 | 12.3 | 9.8 | 8.5 | 9.0 | 9.0 | -0.5 | 2.0 | 2.6 | 1.7 | 0.8 | -0.6 | |
| Bolivia | 3.3 | 4.4 | 4.8 | 4.6 | 5.9 | 5.0 | 5.0 | 4.9 | 4.9 | 11.7 | 13.0 | 9.9 | -3.8 | 6.5 | 11.3 | 13.1 | 12.1 | 7.4 | |
| Brasil | 2.5 | 3.2 | 3.8 | 5.4 | 5.2 | 3.5 | 8.6 | 5.7 | 3.1 | 4.5 | 6.3 | 4.5 | -2.4 | 1.6 | 1.3 | 0.1 | -1.8 | -2.0 | |
| Chile | 4.8 | 5.6 | 4.3 | 5.1 | 4.5 | 3.8 | 4.2 | 3.6 | 2.6 | 7.8 | 8.5 | 4.9 | -1.8 | 1.2 | 4.7 | 4.4 | -1.1 | -0.9 | |
| Colombia | 2.4 | 5.7 | 6.8 | 7.7 | 4.0 | 3.5 | 12.0 | 4.9 | 4.5 | 5.7 | 7.2 | 4.9 | -2.1 | -1.3 | -1.8 | -2.9 | -2.2 | -1.9 | |
| Ecuador | 2.8 | 6.0 | 3.9 | 2.5 | 3.0 | 3.0 | 31.4 | 3.1 | 2.9 | 3.3 | 9.5 | 4.0 | -1.8 | 0.8 | 3.9 | 2.3 | 5.6 | 1.5 | |
| Paraguay | 1.5 | 2.9 | 4.3 | 6.8 | 5.5 | 4.2 | 8.9 | 9.9 | 12.5 | 5.9 | 8.6 | 5.0 | -1.7 | 0.8 | 1.5 | 1.9 | 1.4 | 0.5 | |
| Perú | 3.6 | 6.7 | 7.7 | 8.9 | 9.2 | 7.0 | 4.9 | 1.2 | 1.1 | 3.9 | 5.8 | 3.5 | -3.7 | 1.4 | 3.0 | 1.4 | -2.0 | -1.8 | |
| Uruguay | 0.9 | 6.6 | 7.0 | 7.4 | 6.5 | 5.5 | 14.0 | 4.9 | 6.4 | 8.5 | 7.0 | 6.5 | -1.1 | 0.0 | 0.4 | -0.8 | -2.6 | -1.9 | |
| Venezuela | 1.3 | 10.3 | 10.3 | 8.4 | 6.0 | 2.0 | 35.1 | 14.4 | 17.0 | 22.5 | 32.0 | 35.0 | 6.5 | 17.7 | 14.7 | 8.8 | 8.5 | 3.4 | |
| América Central 2/ | 3.7 | 4.7 | 6.2 | 6.6 | 4.6 | 4.2 | 7.5 | 8.0 | 6.0 | 8.6 | 11.0 | 7.0 | -4.7 | -4.9 | -4.8 | -6.9 | -9.1 | -8.7 | |
| Costa Rica | 4.3 | 5.9 | 8.8 | 7.3 | 4.0 | 3.5 | 12.4 | 14.1 | 9.4 | 10.8 | 13.0 | 9.0 | -3.9 | -5.2 | -4.9 | -5.8 | -7.8 | -6.6 | |
| El Salvador | 3.0 | 3.1 | 4.2 | 4.7 | 3.0 | 2.6 | 4.0 | 4.3 | 4.9 | 4.9 | 9.0 | 6.0 | -2.4 | -3.3 | -3.6 | -5.5 | -6.1 | -5.3 | |
| Guatemala | 3.4 | 3.3 | 5.2 | 5.7 | 4.5 | 4.0 | 7.4 | 8.6 | 5.8 | 8.7 | 9.8 | 6.5 | -5.2 | -4.5 | -5.0 | -5.0 | -5.8 | -5.9 | |
| Honduras | 3.7 | 6.1 | 6.3 | 6.3 | 4.2 | 4.0 | 13.4 | 7.7 | 5.3 | 8.9 | 12.1 | 8.4 | 0.3 | -3.0 | -4.7 | -10.0 | -13.9 | -10.5 | |
