

# World Economic and Financial Surveys

## Perspectivas económicas

### **Las Américas**

---

**ABR 07**

©2007 International Monetary Fund

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

Perspectivas económicas: Las Américas -- [Washington, D.C.]: Fondo Monetario  
Internacional, 2007

p. cm. -- (Estudios económicos y financieros)

Abr. 2007

Translation of: Regional economic outlook: Western Hemisphere

Includes bibliographical references.

ISBN 978-1-58906-643-4

1. Economic forecasting -- North America. 2. Economic forecasting -- Latin America.  
3. Economic forecasting -- Caribbean Area. 4. North America -- Economic conditions.  
5. Latin America -- Economic conditions. 6. Caribbean Area -- Economic conditions.  
I. International Monetary Fund.. II. Series (World economic and financial surveys)  
HC94.R44518 2007

Precio: US\$31,00

(US\$26,00 para catedráticos y  
estudiantes universitarios)

Solicítese a:

International Monetary Fund, Publication Services  
700 19th St. N.W., Washington, D.C. 20431, EE.UU.

Tel.: (202) 623-7430   Telefax: (202) 623-7201

Correo electrónico: [publications@imf.org](mailto:publications@imf.org)

Internet: [www.imf.org](http://www.imf.org)

# Índice

Resumen ejecutivo	v	
I	La economía mundial y las perspectivas para Estados Unidos y Canadá	1
	Entorno mundial	1
	Las perspectivas para Estados Unidos y Canadá	2
II.	Perspectivas para América Latina y el Caribe	6
	Evolución y perspectivas	6
	Sector financiero	12
	Evolución externa	16
	Políticas monetarias y cambiarias	18
	Política fiscal	19
III.	El efecto del entorno externo sobre el crecimiento en América Latina	22
	Trayectorias alternativas para el crecimiento mundial	24
	Supuestos alternativos para los precios de los productos básicos	25
	Condiciones financieras más restrictivas para los mercados emergentes	26
	Evaluación general	26
IV.	Sostenimiento de la expansión y aumento del crecimiento a largo plazo	28
	Hacia un mayor aumento de la productividad a largo plazo	28
	Sostenimiento de la expansión	32
	Principales indicadores económicos	37
	Apéndice	
	Un modelo del impacto de los <i>shocks</i> externos en América Latina	38
	Bibliografía	42

## ÍNDICE

### Recuadros

1.	La desaceleración del mercado de la vivienda en Estados Unidos	4
2.	Brasil: Revisión de las cuentas nacionales	7
3.	El Caribe: Efectos de la Copa Mundial de Críquet 2007 sobre el crecimiento y las cuentas fiscales	9
4.	El nuevo programa de reforma económica de Perú	11
5.	Entidades financieras de América Central y la República Dominicana con licencia <i>offshore</i>	14
6.	Productividad, inversión y empleo en el ciclo actual de expansión	31
7.	Calidad de la educación, capital humano y crecimiento en América Latina	33

Esta edición de *Perspectivas económicas: Las Américas* fue escrita por Roberto Benelli, Benedict Clements, y Jeronimo Zettelmeyer bajo la dirección de Caroline Atkinson y Anoop Singh, con aportaciones de Ana Lucía Coronel, Marcello Estevão, Eva Jenkner, Priyadarshani Joshi, Padamja Khandelwal, Vladimir Klyuev, Michael Moore y Pär Österholm, y el apoyo de economistas de los Departamentos del Hemisferio Occidental, Mercados Monetarios y de Capital y Estudios. Tom Duffy, Priyadarshani Joshi, Patricia Herran-Carrasco, Joy Villacorte y Carolina Worthington colaboraron en la investigación y la producción.

# Resumen ejecutivo

*Las perspectivas económicas para las Américas siguen siendo generalmente favorables.* Para Estados Unidos ahora se prevé un crecimiento anual cercano al 2¼% en el 2007, y una recuperación a poco menos del 3% en el 2008. Tras un año excepcionalmente bueno, en el que el producto real aumentó 5½%, se prevé que el crecimiento en América Latina y el Caribe (ALC) disminuya ligeramente hasta una tasa apenas inferior al 5% en el 2007 y de 4¼% en el 2008, como consecuencia de la moderación de tasas inusualmente elevadas en varios países, de la desaceleración de la economía de Estados Unidos y de menores precios para algunos productos básicos. Se prevé que la inflación repuntará un poco, pero se mantendrá controlada.

*La región de ALC ha registrado avances económicos significativos en los últimos años, y 2007 probablemente será el quinto año de la que es ya la etapa de recuperación y expansión más vigorosa desde los años setenta.* Aunque persisten diferencias importantes entre países, el año pasado se registraron nuevamente superávits fiscales primarios y en cuenta corriente sin precedentes, menor inflación, menor deuda pública y nuevas mejoras en las estructuras de endeudamiento. La estabilidad se mantuvo y el crecimiento aumentó, incluso en países que sufrieron transiciones políticas importantes. Las tasas de desempleo y pobreza siguieron bajando y la desigualdad en la región está disminuyendo por primera vez en varias décadas.

*No obstante, se observan señales claras de que algunos indicadores económicos están empezando a deteriorarse, y continúa la impaciencia popular con respecto a los resultados en lo social.* Se prevén importantes descensos en los superávits externos y fiscales para este año y el próximo como resultado de las altas tasas de aumento del gasto público, el sostenido y fuerte crecimiento de las importaciones y menores precios de los productos básicos. El crédito—sobre todo a los hogares—también ha estado creciendo aceleradamente. En vista de que los niveles agregados de crédito siguen siendo bajos, este crecimiento en sí mismo no es negativo, pero requerirá una atenta vigilancia, como también lo harán los riesgos de inflación en algunos países.

*En esta edición de Perspectivas económicas: Las Américas (en lo consecutivo, Perspectivas económicas) se examina de cerca la sensibilidad del crecimiento de América Latina al entorno externo, que ha sido excepcionalmente favorable en los últimos años.* Aunque la considerable mejora de los balances y los marcos de política ha hecho a América Latina más resistente de lo que era hace una década, la región sigue siendo sensible a los *shocks* en el crecimiento mundial, los precios de los productos básicos y las condiciones financieras. Si bien se pueden absorber cambios moderados en estos factores, un menor ritmo del crecimiento mundial, combinado con condiciones financieras mucho menos favorables o una disminución importante de los precios de los productos básicos, podrían generar un considerable descenso del crecimiento. Para reducir aún más la vulnerabilidad de América Latina ante esos *shocks* se requieren esfuerzos adicionales para reducir la deuda pública, disminuir las rigideces presupuestarias,

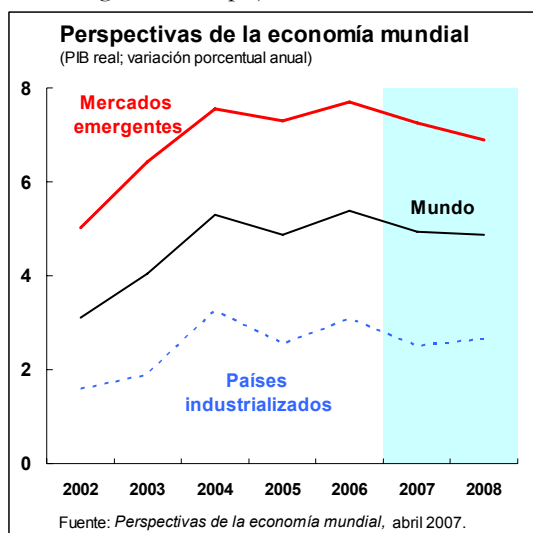
flexibilizar los tipos de cambio, fortalecer los sistemas financieros y diversificar las exportaciones.

*A mediano plazo, el desafío para América Latina sigue siendo elevar el crecimiento, hacerlo más sostenido y distribuir sus beneficios más equitativamente.* Este informe demuestra que se necesitarán aumentos significativos de la inversión y—más importante aún—de la productividad para elevar sustancialmente el ingreso per cápita en las próximas dos décadas. Se ilustran, en particular, los efectos de dos políticas: mejoras en la educación y reformas laborales. Con base en estudios recientes, este informe también se pregunta si América Latina habrá tenido éxito en romper con su historial de periódicos retrocesos en el crecimiento. Varios factores determinantes del crecimiento sostenido, como las instituciones políticas y los regímenes comerciales, han mejorado significativamente en los últimos dos decenios, y la volatilidad macroeconómica se ha reducido considerablemente en los últimos años. No obstante, los esfuerzos por crear sociedades más equitativas y menos desintegradas—que estén en mejores condiciones para evitar drásticos cambios en la dirección del crecimiento en el futuro—aún se encuentran en sus fases iniciales. Avanzar en este sentido tomará tiempo y requerirá reformas fiscales, laborales, educativas y del sector financiero. Mientras tanto, las políticas macroeconómicas tendrán que mantenerse atentas para que la región pueda aprovechar la oportunidad ofrecida por el favorable entorno global actual para arraigar el crecimiento y elevarlo en forma sostenida.

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

## Entorno mundial

La economía mundial creció vigorosamente en el 2006, y las presiones inflacionarias se moderaron. El crecimiento mundial ascendió al 5.4%,<sup>1</sup> aunque se registró una leve desaceleración a mitad de año (véase la edición de abril del 2007 del informe *Perspectivas de la economía mundial*, del FMI). En Estados Unidos, pese a la desaceleración del mercado de la vivienda, la actividad económica se sostuvo gracias a la pujanza del consumo, el

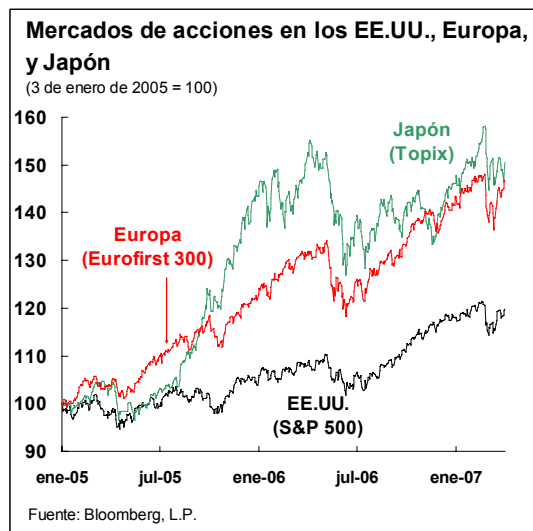


continuo aumento del empleo, el descenso de los precios del petróleo con respecto a los máximos registrados en agosto y cierta moderación de las tasas de interés a largo plazo. En la zona del euro, el crecimiento se aceleró hasta su nivel máximo en seis años al aumentar la demanda interna gracias a una mejora en la confianza de las empresas y al

<sup>1</sup> A menos que se indique lo contrario, los datos que figuran en el texto acerca de grupos de países corresponden a promedios ponderados por el PIB de cada país a precios de paridad del poder adquisitivo. Para las cuentas externas se utiliza el PIB a precios corrientes y tipos de cambio del mercado.

sólido crecimiento del empleo. En Japón, la actividad económica recobró impulso al final del año tras una desaceleración a comienzos del mismo. El crecimiento en los mercados emergentes y los países en desarrollo alcanzó un nivel boyante, de alrededor del 8%, impulsado por la continua y fuerte expansión en China e India. Las presiones inflacionarias, que aumentaron a principios del año a raíz del acelerado ritmo del crecimiento y los altos precios del petróleo, en general se moderaron en el segundo semestre gracias a la aplicación de una política monetaria más restrictiva y el descenso de los precios del petróleo.

Las expectativas de continua solidez del crecimiento económico y la disminución de las inquietudes con respecto a la inflación contribuyeron a condiciones financieras mundiales muy favorables en el segundo semestre del 2006 y principios del 2007, y el fuerte crecimiento de las utilidades impulsó a los mercados accionarios de las economías avanzadas hacia nuevos máximos. Al mismo tiempo, los rendimientos de los bonos a largo plazo se mantuvieron bajos, los diferenciales (*spreads*) de los activos de riesgo disminuyeron, y



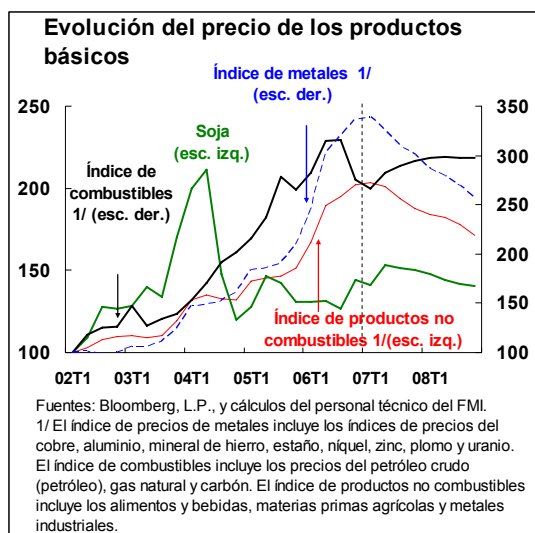
su volatilidad regresó a niveles históricamente bajos (véase la edición de abril del 2007 del informe *Global Financial Stability Report* del FMI). Con base en esta evolución favorable, los mercados emergentes de bonos y acciones se recuperaron de la turbulencia sufrida en mayo y junio del 2006 y subieron a nuevos máximos. No obstante, los mercados accionarios experimentaron una corrección a fines de febrero y principios de marzo del 2007 como reacción ante una repentina venta mundial de activos de riesgo, incluyendo acciones de los mercados emergentes. El aumento de la volatilidad sirvió para recordar que las condiciones financieras extraordinariamente favorables podrían cambiar rápidamente.

No obstante, se prevé que la economía mundial seguirá creciendo de manera pujante en el 2007 y 2008. Al entrar la expansión actual en su quinto año, se prevé que el crecimiento mundial se moderará hasta un nivel ligeramente inferior al 5% en el 2007, más cerca de su potencial. La moderada desaceleración se originaría principalmente en las economías avanzadas. Según las proyecciones, el crecimiento de los países en desarrollo y de mercados emergentes mantendrá su ritmo acelerado, apoyado por condiciones financieras todavía favorables y precios relativamente altos de los productos básicos no energéticos, en tanto que precios del petróleo

ligeramente inferiores en el corto plazo impulsarán el crecimiento en los países importadores de petróleo.

Aunque las *Perspectivas de la economía mundial* siguen siendo favorables, los riesgos continúan inclinándose moderadamente hacia un deterioro. Además de la posibilidad de efectos más generalizados del mercado de la vivienda sobre otros sectores de la economía estadounidense (véase la siguiente sección), existen otros riesgos para la economía mundial. Entre ellos: (i) la posibilidad de una mayor volatilidad en los mercados financieros, que podría motivar ventas adicionales de activos de riesgo; (ii) posibles *shocks* sobre la oferta en el mercado petrolero y (iii) una corrección desordenada de los desequilibrios mundiales, que tiene una baja probabilidad de ocurrir pero que tendría un alto costo. En la edición de abril del 2007 de *Perspectivas de la economía mundial*, el personal técnico del FMI estima que existe una probabilidad de uno en cinco de que el crecimiento mundial caiga por debajo del 4% en el 2008.

Los países ricos en productos básicos, entre ellos los de América Latina, enfrentan el desafío adicional de una merma de los precios de exportación, aunque muchos precios de productos básicos se mantienen elevados en comparación con sus niveles históricos.

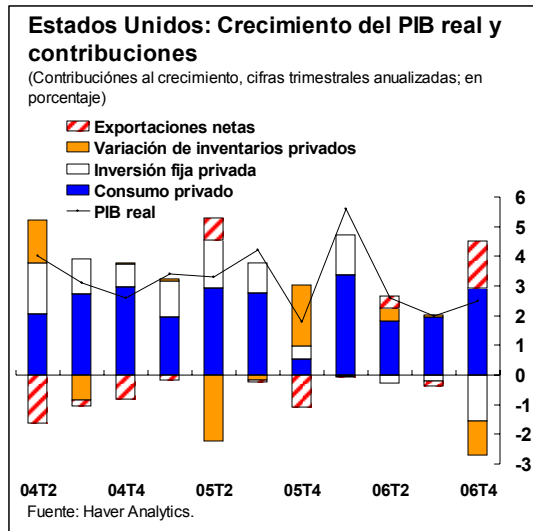


## Las perspectivas para Estados Unidos y Canadá

La desaceleración de la economía estadounidense continuó en el cuarto trimestre del 2006, en que el crecimiento alcanzó 2.5% (en términos anualizados), ½% superior al registrado en el trimestre anterior. Para el año en su conjunto, el crecimiento del PIB real fue de 3.3%, una cifra semejante a la del 2005. El crecimiento del cuarto trimestre se apoyó en un pujante consumo—que se basó a su vez en el continuo aumento del empleo y la disminución de los precios de la energía—y un giro en la contribución de las exportaciones netas al crecimiento. No obstante,



la caída de la inversión residencial y la desaceleración de la inversión empresarial— imprevista ante la continua pujanza de las utilidades y el benigno entorno financiero— así como una reducción de las existencias, representaron influencias negativas. El déficit en cuenta corriente bajó a 5¾% del PIB en el cuarto trimestre a raíz de la disminución de los precios del petróleo y la mejora de la balanza comercial no petrolera.



Hasta el momento, la economía estadounidense ha resistido la desaceleración en la inversión empresarial y en el mercado de la vivienda (Recuadro 1), pese a que esta última ha sido más acusada que lo previsto al cierre de la edición de noviembre del 2006 de *Perspectivas económicas: Las Américas*. En particular, la desaceleración del mercado de la vivienda ha tenido, hasta el momento, un efecto limitado sobre el consumo, ya que la solidez del mercado laboral ha sostenido los ingresos de los hogares y los bajos niveles de las tasas de interés a largo plazo han contenido el servicio de la deuda de los hogares. La reciente turbulencia en los mercados financieros, incluyendo el rápido aumento de los *spreads* de los instrumentos hipotecarios de alto riesgo ante el aumento de las tasas de morosidad, ha puesto en evidencia la laxitud con que se concedían préstamos hacia el final del auge inmobiliario.

Aunque el impacto sobre los demás mercados ha sido moderado hasta el momento, existe preocupación de que el otorgamiento de crédito fácil pudiese haber sido más común que lo observado hasta el momento, y será necesario vigilar de cerca los riesgos.

Mirando hacia el futuro, se prevé que la economía estadounidense tenga un “aterrizaje suave” en el 2007, y que en lo sucesivo el crecimiento se recupere gradualmente hasta alcanzar su potencial (alrededor del 3%). El menor dinamismo de finales del 2006 y principios del 2007 reduciría la tasa de crecimiento del 2007 a casi 2¼% en promedio y la del 2008 a un poco menos del 3%. Las proyecciones contemplan una caída gradual del impacto de la corrección del mercado de la vivienda, con una disminución apenas modesta del crecimiento del consumo. No obstante, las repercusiones sobre los mercados financieros de los problemas en el mercado hipotecario de alto riesgo (subprime) podrían afectar en mayor medida a la construcción y al gasto de los hogares, mientras que la inversión de las empresas podría continuar reduciéndose si el crédito en general se encarece.

El reciente incremento en la recaudación tributaria y un gasto menor de lo previsto en Medicare, defensa y servicio de la deuda han mejorado las perspectivas fiscales de Estados Unidos a corto y mediano plazo. El presupuesto para el ejercicio del 2008 ahora contempla la eliminación del déficit presupuestario federal en un plazo de cinco años, mediante restricciones del gasto. Como reconoce el gobierno de los Estados Unidos, sigue haciendo falta una reforma generalizada de los programas de prestaciones para asegurar la sostenibilidad fiscal a largo plazo ante el envejecimiento de la población y el aumento de los gastos médicos. La reducción del déficit, sobre todo si se combina con políticas adecuadas por parte de otros países, ayudaría también a reducir los desequilibrios mundiales y a mitigar el riesgo de una corrección desordenada de los mismos.