| Nicaragua | 4.3 | 4.3 | 3.9 | 3.8 | 3.0 | 3.5 | 8.5 | 9.6 | 9.5 | 16.9 | 17.1 | 9.2 | -20.6 | -14.6 | -13.6 | -18.3 | -23.9 | -21.1 | |
| Panamá | 4.4 | 7.2 | 8.5 | 11.5 | 8.3 | 7.8 | 0.9 | 3.4 | 2.2 | 6.4 | 9.6 | 4.8 | -5.3 | -4.9 | -3.2 | -8.0 | -11.7 | -13.9 | |
| El Caribe 2/ | 3.8 | 5.7 | 7.8 | 5.6 | 3.7 | 2.9 | 10.2 | 8.4 | 6.0 | 9.1 | 13.3 | 7.6 | -3.2 | -0.1 | -0.7 | -1.7 | -5.3 | -4.4 | |
| Las Bahamas | 3.2 | 2.5 | 3.4 | 2.8 | 1.0 | 1.2 | 1.7 | 1.2 | 2.3 | 2.9 | 5.7 | 2.0 | -10.4 | -14.3 | -25.0 | -21.9 | -15.1 | -12.8 | |
| Barbados | 2.2 | 4.3 | 3.3 | 3.3 | 1.7 | 1.0 | 2.5 | 7.4 | 5.6 | 4.8 | 14.5 | -2.7 | -4.0 | -12.8 | -8.7 | -7.2 | -9.9 | -9.1 | |
| Belice | 5.5 | 3.1 | 4.7 | 1.2 | 4.0 | 2.5 | 1.8 | 4.2 | 2.9 | 4.1 | 4.0 | 2.5 | -11.5 | -13.6 | -2.1 | -4.2 | -4.1 | -3.0 | |
| República Dominicana | 4.9 | 9.3 | 10.7 | 8.5 | 4.7 | 2.8 | 13.0 | 7.4 | 5.0 | 8.9 | 14.3 | 7.7 | -0.8 | -1.4 | -3.6 | -5.4 | -13.5 | -12.4 | |
| ECCU 3/ | 2.6 | 5.3 | 6.0 | 4.4 | 3.2 | 2.9 | 1.8 | 4.4 | 2.2 | 6.0 | 6.4 | 2.6 | -16.8 | -22.2 | -30.8 | -36.4 | -34.5 | -28.6 | |
| Guyana | 2.4 | -1.9 | 5.1 | 5.4 | 4.6 | 4.5 | 5.4 | 8.3 | 4.2 | 14.0 | 9.0 | 7.0 | -12.0 | -14.8 | -19.4 | -18.2 | -22.2 | -18.7 | |
| Haití 4/ | 1.8 | 1.8 | 2.3 | 3.2 | 2.5 | 4.0 | 17.1 | 14.8 | 12.4 | 7.9 | 16.0 | 9.5 | -1.0 | 2.6 | -1.4 | -1.1 | -3.0 | -2.9 | |
| Jamaica | 0.5 | 1.4 | 2.5 | 1.2 | 0.7 | 0.9 | 11.5 | 12.6 | 5.7 | 16.8 | 18.3 | 12.0 | -6.0 | -10.6 | -11.7 | -16.4 | -16.0 | -12.8 | |
| Suriname | 3.2 | 4.5 | 4.8 | 5.5 | 6.5 | 4.8 | 15.4 | 15.8 | 4.7 | 8.4 | 15.0 | 9.5 | -7.2 | -4.3 | 1.8 | 2.9 | 1.3 | 0.8 | |
| Trinidad y Tobago | 7.6 | 6.1 | 12.2 | 5.5 | 5.0 | 4.5 | 3.8 | 7.2 | 9.1 | 7.6 | 11.5 | 8.5 | 2.0 | 23.7 | 25.2 | 25.8 | 22.3 | 19.7 | |
| Item de Memorando: | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| América Latina y el Caribe 2/ | 2.6 | 4.7 | 5.5 | 5.6 | 4.6 | 3.2 | 11.4 | 5.9 | 5.0 | 6.3 | 8.5 | 6.6 | -1.9 | 1.3 | 1.5 | 0.4 | -0.8 | -1.6 | |