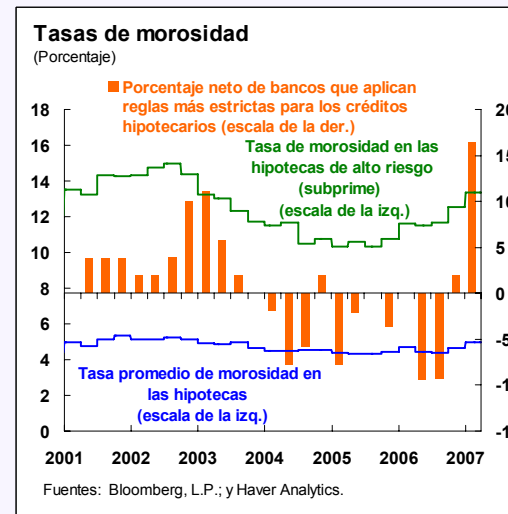
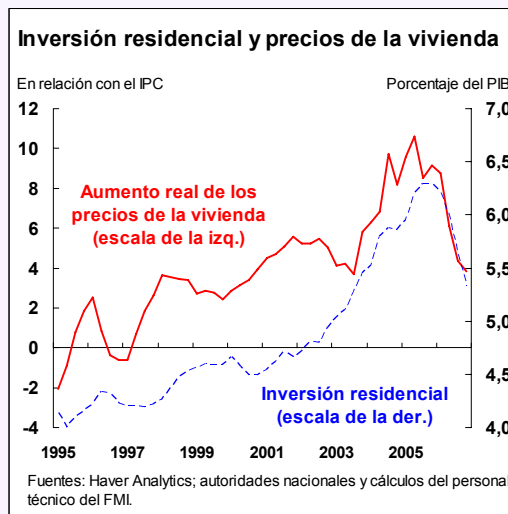
### Recuadro 1. La desaceleración del mercado de la vivienda en Estados Unidos

El ritmo de crecimiento de los precios de la vivienda en Estados Unidos disminuyó acusadamente en el curso de 2006, y la actividad en el mercado de la vivienda se debilitó dramáticamente. Las ventas de viviendas nuevas y usadas descendieron de los máximos recientes, y la inversión residencial se redujo un 11% entre el primer y cuarto trimestres. A pesar de que ha habido indicaciones de que la caída en la tasa de construcción residencial pueda estar disminuyendo, las perspectivas para el mercado de la vivienda se han visto empañadas por problemas en el mercado de las hipotecas de alto riesgo (*subprime*), en el que las ejecuciones hipotecarias podrían incrementar la oferta y alargar el ciclo de inversión en viviendas.

Desde una perspectiva económica más amplia, la debilidad en el mercado de la vivienda solo ha afectado hasta ahora a los sectores directamente relacionados: inversión residencial, bienes raíces y la industria de suministro de materiales para la construcción. Al mismo tiempo, el consumo de los hogares sigue mostrando una gran capacidad de resistencia, gracias a un fuerte crecimiento de los ingresos, bajas tasas de interés a largo plazo y ganancias en los mercados de valores. Se prevé que esta tendencia va a continuar.

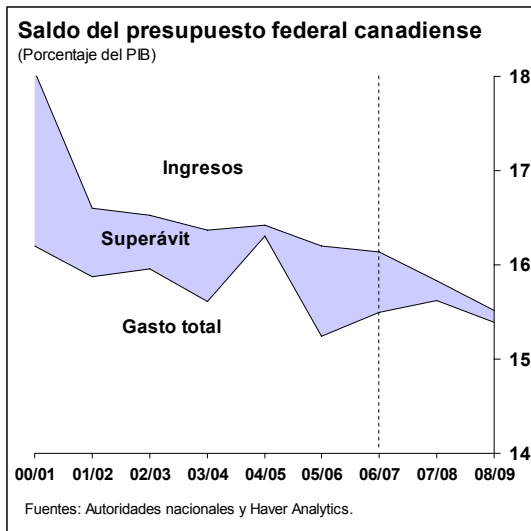
Las tasas de morosidad e impago de hipotecas han empezado a subir, pero aún están en niveles muy bajos. El aumento ha sido más marcado en el segmento de las hipotecas de alto riesgo (préstamos menos seguros concedidos a prestatarios con antecedentes crediticios dudosos, documentación insuficiente, etc.), que había crecido mucho en los últimos años. Puesto que la liquidez del mercado de la vivienda se ha visto restringida por el estancamiento de los precios de las casas y el endurecimiento de las normas de concesión de préstamos, se prevé un mayor número de incumplimientos en las hipotecas de alto riesgo. Si bien no son anormales en relación con años anteriores, los niveles actuales de impago han provocado un aumento marcado de los márgenes sobre los activos vinculados a los segmentos más riesgosos de esos préstamos. Estas dificultades también han perjudicado mucho a las entidades que ofrecen esta clase de hipotecas. Por ahora, el aumento de los márgenes se ha circunscrito a sectores relativamente pequeños y riesgosos del mercado de bonos de Estados Unidos, y las repercusiones para el conjunto del sistema financiero han sido limitadas. Sin embargo, se mantiene la preocupación de que los problemas en el mercado de las hipotecas de alto riesgo puedan desembocar en una restricción más severa del crédito al consumidor, lo que pondría más presión sobre las finanzas de los hogares, o bien que sean síntomas de un relajamiento de las normas de crédito y suscripción (*underwriting*) en una gama más amplia de mercados, lo cual podría provocar una contracción más general de las condiciones financieras en Estados Unidos y el mundo, lo cual podría deprimir la actividad económica.

Nota: Este recuadro fue preparado por Vladimir Klyuev.



En Canadá, la economía creció a un nivel cercano a su potencial en el 2006, y el desempleo se redujo a 6.1%, su nivel más bajo en 30 años. El impulso a la actividad económica generado por el aumento de los precios de los productos básicos ha sido contrarrestado por una apreciación nominal efectiva del dólar canadiense de aproximadamente 35% en los últimos años. La tasa de inflación, que había sido impulsada por el aumento en los precios de los productos energéticos, ha descendido a cerca del 2%, gracias también a un recorte del impuesto sobre los bienes y servicios efectuado en julio del 2006. La elevada elasticidad de los impuestos con respecto al nivel de ingreso y la austeridad en el gasto han generado un superávit presupuestario federal estimado de  $\frac{3}{4}$  de punto porcentual del PIB para el ejercicio 2006/07, pese a las rebajas de impuestos.

reducir la deuda a mediano plazo—se prevén una inflación cercana al 2% y pequeños superávits fiscales para los próximos años.

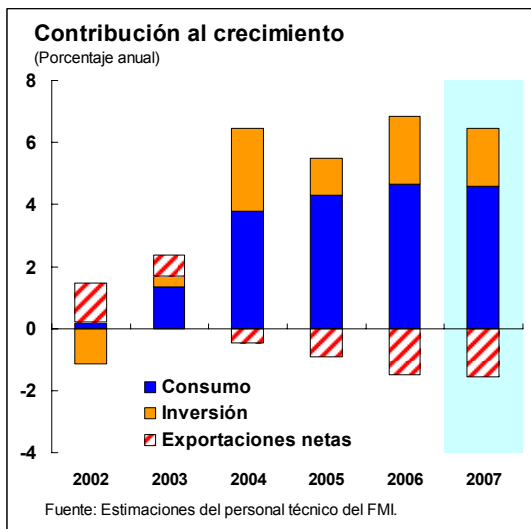
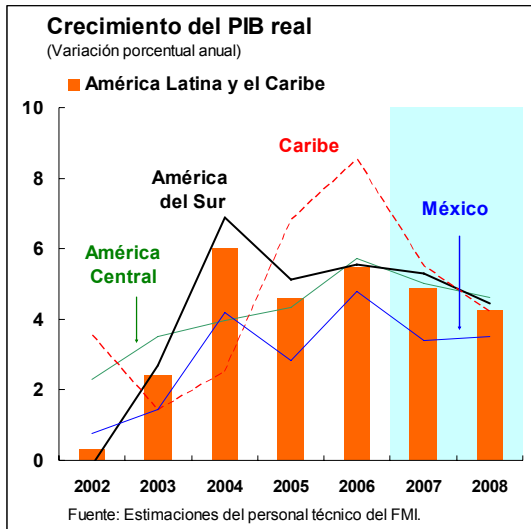


Las perspectivas para 2007 y el mediano plazo siguen siendo en general favorables. Si bien la economía canadiense se ha desacelerado en los últimos meses, debido en parte a la pérdida de dinamismo de la actividad en Estados Unidos, se prevé que el crecimiento repuntará a un 2½% para 2007 en conjunto y retornará a su nivel potencial en el 2008. Gracias a un sólido marco de política económica—incluyendo el recién renovado régimen de metas de inflación y el objetivo de

## II. Perspectivas para América Latina y el Caribe

### Evolución y perspectivas

El crecimiento en América Latina y el Caribe (ALC) continua siendo sólido. Para la región en su conjunto, el crecimiento en el 2006 fue de 5¼%. Este resultado lleva el crecimiento promedio de los últimos tres años a 5¼%, el mejor desempeño desde finales de los años setenta. Con el proceso de recuperación llegando a un punto de madurez, la demanda interna sigue ganando importancia como principal motor del crecimiento. El crecimiento de las importaciones ha repuntado, y las exportaciones netas han ejercido una presión a la baja sobre el



crecimiento, dado que varias economías se recuperaron de crisis registradas a comienzos de la década.

Aunque existen diferencias significativas entre países, la perspectiva de corto plazo para América Latina y el Caribe se mantiene generalmente favorable. Se prevé que el crecimiento de la región disminuirá ligeramente por debajo del 5% en el 2007 y del 4¼ % en el 2008, a raíz del descenso de las tasas inusualmente elevadas de varios países, la desaceleración de la economía de Estados Unidos y reducciones en los precios de algunos productos básicos.

El impacto de la desaceleración de la economía de Estados Unidos sobre la región fue más que compensado por otros factores externos y la fortaleza de la demanda interna en el 2006. Varios países—entre ellos Argentina, Colombia, Costa Rica, Panamá, Perú, la República Dominicana, Trinidad y Tobago, Uruguay y Venezuela—crecieron a tasas cercanas al 7% o más. El crecimiento también fue el mayor registrado en varios años en Perú, Colombia y México, entre otros. En Brasil, las cuentas nacionales recientemente revisadas (Recuadro 2) muestran una aceleración del crecimiento durante el año, debido a una política monetaria más expansiva, hasta llegar a 4¾% en el último trimestre del 2006 (comparación con el mismo trimestre del 2005). Para el año completo, la tasa anual del crecimiento fue de 3.7%, considerablemente mayor que la registrada en el 2005. En Chile, el crecimiento está retornando a su potencial tras la desaceleración del 2006 (4%), causada por factores temporales, como huelgas y un deslave en el sector minero.

América Central creció a un ritmo del 5¾% en el 2006, el más elevado desde 1998. También en este caso la demanda interna ha desempeñado un papel importante, ya que las remesas continúan impulsando el consumo. Varios factores, incluyendo el buen desempeño de las exportaciones no tradicionales, el aumento de la inversión extranjera directa en varios países y un nuevo Acuerdo de

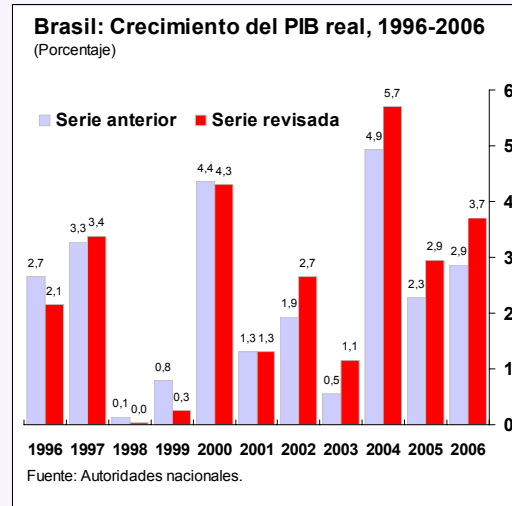
### Recuadro 2. Brasil: Revisión de las cuentas nacionales

El Instituto Brasileño de Geografía y Estadística (IBGE) publicó a fines de marzo datos revisados sobre las cuentas nacionales correspondientes al período 1995–2006. La revisión supone mejoras significativas en la metodología, incluyendo el uso de encuestas sectoriales y cifras de recaudación de impuestos sobre la renta de las empresas, que han permitido medir la actividad económica con mayor precisión. El año de referencia para calcular las ponderaciones relativas de cada sector productivo también fue modificado, y de 1990 se pasó a 2000.

El PIB revisado para 2006 es un 11% mayor en términos nominales que lo estimado previamente, y las principales revisiones afectan a los últimos cuatro años. En cifras anuales, el crecimiento del PIB real revisado pasó del 2½% en promedio en el período 2002–06 a 3¼%. Por el lado de la oferta, la modificación más importante correspondió a un aumento en el peso de los servicios (particularmente el comercio y el transporte), a raíz del uso de mejores datos y técnicas estadísticas. Por el lado de la demanda, la principal modificación fue una revisión al alza del consumo. La inversión total permaneció relativamente constante en vista de que un aumento de la inversión en maquinaria y equipos fue contrarrestada por revisiones a la baja en la construcción.

El aumento resultante en el PIB ha modificado indicadores clave de la economía brasileña. La relación de inversión/PIB se redujo al 16.2% en el período 2002–06—frente al 19.2% estimado anteriormente—mientras que las estimaciones del aumento de la productividad total de los factores efectuadas por el personal del FMI se revisaron al alza. Las relaciones del superávit fiscal primario y de la deuda pública con respecto al PIB también se revisaron a la baja. El superávit primario se rebajó de un promedio del 4½% del PIB en 2002–06 a cerca del 4%, y la estimación de la deuda pública bruta al final de 2006 se sitúa ahora en aproximadamente el 65% del PIB, frente al 70% con los datos anteriores, mientras la deuda pública neta se redujo de 51% a 46% del PIB.

Aunque la revisión del PIB parece considerable, no es atípica cuando se compara con las modificaciones metodológicas profundas efectuadas por otros países. Por ejemplo, hace aproximadamente un año, la introducción de la información de un nuevo censo elevó el PIB nominal en China en una cifra aproximada al 17%, también debido a una mejor medición de la actividad del sector de los servicios.



Nota: Este recuadro fue preparado por Marcello Estevão.

Libre Comercio con Estados Unidos (CAFTA-DR) también apoyaron el crecimiento económico. Las políticas macroeconómicas sólidas han generalmente apoyado la expansión hasta ahora, aunque en los últimos meses el gasto público ha repuntado (véanse los párrafos siguientes). Cabe destacar que las políticas sólidas se han mantenido aún en períodos de elecciones parlamentarias y

presidenciales, lo cual demuestra el fortalecimiento de la estabilidad económica y política de la región.

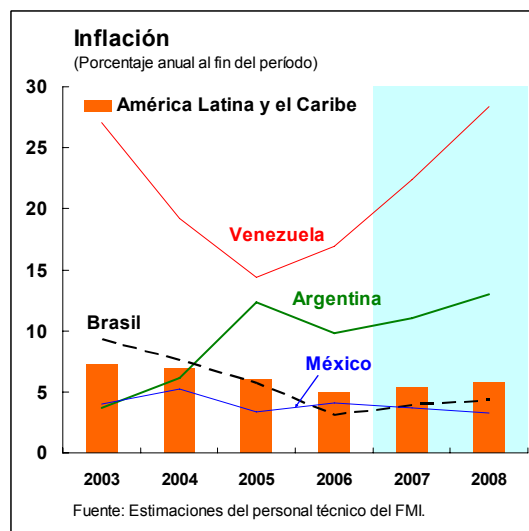
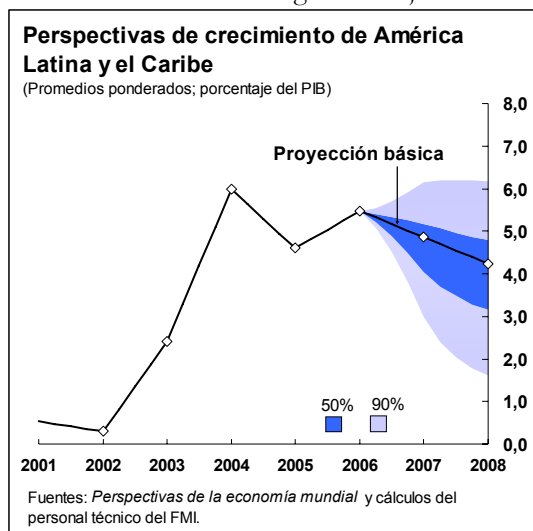
En el Caribe, el crecimiento se ha apoyado en el fuerte desempeño de la construcción y el turismo. En Trinidad y Tobago—la economía con el crecimiento más acelerado de la región—la actividad se expandió a niveles de dos dígitos en el 2006, gracias a los altos precios de los productos energéticos, al aumento de la capacidad de la

industria procesadora de gas y a un incremento de la construcción impulsado por el gasto público. El crecimiento en la República Dominicana también fue vigoroso, llegando a casi el 11%, por un auge del consumo y la inversión (especialmente de la construcción relacionada con el turismo) apoyado en las condiciones externas favorables y en una recuperación de la confianza tras la crisis bancaria del 2003–04. La Copa Mundial de Críquet (CWC) ha generado asimismo una fuerte expansión de la construcción privada y pública en los países anfitriones, la cual se sustenta en beneficios tributarios, donaciones externas y deuda pública (Recuadro 3). Si bien los efectos favorables de la CWC sobre el sector del turismo podrían extenderse hacia el mediano plazo, existen dudas sobre su efecto neto, que podría ser negativo en vista de los altos costos fiscales y la mayor carga de la deuda, ya de por sí elevada en la región.

En vista del ambiente externo excepcionalmente favorable que ha disfrutado la región de ALC en los últimos años, la balanza de riesgos para las perspectivas regionales se inclina moderadamente hacia la baja. Estos riesgos incluyen: (i) una desaceleración más fuerte que la prevista en Estados Unidos; (ii) un mercado financiero mundial más restrictivo, incluso con unas primas de riesgo de los mercados emergentes mayores que las previstas, y (iii) un descenso mayor que lo previsto en los precios de los productos básicos no combustibles. Los riesgos de mejores

resultados a lo previsto provienen de un crecimiento mundial más acelerado, por ejemplo un crecimiento más pujante en Europa occidental, o un crecimiento en Estados Unidos que retorne más rápidamente a su nivel potencial. Basándose en un análisis econométrico (véase la Sección III y el Apéndice), se estima que una reducción del 1% en el crecimiento mundial, con el tiempo, afectaría a América Latina en una proporción de casi uno por uno. Los *shocks* típicos de los precios de los productos básicos y el financiamiento (cerca del 5% y 115 puntos básicos, respectivamente, en un trimestre) generarían una reducción del crecimiento en América Latina de casi 0.3–0.5 puntos porcentuales. Si se combina este análisis con la estimación de los riesgos mundiales que hace *Perspectivas de la economía mundial*, se estima una probabilidad de 25% de que el crecimiento en ALC esté por debajo del 4% en el 2007. Con una probabilidad similar, el crecimiento podría estar alrededor del 5¼% o más. El riesgo de que el crecimiento regional en el 2007 caiga a un nivel menor del 3% se estima en cerca del 5%.