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

1/ Tasas de final de período, esto es, diciembre a diciembre. Estas generalmente diferirán de las tasas de inflación anual presentadas en Perspectivas de la economía mundial, si bien ambas están basadas en idénticas proyecciones.

2/ Promedio ponderado. Para el producto y la inflación, se utiliza el PIB medido en PPA; para la cuenta corriente externa, el PIB en dólares.

3/ Unión Monetaria del Caribe Oriental (ECCU). Para la inflación, ponderado por el PIB en dólares; para el producto y la cuenta corriente, total de ECCU.

4/ Datos para año fiscal.

América Latina y el Caribe
Principales Indicadores Fiscales 1/

| | Ingreso del Sector Público (porcentaje del PIB) | | | | | Gasto Primario del Sector Público (porcentaje del PIB) | | | | | Saldo Global (porcentaje del PIB) | | | | | Balance Primario (porcentaje del PIB) | | | | |
|--------------------------------------|--|-------------|-------------|---------------|---------------|---|-------------|-------------|---------------|---------------|--------------------------------------|-------------|-------------|---------------|---------------|--|------------|------------|---------------|---------------|
| | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 Proy. | 2009 Proy. | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 Proy. | 2009 Proy. | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 Proy. | 2009 Proy. | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 Proy. | 2009 Proy. |
| América Latina y el Caribe 2/ | 31.2 | 32.0 | 32.3 | 32.2 | 31.5 | 27.7 | 28.7 | 29.4 | 29.3 | 29.5 | -1.2 | -1.0 | -1.0 | -0.9 | -1.4 | 3.5 | 3.3 | 3.0 | 2.9 | 2.0 |
| América del Sur y México 2/ | 28.8 | 32.6 | 32.9 | 32.8 | 32.1 | 28.2 | 29.2 | 29.9 | 29.8 | 30.1 | -1.2 | -0.9 | -1.0 | -0.9 | -1.4 | 3.6 | 3.4 | 3.0 | 3.0 | 2.0 |
| Argentina | 29.4 | 29.9 | 31.6 | 33.1 | 32.5 | 25.0 | 25.9 | 29.5 | 30.2 | 30.1 | -1.8 | -1.1 | -2.3 | -0.9 | -1.2 | 4.4 | 4.0 | 2.1 | 2.9 | 2.4 |
| Bolivia | 30.9 | 34.3 | 34.0 | 36.0 | 34.6 | 30.2 | 27.3 | 29.8 | 31.8 | 30.5 | -2.2 | 4.5 | 1.7 | 2.2 | 2.0 | 0.8 | 7.0 | 4.2 | 4.2 | 4.0 |
| Brasil | 42.5 | 43.3 | 43.5 | 42.4 | 42.3 | 38.1 | 39.4 | 39.5 | 38.1 | 38.5 | -3.0 | -3.0 | -2.3 | -2.2 | -1.7 | 4.4 | 3.9 | 4.0 | 4.3 | 3.8 |
| Chile | 25.9 | 27.8 | 29.5 | 28.6 | 28.3 | 20.4 | 19.2 | 19.9 | 21.5 | 22.4 | 4.7 | 7.9 | 9.0 | 6.7 | 5.4 | 5.6 | 8.6 | 9.6 | 7.1 | 5.9 |
| Colombia | 26.1 | 27.7 | 28.0 | 25.9 | 25.9 | 22.8 | 24.7 | 24.9 | 23.4 | 24.4 | 0.0 | -0.7 | -0.6 | -0.8 | -1.2 | 3.4 | 2.9 | 3.3 | 2.5 | 1.5 |
| Ecuador | 24.2 | 27.4 | 28.8 | 34.9 | 34.7 | 21.4 | 21.6 | 24.8 | 31.3 | 32.5 | 0.7 | 3.7 | 2.2 | 2.2 | 0.3 | 2.9 | 5.8 | 4.1 | 3.6 | 2.1 |
| México | 21.1 | 21.9 | 22.2 | 22.4 | 21.7 | 19.5 | 19.7 | 21.0 | 21.4 | 21.4 | -1.4 | -0.6 | -1.4 | -1.5 | -2.0 | 1.6 | 2.2 | 1.3 | 1.0 | 0.2 |
| Paraguay | 23.3 | 24.6 | 23.6 | 23.1 | 23.6 | 20.5 | 20.9 | 20.1 | 21.5 | 22.1 | 0.9 | 0.8 | 1.5 | 0.2 | 0.1 | 2.8 | 3.7 | 3.5 | 1.6 | 1.5 |
| Perú | 24.2 | 25.3 | 25.7 | 26.6 | 26.2 | 22.5 | 21.2 | 20.8 | 22.0 | 22.3 | -0.3 | 2.2 | 3.3 | 3.0 | 2.1 | 1.6 | 4.1 | 5.1 | 4.5 | 3.7 |
| Uruguay | 31.8 | 31.8 | 33.8 | 32.4 | 33.8 | 27.9 | 28.0 | 30.2 | 29.7 | 30.8 | -0.7 | -0.6 | 0.0 | -0.3 | -0.1 | 3.9 | 3.8 | 3.6 | 2.7 | 3.1 |
| Venezuela | 37.6 | 37.3 | 33.1 | 34.9 | 28.9 | 30.6 | 36.7 | 34.1 | 34.0 | 33.9 | 4.1 | -1.5 | -2.6 | -0.8 | -6.4 | 7.1 | 0.6 | -1.0 | 0.9 | -5.1 |
| América Central 2/ | 21.6 | 22.9 | 23.7 | 23.5 | 23.4 | 20.8 | 21.5 | 21.5 | 22.0 | 22.4 | -2.1 | -1.2 | -0.1 | -0.6 | -1.1 | 0.5 | 1.1 | 2.0 | 1.3 | 0.8 |
| Costa Rica | 35.4 | 37.5 | 38.2 | 38.9 | 38.9 | 31.9 | 32.4 | 32.9 | 35.0 | 36.0 | -3.1 | -0.5 | 0.9 | 0.1 | -0.9 | 2.0 | 3.0 | 4.0 | 2.9 | 1.9 |
| El Salvador | 16.5 | 17.2 | 17.1 | 17.5 | 17.7 | 17.3 | 17.6 | 16.6 | 17.4 | 17.5 | -3.0 | -2.9 | -1.9 | -2.3 | -2.2 | -0.8 | -0.5 | 0.5 | 0.0 | 0.2 |
| Guatemala | 12.0 | 12.8 | 13.1 | 12.9 | 12.8 | 11.5 | 12.8 | 12.6 | 11.6 | 12.3 | -0.9 | -1.4 | -1.0 | -0.2 | -0.9 | 0.5 | 0.0 | 0.5 | 1.3 | 0.5 |
| Honduras | 24.2 | 24.2 | 24.6 | 25.1 | 25.0 | 25.7 | 26.5 | 26.8 | 27.3 | 27.1 | -1.4 | -1.9 | -1.6 | -1.5 | -1.5 | -1.5 | -2.3 | -2.2 | -2.3 | -2.2 |
| Nicaragua | 28.7 | 30.4 | 31.2 | 30.6 | 30.0 | 28.1 | 28.8 | 28.8 | 30.4 | 29.5 | -1.6 | 0.2 | 0.9 | -1.8 | -1.2 | 0.8 | 2.2 | 2.4 | 0.0 | 0.5 |
| Panamá | 22.3 | 24.9 | 27.9 | 25.0 | 24.0 | 20.5 | 20.1 | 21.0 | 21.2 | 21.6 | -2.6 | 0.5 | 3.5 | 0.7 | -0.3 | 1.8 | 4.8 | 6.9 | 3.8 | 2.4 |
| El Caribe 2/ | 23.2 | 23.7 | 24.4 | 24.5 | 24.3 | 18.5 | 20.3 | 20.9 | 22.6 | 21.4 | -1.5 | -1.6 | -1.5 | -2.1 | -1.2 | 4.7 | 3.7 | 3.3 | 2.6 | 3.5 |
| República Dominicana | 15.6 | 16.2 | 17.6 | 16.8 | 17.0 | 14.5 | 15.8 | 15.9 | 18.0 | 16.4 | -3.0 | -3.1 | -1.4 | -3.8 | -1.6 | 1.0 | 0.4 | 1.7 | -0.4 | 1.8 |
| Jamaica | 30.2 | 29.9 | 31.1 | 30.2 | 31.4 | 18.8 | 21.0 | 22.3 | 22.4 | 22.5 | -4.2 | -5.2 | -4.1 | -4.7 | -2.9 | 11.5 | 8.9 | 8.8 | 7.7 | 8.9 |
| Trinidad y Tobago | 33.6 | 35.1 | 34.8 | 37.7 | 35.3 | 25.2 | 27.4 | 29.7 | 32.3 | 30.9 | 6.0 | 6.8 | 1.6 | 4.7 | 2.2 | 8.7 | 8.9 | 3.7 | 6.5 | 4.1 |
| ECCU 3/ | 29.6 | 30.6 | 30.1 | 29.9 | 29.3 | 29.8 | 32.0 | 31.0 | 29.8 | 29.1 | -4.4 | -5.6 | -4.7 | -4.1 | -4.1 | -0.2 | -1.4 | -0.9 | 0.1 | 0.2 |