El año pasado la inflación disminuyó en la mayoría de los países. La inflación a final de año bajó un punto porcentual, hasta un nivel del 5%. No obstante, el descenso de la inflación no fue generalizado. En algunos países, la inflación se aceleró o se mantuvo elevada en la medida que la actividad económica continuó expandiéndose por encima del crecimiento potencial. En otros países,



### Recuadro 3. El Caribe: Efectos de la Copa Mundial de Críquet 2007 sobre el crecimiento y las cuentas fiscales

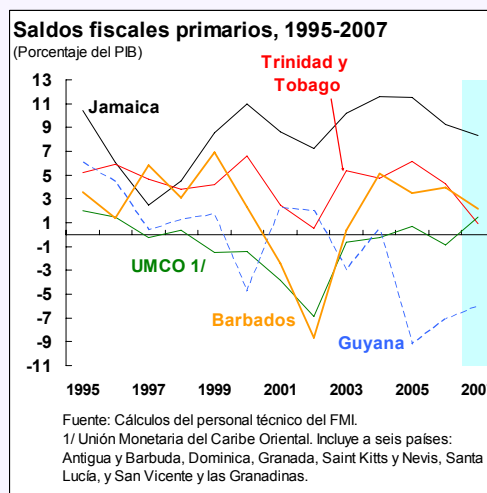
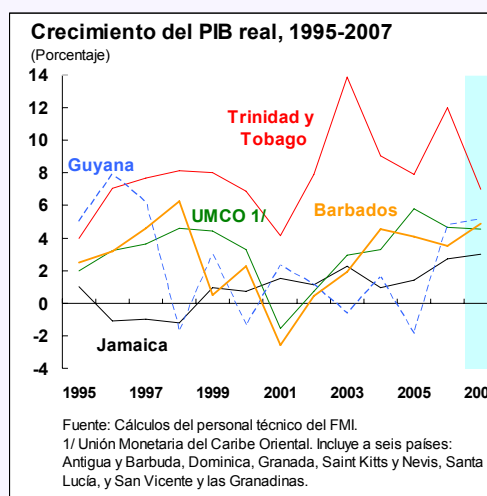
La novena Copa Mundial de Críquet (CWC, por sus siglas en inglés), que se celebra en el Caribe del 5 de marzo al 28 de abril de 2007, será el acontecimiento deportivo más importante que jamás se haya celebrado en la región. Los partidos se juegan en nueve países; las semifinales se disputarán en Jamaica y Santa Lucía, y la final en Barbados. Los organizadores prevén que se venderán cerca de 800.000 entradas, y que habrá más de 2.000 millones de telespectadores en el mundo entero, además de los 100.000 aficionados no caribeños que se estima viajarán a la región.

Los preparativos para la CWC han acelerado la actividad económica en la región, sobre todo desde 2005, pero han sido onerosos en lo que se refiere al gasto público directo y a la introducción de nuevos beneficios tributarios. Se han construido cinco estadios y otros más fueron renovados. Algunos de los estadios se financiaron con donaciones—los costos de construcción se estiman en US\$250 millones—y los proyectos de infraestructura (carreteras, aeropuertos, hoteles y puertos) con recursos públicos, generando gastos públicos adicionales. En parte por esos gastos adicionales, los saldos primarios se han deteriorado en la mayoría de los países, y en los países organizadores el promedio de deuda pública ha seguido superando el 100% del PIB al cierre de 2006. Se prevé que la fuerte expansión de la construcción del sector privado para incrementar la capacidad turística continuará a mediano plazo. En la mayoría de los países, los inversionistas privados han recibido generosos beneficios tributarios, que reducirán la base imponible en el futuro.

El efecto neto a largo plazo de la CWC es incierto, sobre todo en vista de los costos fiscales asociados. Los estudios sobre otros países que organizaron acontecimientos deportivos o culturales excepcionales (como la CWC de 2003 en Sudáfrica y la Copa Mundial de la FIFA de 2002 en Corea y Japón) suelen encontrar que el efecto positivo neto de estos eventos es pequeño. Los beneficios económicos de la CWC de 2007 probablemente se diluirán porque los partidos se llevarán a cabo en varios países y durante la temporada alta de turismo de invierno, cuando las tasas de ocupación de servicios ya son altas. En general, el vínculo entre la inversión pública y el crecimiento en el Caribe es relativamente débil, y apunta a la necesidad de hacer más eficientes esas inversiones.<sup>1</sup> A largo plazo, las perspectivas de crecimiento dependerán en forma crítica de la capacidad de la región para seguir comercializándose con éxito como destino turístico, obtener ingresos adicionales de la nueva capacidad hotelera y resolver los factores de vulnerabilidad macroeconómica, como los elevados niveles de deuda pública.

Nota: Este recuadro fue preparado por Padamja Khandelwal.

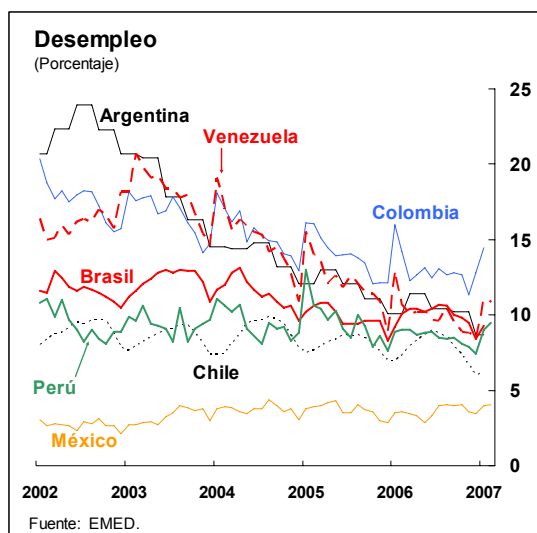
<sup>1</sup> Véase Roache (2007), y Sahay, Robinson y Cashin (2006).



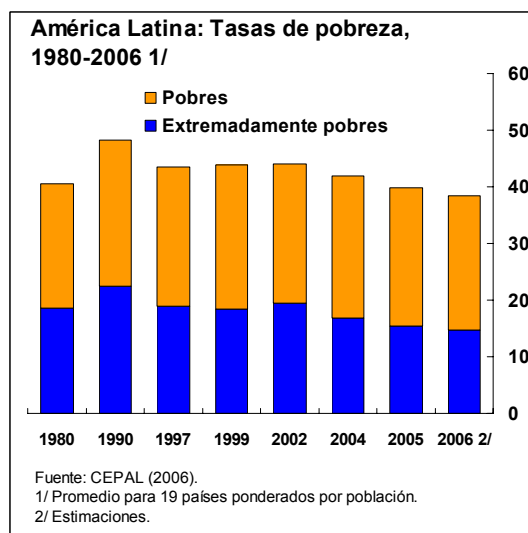
productos volátiles como los alimentos elevaron la inflación, como en el caso de México y Paraguay. En México, la inflación a final de año se situó en la parte superior de la banda del 2%–4% de las autoridades, aunque se mantuvo baja en comparación con las cifras regionales.

Para la región en su conjunto se prevé que la inflación en el 2007 se mantendrá controlada a un promedio cercano al 5½%. El ligero aumento proyectado obedece a moderados aumentos de precios en Brasil, donde según las proyecciones la demanda repuntará y la inflación se ubicará en el punto medio del rango objetivo del banco central. Es probable que la inflación permanezca a un nivel relativamente alto en Argentina—donde se aplicaron medidas administrativas que contribuyeron a la reducción de la inflación registrada hasta un nivel ligeramente inferior al 10% el año pasado, pero que crearon otras distorsiones—Trinidad y Tobago y Venezuela.

Los indicadores sociales han seguido mejorando. La expansión económica junto con mejores y más amplios programas de asistencia social, contribuyeron a una reducción de las tasas de desempleo y pobreza en toda la región en el año pasado. Según la Comisión Económica de las Naciones Unidas para América Latina y el Caribe (CEPAL), la tasa media de pobreza en América Latina descendió del 44% en el 2002 a cerca de 40% en el 2005, y se estima que siguió bajando



hasta un 38% en el 2006. La mayor parte de este descenso corresponde a una reducción de las tasas de pobreza extrema, que pasaron del 19% en el 2002 al 15% en el 2006. Las mayores reducciones de las tasas de pobreza (hasta 2005) se dieron en Venezuela y Argentina, donde la pobreza se redujo hasta el 27% en el segundo semestre del 2006, el nivel más bajo desde 1998. Colombia, Ecuador y México también tuvieron reducciones considerables. Las fuentes de datos nacionales muestran reducciones importantes de la pobreza también en Brasil y Uruguay, así como en Perú, donde las autoridades aspiran a descensos adicionales en el marco de su programa respaldado por el FMI (Recuadro 4). Varios países también están ampliando los programas focalizados de asistencia social (véase la edición de noviembre del 2006 de *Perspectivas económicas: Las Américas*).



La disminución de la pobreza también refleja una ligera disminución de la desigualdad del ingreso. Los últimos datos muestran un descenso en la desigualdad del ingreso (según el coeficiente de Gini) desde fines de los años noventa en 13 de los 18 países sobre los cuales se dispone de datos. Los mayores avances se han registrado en Brasil, El Salvador, Paraguay y Perú. No obstante, la desigualdad en América Latina sigue siendo muy elevada en comparación con otras regiones (véase la Sección IV).

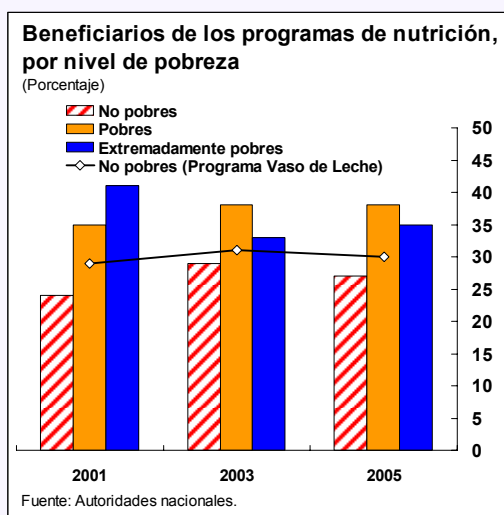


#### Recuadro 4. El nuevo programa de reforma económica de Perú

En el segundo semestre del 2006, las autoridades peruanas elaboraron un programa económico con el objetivo principal de consolidar la estabilidad macroeconómica e impulsar reformas para incrementar la eficacia de los programas de asistencia social y fomentar un mayor crecimiento sostenible. El FMI está apoyando este programa con un acuerdo de derecho de giro precautorio de 25 meses por un monto aproximado de US\$250 millones, aprobado en enero de 2007.