Fuente: Estimaciones del personal técnico del FMI.

1/ Reflejan estimaciones recientes al 14 de agosto de 2008. Datos del saldo global del sector público, incluyen el gobierno general y las empresas públicas.

2/ Ponderado por el PIB en función de la PPA.

3/ Unión Monetaria del Caribe Oriental.

BIBLIOGRAFÍA

- Agénor, P., 2004, "Macroeconomic Adjustment and the Poor: Analytical Issues and Cross-Country Evidence", *Journal of Economic Surveys*, vol. 18(3), págs. 351–408.
- Alaimo, V., y H. Lopez, 2008, "Oil Intensities and Oil Prices: Evidence for Latin America", World Bank Policy Research Working Paper No. 4640 (Washington: Banco Mundial).
- Amadeo, E., y M. Neri, 1997, "Macroeconomic Policy and Poverty in Brazil", Working Paper No. 383, Pontificia Universidade Católica de Rio de Janeiro (Rio de Janeiro).
- Arias-Vazquez, F., A. Corbacho y P. Joshi, 2008, "Elevated Food Prices and Vulnerable Households: Fiscal Policy Options", documento de trabajo del FMI de próxima publicación (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Arellano, M., y S. Bond, 1991, "Some Tests of Specification for Panel Data: Monte Carlo Evidence and an Application to Employment Equations," *Review of Economic Studies*, vol. 58, págs. 77–297.
- Bacon, R., y M. Kojima, 2006, "Coping with Higher Oil Prices: Energy Sector Assistance Program", World Bank Report No. 323/06 (Washington: Banco Mundial).
- Baig, T., et al., 2007, "Domestic Petroleum Product Prices and Subsidies: Recent Developments and Reform Strategies", IMF Working Paper No. 07/71 (Washington: International Monetary Fund).
- Banco Interamericano del Desarrollo, 2008, "Countries Need to Spend More to Prevent Food Crisis from Deepening Poverty", agosto, disponible en la página www.iadb.org/NEWS/articledetail.cfm?language=EN&parid=4&arttype=WS&artID=4718.
- Banco Mundial, 2006, "Assessing the Impact of Higher Oil Prices in Latin America", informe preparado juntamente con Latin American and the Caribbean Region, Office of the Chief Economist and Economic Policy Sector, abril 2006.
- , 2008a, "Rising Food Prices: The World Bank's Latin America and Caribbean Region Position Paper" (Washington).
- , 2008b, *World Development Indicators* (Washington).
- Barkbu B., N. Batini, y R. Garcia-Saltos, 2006, "Inflation Persistence in Latin America", presentado en la conferencia de LACEA en ITAM-Mexico, 2–4 noviembre.
- Berg, A., P. Karam, y D. Laxton, 2006, "Practical Model-Based Monetary Policy Analysis—A How-To Guide", IMF Working Paper 06/081 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Bernanke, B. S., 2007, "The Financial Accelerator and the Credit Channel", discurso pronunciado en la conferencia "Credit Channel of Monetary Policy in the Twenty-First Century", Federal Reserve Bank of Atlanta, 15 junio.

- _____, y M. Gertler, 1989, "Agency Costs, Net Worth, and Business Fluctuations", *The American Economic Review*, vol. 79, No. 1, págs. 14–31.
- Bond, S., y D. Lombardi, 2004, "To Buy or Not to Buy? Uncertainty, Irreversibility, and Heterogeneous Investment Dynamics in Italian Company Data", IMF Working Paper 04/104 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- _____, J. Elston, J. Mairesse, y B. Mulkay, 1997, "Financial Factors and Investment in Belgium, France, German, and the UK: A Comparison Using Company Panel Data", NBER Working Paper No. 5900 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Bülir, A., 2001, "Income Inequality: Does Inflation Matter?" *IMF Staff Papers*, vol. 48, No. 1, págs. 139–59 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- _____, y A.-M. Gulde, 1995, "Inflation and Income Distribution: Further Evidence on Empirical Links", IMF Working Paper 95/86 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Canales-Kriljenko J., C. Freedman, R. Garcia-Saltos, y D. Laxton, 2008, "Adding Latin America to the Global Projection Model", documento de trabajo del FMI de próxima publicación (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Capistrán C., y M. Ramos-Francia, 2006, "Inflation Dynamics in Latin America", Banco de México documento de trabajo No. 11 (Mexico City: Banco de Mexico, noviembre).
- Carabenciov, I., I. Ermolaev, C. Freedman, M. Juillard, O. Kamenik, D. Korsunov, y D. Laxton, 2008a, "A Small Quarterly Multi-Country Projection Model", documento de trabajo del FMI de próxima publicación (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- _____, 2008b, "A Small Quarterly Multi-Country Projection Model with Financial-Real Linkages and Oil Prices", documento de trabajo del FMI de próxima publicación (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Cardoso, E., R. Paes de Barros, y A. Urani, 1995, "Inflation and Unemployment as Determinants of Inequality in Brazil: The 1980s", en *Reform, Recovery, and Growth: Latin America and the Middle East*, (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research Project), págs. 151–71.
- Castañeda, Gonzalo, 2003, "Internal Capital Markets and Financing Choices", Capítulo 7 de *Credit Constraints and Investment in Latin America*, editado por Arturo Galindo y Fabio Schiantarelli (Washington: Banco Interamericano del Desarrollo).
- Castillo, P., C. Montoro, y V. Tuesta, 2006, "An Estimated Stochastic General Equilibrium Model with Partial Dollarization: A Bayesian Approach", documento de trabajo No. 381 del Banco Central de Chile (Santiago: Banco Central de Chile, diciembre).
- Chai, J., y V. Haksar, 2008, "Financing Constraints and Investment in Latin America", documento de trabajo del FMI de próxima publicación (Washington: Fondo Monetario Internacional).