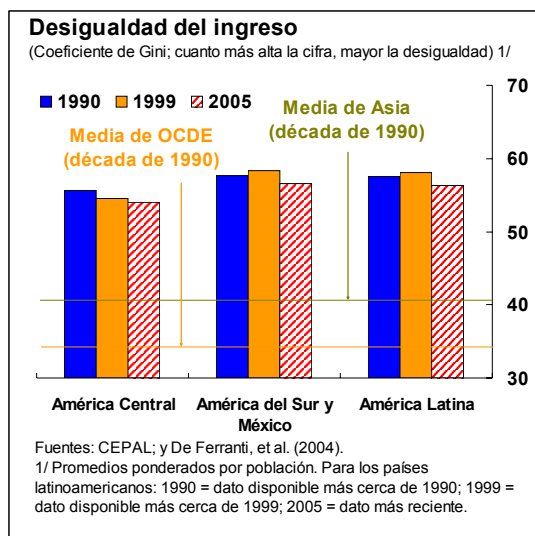
Con el nuevo programa económico el gobierno procurará aprovechar los logros anteriores y abordar desafíos pendientes. Gracias a las acertadas políticas económicas aplicadas en los últimos 15 años, el crecimiento anual medio del PIB real de Perú desde 2000 ha sido 5%, uno de los más vigorosos de América Latina, en tanto que la inflación anual media de 2% ha sido una de las más bajas, y las reservas internacionales netas ascendieron a US\$17.300 millones (cerca del 400% de la deuda a corto plazo al final de 2006). El progreso ha sido menor en cuanto al alivio de la pobreza, que aún afecta a la mitad de la población. En estas circunstancias, el Presidente García y su equipo económico elaboraron un programa económico centrado en afianzar la política fiscal, reforzar los programas de asistencia social, mejorar el entorno empresarial, incrementar la capacidad de recuperación y la profundidad del sistema financiero, reducir la marcada informalidad del mercado del trabajo y abrir aún más la economía. Con este programa económico, las autoridades esperan crear condiciones que permitan alcanzar la categoría de inversión de primera calidad (*investment grade*) a mediano plazo. Los componentes más importantes del programa son los siguientes:

- Consolidación de la estabilidad macroeconómica.* Se prevé que las metas fiscales para 2007–08 permanecerán por debajo del déficit tope de 1% fijado por la Ley de Responsabilidad y Transparencia Fiscal. La intensidad del esfuerzo de generación de ingresos permitirá incrementar el gasto para atender necesidades sociales y de infraestructura y al mismo tiempo mantener la relación deuda/PIB en una trayectoria sostenida a la baja. El gobierno asimismo se ha propuesto ampliar la base de generación de ingresos y mejorar la calidad del gasto público. Se espera que la mayor flexibilidad del tipo de cambio sirva para dar más credibilidad al régimen de metas de inflación y ampliar el uso de las coberturas financieras, mejorando así la capacidad general de recuperación de la economía.
- Lucha contra los niveles elevados de pobreza.* El gobierno se ha comprometido a focalizar mejor y a hacer más eficaces los programas de asistencia social (tales como los de nutrición), en vista del elevado número de programas que ha complicado su supervisión, y de la preocupación de que no todos los recursos destinados a estos programas llegan a los supuestos beneficiarios.
- Afianzamiento del sistema financiero.* Otro objetivo básico del programa es reducir la dolarización financiera para ayudar a reforzar la capacidad de recuperación del sistema financiero ante *shocks* del tipo de cambio. Este esfuerzo se complementará con medidas para internalizar mejor los riesgos y profundizar los mercados de capitales.
- Reformas institucionales y estructurales para impulsar las perspectivas de crecimiento a largo plazo.* El gobierno continuará sus esfuerzos para mejorar la eficacia del Estado mediante la consolidación de organismos, la simplificación de las reglamentaciones y el fortalecimiento de la rendición de cuentas por parte de las instituciones públicas. A fin de mejorar el entorno empresarial y la competitividad, se tomarán también otras medidas para ampliar la jurisdicción de los tribunales comerciales más allá de Lima, flexibilizar el mercado del trabajo y abrir más la economía.



Nota: Este recuadro fue preparado por Eva Jenkner.

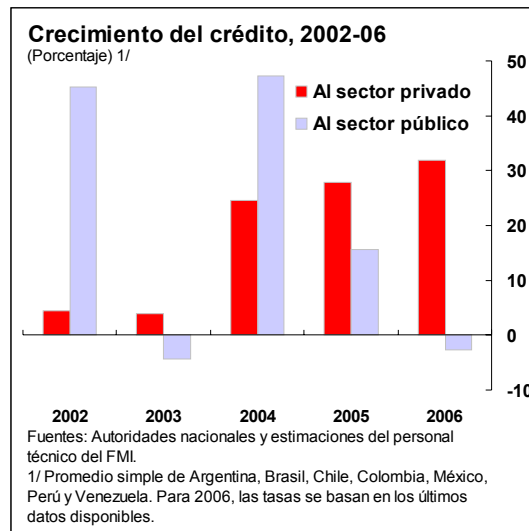
También se han logrado nuevos avances en el alivio de la deuda para los países de bajo ingreso de la región. En marzo del 2007 y en virtud de la Iniciativa para el Alivio de la Deuda Multilateral, el Banco Interamericano de Desarrollo aprobó un alivio total de la deuda para Bolivia, Guyana, Haití, Honduras y Nicaragua por un monto de US\$4400 millones. De este monto, US\$1000 millones corresponden a pago de intereses futuros. Se prevé que este alivio, junto con el otorgado por el FMI y la Asociación Internacional de Fomento bajo la misma iniciativa, reducirá pronunciadamente la carga de la deuda y contribuirá a los programas de esos países encaminados al logro de los Objetivos de Desarrollo del Milenio, incluyendo el objetivo de reducir la extrema pobreza a la mitad para el 2015.



## Sector financiero

El crédito al sector privado ha seguido creciendo a un ritmo pujante. En el 2006 se expandió a una tasa media del 32% en términos nominales en los siete países más grandes de América Latina, y las tasas por país oscilaron entre el 15% en Perú y el 68% en Venezuela.<sup>2</sup> El crecimiento del crédito al

<sup>2</sup> La cifra correspondiente a Venezuela se refiere al crecimiento del crédito hasta junio del 2006, de acuerdo a los últimos datos disponibles.



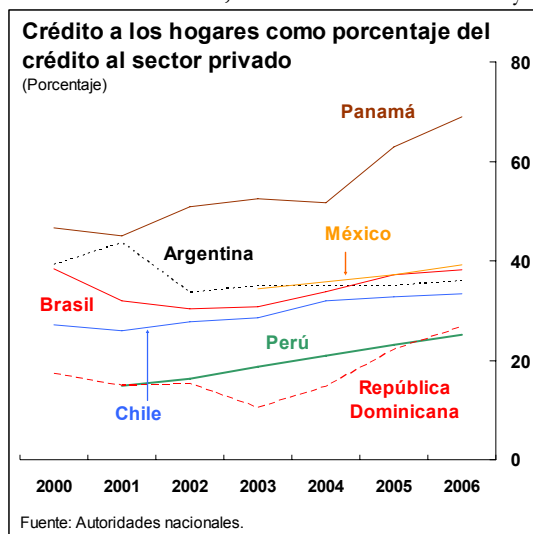
sector privado también fue importante fuera de los países más grandes y alcanzó un promedio del 22% para la región en su conjunto (promedio no ponderado de 20 países). Esta expansión del crédito al sector privado acentúa una tendencia que empezó en el 2004. En contraste, en muchos países, el crédito al sector público se contrajo en el 2006.

La expansión del crédito privado fue impulsada principalmente por el crédito a los hogares. En cinco de los siete países más grandes el crédito a los hogares creció un promedio del 30% y fue también particularmente importante en algunos países del Caribe y América Central. Como resultado, el crédito a los hogares constituye ahora



entre el 30% y el 40% del crédito al sector privado en toda la región (salvo en Panamá, donde excede el 60%). Aunque los préstamos hipotecarios también crecieron a tasas elevadas, en la mayoría de los países descendieron como porcentaje del crédito total de los hogares<sup>3</sup>. Por último, el porcentaje del crédito en moneda extranjera disminuyó en la mayoría de los países, pero permanece alto en algunos, como Bolivia y Nicaragua.

Aún cuando en el pasado las altas tasas de crecimiento del crédito han sido señal de aumento de la vulnerabilidad, las condiciones en la mayoría



de los países aún no parecen indicar que exista un “auge del crédito” (véase la edición de noviembre del 2006 de *Perspectivas económicas: Las Américas*). A nivel agregado, el repunte del crédito se produce después de un largo período de disminución de los saldos de crédito real y los niveles de crédito generalmente aún son bajos. En muchos países, la relación crédito privado/PIB todavía es muy baja en comparación con la de otras regiones; por ejemplo, a fines del 2006, seguía por debajo del 20% del PIB en Argentina, Paraguay, República Dominicana y Venezuela. Además, los indicadores financieros, aunque son retrospectivos, se han

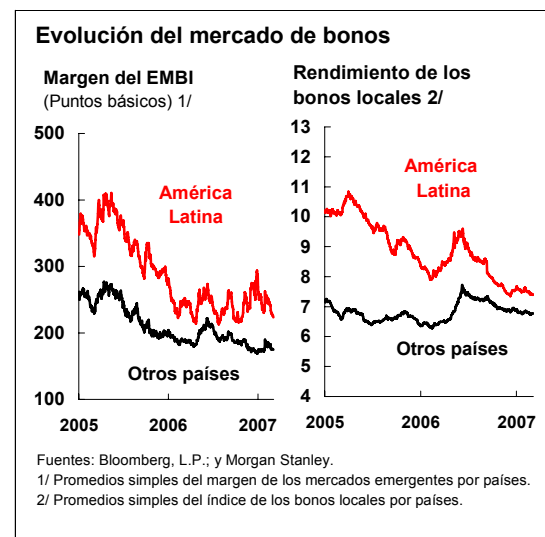
<sup>3</sup> El porcentaje del crédito total de los hogares correspondiente al crédito hipotecario alcanzó un promedio del 37% al final del 2006, oscilando entre el 13% en Brasil y el 62% en Chile.

mantenido sólidos hasta ahora, y han mejorado en comparación con 2005. No obstante, los últimos aumentos acelerados del crédito bancario requieren una cuidadosa vigilancia de los supervisores del sector financiero, sobre todo en los casos en que los bancos tienen una experiencia limitada con los créditos a los hogares y estos créditos no son garantizados mediante prenda. Además, las fusiones y adquisiciones en América Central, impulsadas por la mejora de las *Perspectivas económicas*, exigen un fortalecimiento de la supervisión consolidada, que incluya instituciones con licencia *offshore* (Recuadro 5).

La actitud del mercado financiero hacia la región se mantuvo generalmente favorable en el 2006, como reflejo de las condiciones benignas de los mercados mundiales y la mejora de los fundamentos económicos de la región. Los

	2002	2003	2004	2005	2006 2/
Razón PEM 3/	10,9	8,5	5,3	4,0	3,4
Provisiones para PEM	91,3	99,1	112,3	122,1	127,9
Rendimiento de activos	-0,6	1,4	1,7	2,0	2,0
Rendimiento del capital	9,6	14,1	17,8	20,0	22,6
Coefficiente de capitalización 4/	15,8	15,5	15,6	15,1	15,1

Fuente: FMI (2007b).  
1/ Promedios simples. Muestra fija de países en el tiempo para cada indicador. El número de países varía para cada indicador.  
2/ Últimos datos  
3/ Préstamos en mora (PEM) como porcentaje del total de préstamos.  
4/ Capital reglamentario/activos ponderados por riesgo.



### **Recuadro 5. Entidades financieras de América Central y la República Dominicana con licencia *offshore***

Un porcentaje significativo de la actividad bancaria interna de América Central se lleva a cabo mediante entidades con licencias de centros *offshore* (extraterritoriales), como en Las Bahamas, Barbados, Islas Caimán, Montserrat y Panamá. Estas entidades atienden a clientes locales y operan desde las mismas oficinas de los bancos domiciliados en América Central. La proporción de sus activos va desde cero, en los casos de El Salvador (donde están prohibidas) y Honduras, hasta una cuarta parte del sistema bancario en otros países. La licencia *offshore* permite a estas entidades beneficiarse de costos más bajos, como impuestos reducidos sobre la renta y las transacciones; regulaciones prudenciales menos estrictas (es decir, requerimientos más bajos de suficiencia de capital, liquidez y préstamos a entidades internas); la ausencia del encaje legal del banco central y de comisiones de garantía de depósitos, y una mayor confidencialidad. Esto permite a los propietarios incrementar sus utilidades y a los clientes obtener mejores rendimientos en sus inversiones y préstamos de menor costo. Por su parte, los países anfitriones han logrado reducir la fuga de fondos de América Central al permitir la operación local de entidades con licencias *offshore*.

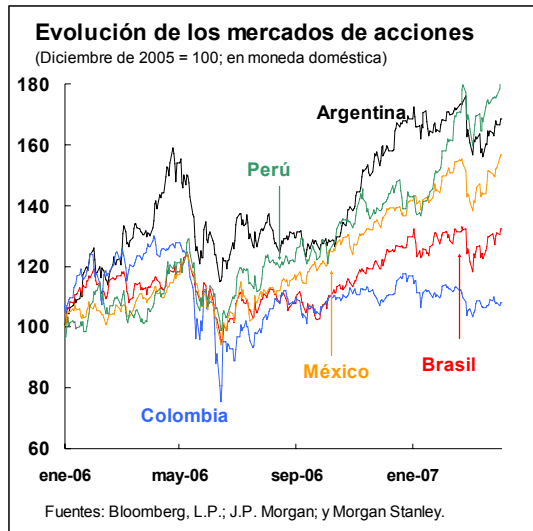
La supervisión de entidades con licencia *offshore* es un desafío más para los reguladores del sector financiero, sobre todo en el caso de las entidades que no pertenecen a un grupo financiero formal pero que son propiedad paralela de bancos locales en virtud de accionistas comunes. Estos acuerdos paralelos podrían exacerbar los riesgos de contagio que surgen cuando los bancos están bajo control común y podrían propiciar la sobrevaluación del capital, los préstamos a entidades internas o relacionadas y la posibilidad de fraude o lavado de dinero. La intervención reciente de Bancafé en Guatemala pone de manifiesto cómo los riesgos de crédito a prestatarios relacionados o las inversiones deficientes realizadas a través de filiales *offshore* pueden afectar la sanidad de los bancos locales.

Los supervisores centroamericanos cumplen su tarea con las entidades con licencia *offshore* de diversas maneras. Las diferencias se deben a la experiencia, a disparidades en la calidad general de la supervisión y a particularidades de los marcos jurídicos y contables. Algunos exigen una autorización local expresa para que las entidades *offshore* operen con la condición de que divulguen sus datos financieros, y en unos pocos casos exigen aprobaciones previas para las transferencias entre los bancos locales y la entidad *offshore*. Pero en general, las limitaciones jurídicas e institucionales, las regulaciones de secreto bancario y las prácticas laxas de supervisión entorpecen la eficacia de la contabilidad y la supervisión consolidadas, que son las salvaguardias básicas que impiden el abuso de las entidades con licencia *offshore* y que permiten la aplicación adecuada de los límites prudenciales.

La estrategia futura con respecto a las entidades con licencia *offshore* debe basarse en el fortalecimiento de la supervisión consolidada de los grupos financieros que operan en la región, lo cual exigiría mejorar las prácticas de regulación y supervisión. Un marco reglamentario reforzado debería tener por objeto: (i) mejorar la base legal para la supervisión consolidada; (ii) armonizar las reglas prudenciales y adoptar la contabilidad consolidada basada en normas internacionales; (iii) autorizar el examen de las calificaciones financieras y administrativas de los propietarios y gerentes; y (iv) mejorar los poderes de sanción para exigir el cumplimiento de leyes y regulaciones. Para reforzar las prácticas de supervisión se debe: (i) formar personal de supervisión y (ii) incrementar la colaboración entre supervisores, inclusive con las jurisdicciones extraterritoriales, demarcando las funciones y responsabilidades respectivas.

El FMI está participando en esta tarea. Mediante las evaluaciones del sector financiero en todos los países de América Central, el FMI y el Banco Mundial han ayudado a determinar los puntos fuertes y débiles de las autoridades de supervisión en la región, y han hecho recomendaciones que se están poniendo en práctica. Además, a través de un proyecto en curso de asistencia técnica para la región, el FMI está analizando con las autoridades un plan de medidas para afianzar la supervisión consolidada entre los países de la región.

Nota: Este recuadro fue preparado por Ana Lucía Coronel y Michael Moore.



*spreads* de la deuda externa bajaron a niveles récord o cercanos a ellos, junto con la volatilidad y la cantidad de rebajas de calificación del crédito soberano con respecto a los ascensos. Después de superar sin problemas los efectos de una turbulencia del mercado financiero registrada en mayo-junio del 2006, los mercados emergentes de la región siguieron beneficiándose de cuantiosos flujos de capital a los mercados locales de inversionistas institucionales, entre ellos los fondos de cobertura y los fondos de pensiones. Ello se ha traducido en una compresión de los *spreads* de la deuda pública externa y en la disminución de las tasas de interés de los mercados de deuda interna y los rendimientos de las emisiones internas en América Latina han disminuido más acusadamente que en otras regiones. Los avances en los mercados financieros no se limitaron a los mercados de bonos. La solidez de los mercados accionarios mundiales, junto con perspectivas internas favorables, llevaron a los mercados accionarios de la región a registrar máximos sin precedentes en los principales países. Pese a estas elevadas ganancias, las relaciones precio-ganancia no parecen demasiado desalineadas con las de otras regiones. Sin embargo, la venta masiva mundial que afectó a los mercados accionarios desde finales de febrero en la mayoría de las economías avanzadas y de mercados emergentes, también golpeó a América Latina, y los mercados principales experimentaron



grandes vaivenes. La turbulencia financiera afectó primero a los mercados de acciones y los efectos sobre los tipos de cambio, las tasas de interés y los *spreads* se mantuvieron relativamente controlados.

Las medidas de política anunciadas en Ecuador y Venezuela tuvieron un efecto importante sobre los mercados financieros de esos países pero no se desbordaron hacia otros mercados. En Ecuador, el pago puntual del servicio de la deuda correspondiente a los bonos globales (en febrero) calmó en parte las preocupaciones que habían causado un rápido ascenso de los *spreads*. En Venezuela, tras el anuncio de la nacionalización de las empresas de servicios públicos a principios de enero del 2007, se produjeron fuertes descensos en el mercado accionario.

En varios países han proseguido los esfuerzos por prolongar los vencimientos de la deuda y mejorar la liquidez de las emisiones de referencia. Perú y Uruguay canjearon deuda externa actual— incluidos bonos Brady en el caso de Perú—por deuda a más largo plazo, con vencimientos hasta de 30 años. Uruguay utilizó el producto de algunas de estas emisiones para financiar un reembolso anticipado de todos sus préstamos vigentes ante el FMI (US\$1,100 millones). Brasil, Colombia y México consiguieron nuevos avances en la emisión de deuda a largo plazo en moneda nacional. En particular, Brasil emitió su bono externo en reales de más largo plazo (20 años), y

México colocó deuda adicional en forma de bonos nacionales a 30 años—los bonos locales de más largo plazo en moneda nacional de América Latina—a cambio de instrumentos menos líquidos. A raíz de las continuas mejoras en la gestión de la deuda, una creciente proporción de la deuda pública de América Latina se está negociando en los mercados locales: en el 2006, los instrumentos de deuda locales de México y Brasil fueron los instrumentos locales más negociados de los mercados emergentes.

Varios gobiernos tomaron medidas encaminadas a regularizar sus relaciones con los acreedores. En Belice, se concluyó con éxito y con amplia participación de los acreedores una reestructuración de la deuda privada externa del gobierno. El gobierno de Antigua y Barbuda ha anunciado su intención de regularizar los atrasos y de reducir la deuda pública (estimada en 103% del PIB a fines del 2006) a un nivel manejable y está formulando una estrategia para acercarse a sus acreedores. En Argentina, el gobierno llegó a un acuerdo para reestructurar algunos de sus atrasos bilaterales pendientes frente a España, lo cual constituye un nuevo paso hacia la normalización de las relaciones con los acreedores después de la crisis del 2001–02. Además, por primera vez desde la crisis, dos provincias argentinas acudieron a los mercados internacionales de capital para obtener fondos.