- Chue, T. K., y D. E. Cook, 2008, "Emerging Market Exchange-Rate Exposure", *Journal of Banking and Finance*, vol. 32(7), págs. 1349–62.
- Corseuil, C., M. Cortez Reis, R. Mendonça, y R. Paes de Barros, 2000, "Poverty, Inequality, and Macroeconomic Instability", Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada, Texto para Discussão No. 750 (Rio de Janeiro).
- Deaton, A., 1997, *The Analysis of Household Surveys: A Microeconomic Approach to Development Policy* (Washington: Banco Mundial).
- , y S. Zaidi, 2003, *Guidelines for Constructing Consumption Aggregates for Welfare Analysis* (Washington: Banco Mundial).
- De Brun, J., N. Gandelman, y E. Barbieri, 2003, "Investment and Financial Restrictions at the Firm Level in Uruguay", Capítulo 8 de *Credit Constraints and Investment in Latin America*, editado por Arturo Galindo y Fabio Schiantarelli (Washington: Banco Interamericano del Desarrollo).
- De La Torre, A., J. Gozzi, y S. Schmukler, 2007, "Capital Market Development: Whither Latin America?" World Bank Policy Research Working Paper 4156 (Washington: Banco Mundial).
- Dessus, S., S. Herrera, y R. de Hoyos, 2008, "The Impact of Food Inflation on Urban Poverty and Its Monetary Cost: Some Back-of-the-Envelope Calculations," World Bank Policy Research Working Paper No. 4666 (Washington: Banco Mundial).
- Domínguez, K., y L. Tesar, 2006, "Exchange Rate Exposure", *Journal of International Economics*, vol. 68 (1), págs. 188–218.
- Easterly, W., y S. Fischer, 2004, "Inflation and the Poor", *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 33, No. 2, págs. 160–78.
- Echeverry, J. C., L. Fergusson, R. Steiner, y C. Aguilar, 2003, "Dollar Debt in Colombian Firms: Are Sinners Punished During Devaluations?" *Emerging Markets Review*, vol. 4 (4) (diciembre) págs. 417-49.
- Fazzari, S.M., R.G. Hubbard, B.C. Petersen, A.S. Blinder, y J.M. Poterba, 1988, "Financing Constraints and Corporate Investment," *Brookings Papers on Economic Activity:1* (Washington: The Brookings Institution), págs. 141–206.
- Ferreira, F., P. Leite, y J. Litchfield, 2006, "The Rise and Fall of Brazilian Inequality, 1981–2004", Policy Research Working Paper 3867 (Washington: Banco Mundial).
- Fondo Monetario Internacional, 2008a, "Food and Fuel Prices—Recent Developments, Macroeconomic Impact, and Policy Responses" (Washington, June 30). Disponible en la página www.imf.org/external/np/pp/eng/2008/063008.pdf.
- , 2008b, *Regional Economic Outlook: Western Hemisphere* (Washington, abril).
- , 2008c, *World Economic Outlook* (Washington, octubre).
- Forbes, K., 2007, "One Cost of the Chilean Capital Controls: Increased Financial Constraints for Smaller Traded Firms," *Journal of International Economics*, vol. 71 (abril), págs. 294–323.

- Galindo, A., y F. Schiantarelli, 2003, "Determinants and Consequences of Financial Constraints Facing Firms in Latin America: An Overview", Capítulo 1 del *Credit Constraints and Investment in Latin America*, editado por Arturo Galindo y Fabio Schiantarelli (Washington: Banco Interamericano del Desarrollo).
- García, P., y R. Valdés, 2005, "The Inflation Process in Chile: Changes and Stability", documento presentado en la reunión de otoño de economistas del BIS del 27–28 de octubre en Basel.
- Gelos, R.G., y A.M. Werner, 2002, "Financial Liberalization, Credit Constraints, and Collateral: Investment in the Mexican Manufacturing Sector," *Journal of Development Economics*, vol. 67 (febrero), págs. 1–27.
- Ghosh, Atish R., y Steven Phillips, 1998, "Inflation, Disinflation, and Growth", IMF Working Paper 98/68 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Gilchrist, S., y C.P. Himmelberg, 1995, "Investment Fundamentals and Finance", Working Paper 6652 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Goncalves, C., y J.M. Salles, 2008, "Inflation Targeting in Emerging Economies: What Do the Data Say?" *Journal of Development Economics*, vol. 85 (febrero), págs. 312–18.
- Goretti, M., y D. Laxton, 2005, "Long-Term Inflation Expectations and Credibility", Recuadro 4.2 del Capítulo 4 del *World Economic Outlook*, (Washington: Fondo Monetario Internacional, septiembre).
- Gouvea, S., A. Minella, R. Santos, N. Souza-Sobrinho, y T. Sugahara, "SAMBA: Stochastic Analytical Model with Bayesian Approach for the Brazilian Economy," inédito.
- Greene, J., y D. Villanueva, 1991, "Private Investment in Developing Countries: An Empirical Analysis," *IMF Staff Papers*, vol. 38 (marzo), págs. 33-58.
- Hartelius, K.J., K. Kashiwase, y L.E. Kodres, "Emerging Market Spread Compression: Is It Real or Is It Liquidity?" IMF Working Paper 08/10 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Hayashi, F., 1982, "Tobin's marginal q and Average q: A Neoclassical Interpretation," *Econometrica*, vol. 50, No. 1, págs. 213–24.
- Hubbard, R.G., 1998, "Capital-Market Imperfections and Investment," *Journal of Economic Literature*, vol. 36, págs. 193–225.
- Ivanic, M., y W. Martin, 2008, "Implications of Higher Global Food Prices for Poverty in Low-Income Countries", Policy Research Working Paper No. 4594 (Washington: Banco Mundial).
- Jadresic, E., y J., 2005, "Is the FX Derivatives Market Effective and Efficient in Reducing Currency Risk?" Documento de trabajo No. 325 (Santiago: Banco Central de Chile).
- Kamil, H., 2008, "A New Database on the Currency and Maturity Composition of Firms' Balance Sheets in Latin America: 1992–2007", (inédito; Washington: Fondo Monetario Internacional).

- _____, M. F., Maiguashca, y D. Perez: "Hedgers or Speculators? Demand for Currency Derivatives by Firms in Colombia", documento de trabajo del FMI de próxima publicación (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Love, I., y L. Zicchino, 2006, "Financial Development and Dynamic Investment Behavior: Evidence from Panel VAR", *The Quarterly Review of Economics and Finance*, vol. 46 (mayo), págs. 190–210.
- Magnusson, K., 2008, "The Impact of U.S. Economic Activity on Household Remittances to Latin America: A State-Level Analysis", inédito (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- McDermott J., y P. McMenemy, 2008, "Assessing Inflation Targeting in Latin America with a DSGE Model", Working Paper No. 469 (Santiago: Banco Central de Chile).
- Medina J., A. Munro, y R. Soto, 2008, "What Drives the Current Account in Commodity Exporting Countries? The Cases of Chile and New Zealand," BIS Working Paper No. 247 (marzo) (Basel: Bank for International Settlements).
- Modigliani, F., y M. Miller, 1958, "The Cost of Capital, Corporate Finance and the Theory of Investment", *American Economic Review*, vol. 48, págs. 261–97.
- Österholm, P., y J. Zettelmeyer, 2008, "The Effect of External Conditions on Growth in Latin America", de próxima publicación en *IMF Staff Papers*.
- Pesaran, M. Hashem, Y. Shin, y R.P. Smith, 1999, "Pooled Mean Group Estimation of Dynamic Heterogeneous Panels", *Journal of the American Statistical Association*, vol. 94 (junio), págs. 621–34.
- Rennhack, R., y M. Nozaki, 2006, "Financial Dollarization in Latin America", en *Financial Dollarization*, editado por A. Armas, A. Ize, y E. Levy Yeyati (Fondo Monetario Internacional y Banco Central de la Reserva de Perú).
- Roache, S., 2006, "Domestic Investment and the Cost of Capital in the Caribbean", IMF Working Paper 06/152 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Robles, M., J. Cuesta, S. Duryea, T. Enamorado, A. Gonzales, y V. Rodríguez, 2008, "Rising Food Prices and Poverty in Latin America: Effects of the 2006–08 Price Surge" (inédito; Washington: Banco Interamericano de Desarrollo).
- Rojas-Suarez, L., 2007, "The Provision of Banking Services in Latin America: Obstacles and Recommendations", Working Paper No. 124 (Washington: Centro para el Desarrollo Global).
- Romer, C., y D. Romer, 1999, "Monetary Policy and the Well-Being of the Poor", *Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Review*, vol. 84(1), págs. 21–49.
- Sarel, M., 1995, "Nonlinear Effects of Inflation on Economic Growth", IMF Working Paper 95/56 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Singh, A., y M. Cerisola, 2006, "Sustaining Latin America's Resurgence: Some Historical Perspectives", IMF Working Paper 06/252 (Washington: Fondo Monetario Internacional).

Stiglitz, J., y A. Weiss, 1981, "Credit Rationing in Markets with Imperfect Information", *American Economic Review*, vol. 71, No. 3, págs. 393-410.

Székely, M., 2005, "Pobreza y desigualdad en Mexico entre 1950 y 2004", *El Trimestre Económico*, vol. 72(4), págs. 913-31.