### Evolución externa

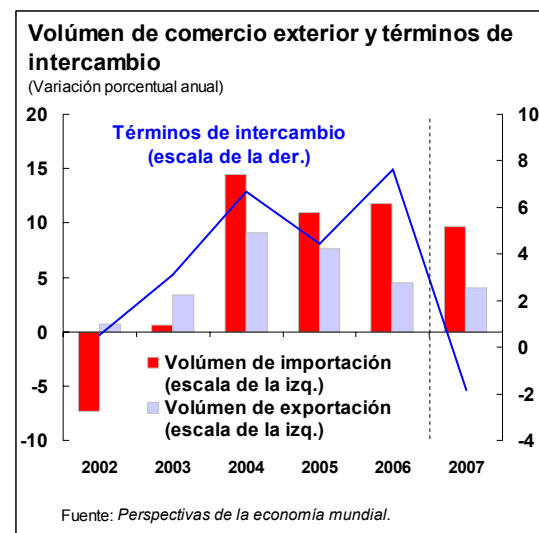
El superávit en cuenta corriente externa del año pasado ascendió al 1¾% del PIB para la región en su conjunto, una cifra poco mayor que la del 2005, y la más alta de varias décadas. Estos buenos resultados fueron consecuencia de una evolución favorable de los términos de intercambio (que aumentaron el 7¾% respecto al año anterior) y un crecimiento moderado—pero descendente—del volumen de la exportación (4½%). Esta evolución contrarrestó el efecto negativo del fuerte crecimiento de la importación (cerca del 12%) sobre la balanza comercial. No obstante, los

resultados fueron muy desiguales entre las regiones. Mientras que la mayoría de los países de América del Sur, entre ellos Argentina, Bolivia, Brasil, Chile, Ecuador, Perú y Venezuela, obtuvieron grandes superávits comerciales, se registraron déficits en muchos países del Caribe, en América Central y—en menor medida—en México. En algunos de estos países, el alto nivel de las remesas (más del 10% del PIB como promedio en América Central y un nivel máximo del 26% del PIB en Honduras) ayudó a contrarrestar los grandes déficits comerciales, como en años anteriores.

	2002	2003	2004	2005	2006	2007 2/
Balanza comercial	0,5	1,7	2,2	2,5	2,7	1,1
Cuenta corriente	-0,8	0,5	1,0	1,5	1,7	0,5
Entradas de capital privado	0,7	1,5	0,6	1,3	0,4	1,0
d/c: IED	2,7	2,1	2,4	2,0	1,2	1,9
Cartera	-0,7	-0,6	-0,6	1,2	-0,5	-0,2
Entradas de capital público	1,0	0,2	-0,4	-1,2	-0,6	0,0
Reservas/deuda a corto plazo (%)	200	248	266	300	340	347
Reservas/meses de importación	6,6	8,2	7,3	7,0	6,7	6,5

Fuente: Estimaciones del personal técnico del FMI.  
1/ Se refiere a la región de ALC en su conjunto.  
2/ Proyecciones.

La inversión extranjera directa (IED) siguió siendo la mayor fuente de entrada neta de capital extranjero, aunque a niveles inferiores a los de años pasados. Las entradas de IED en el 2006 ascendieron a aproximadamente 2¾% del PIB, es decir, unos ¼ puntos porcentuales menos que en el 2005 y mucho menos que el récord registrado a

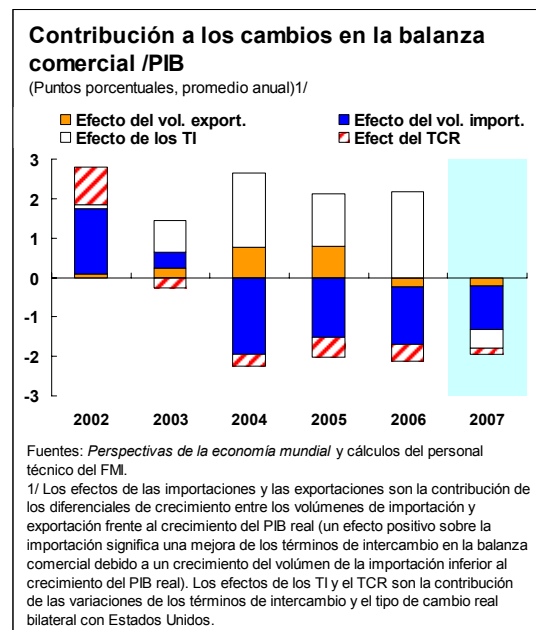
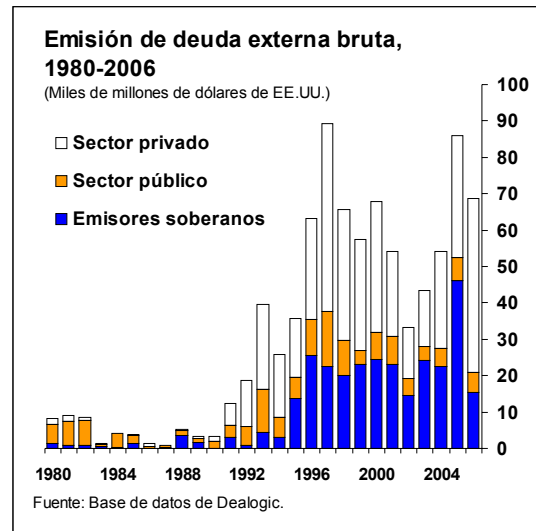


finés de los años noventa y principios de la presente década (4% del PIB), cuando las privatizaciones de empresas públicas impulsaron la IED.<sup>4</sup> En general, la región ha perdido terreno como destino de IED, captando apenas 1/5 de los flujos dirigidos hacia los países en desarrollo, frente al 46% registrado a principios de la década. Casi dos tercios de los flujos de IED en el 2006 se dirigieron hacia Brasil, Chile y México, aunque algunos países, como Colombia y Uruguay, han experimentado últimamente un aumento de su participación.

En cifras netas, los flujos de capital privado que no constituyen IED se han mantenido en niveles relativamente modestos para la región en su conjunto. Unos pocos países atrajeron la parte más significativa de los flujos financieros en el 2006 y principios del 2007. En Brasil, los flujos de capital a corto plazo que buscan beneficios de los diferenciales de tasas de interés—entre ellas las operaciones “de acarreo” (*carry trades*), sobre las cuales no se dispone de información—han cobrado una creciente importancia. En los mercados de futuro de cambios y de tasas de interés también se han adquirido grandes posiciones netas. Al igual que en los dos años anteriores, se produjeron reembolsos netos por parte de deudores soberanos. Los menores niveles de emisión por parte de los deudores soberanos permitieron una mayor participación de los emisores corporativos en los mercados primarios (véase la edición de abril del 2007 del Informe *Global Financial Stability Report*).

Para el futuro, se prevé una continuación del acelerado crecimiento de las importaciones y unos términos de intercambio menos favorables, que socavarán los superávits comerciales en 1¾ puntos porcentuales del PIB este año y reducirán

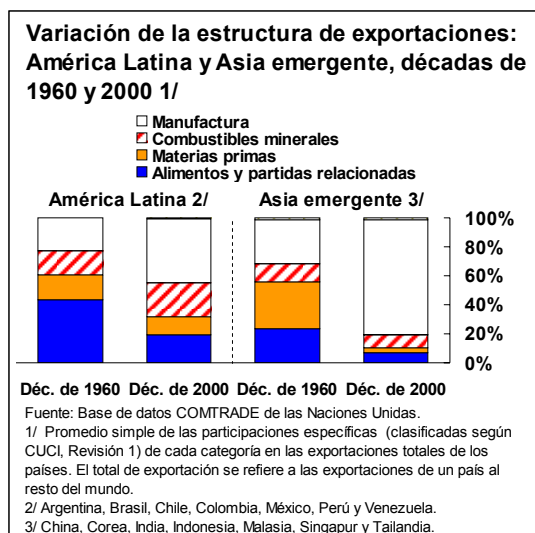
<sup>4</sup> La tabla incluida muestra inversión extranjera directa *neto* recibida, es decir, deducida la inversión que sale hacia el exterior de la región. IED neta disminuyó en el 2006 como resultado de adquisiciones de activos fuera de la región, entre ellas una adquisición importante efectuada por una empresa minera brasileña.



el superávit en cuenta corriente externo de la región a una cifra de apenas el ½% del PIB. Se prevé un deterioro de la balanza comercial en la mayoría de los países de la región, con las variaciones más pronunciadas en los países ricos en productos básicos. No obstante, precios del petróleo algo más moderados deberán beneficiar a algunos países importadores de petróleo. Al igual que en el pasado reciente, se prevé que el volumen de las importaciones crezca a un ritmo más acelerado que el del PIB real (a una tasa media de casi 10%). Al mismo tiempo, se prevé que el crecimiento del volumen de las exportaciones, que ha perdido impulso desde el 2004, se mantendrá

por debajo del crecimiento del PIB real. Finalmente, mientras la mejora de los términos de intercambio impulsó la balanza comercial de la región en 5½ puntos porcentuales del PIB durante 2004–06, se prevé que los términos de intercambio sustraerán de la balanza ½ punto porcentual del PIB en 2007.<sup>5</sup>

El sector externo de la región sigue dependiendo mucho de los precios de los productos básicos, dado que estos productos siguen constituyendo una alta proporción de su canasta exportadora. Una reducción adicional de los precios de los productos básicos erosionaría aún más los superávits comerciales y en cuenta corriente. Por ejemplo, un descenso de los términos de intercambio a su nivel del 2004 rebajaría el saldo comercial global de la región en dos puntos porcentuales del PIB, lo que llevaría a un déficit de la balanza comercial. El riesgo sería mayor si el crecimiento del volumen de las importaciones continúa al ritmo acelerado del año pasado.



<sup>5</sup> La cifra se basa en el aumento acumulado de 2004–06. Se pronostica que los términos de intercambio se deteriorarán en un 2% en el 2007, tras un aumento anual medio de más de 6% en los tres últimos años.

## Políticas monetarias y cambiarias

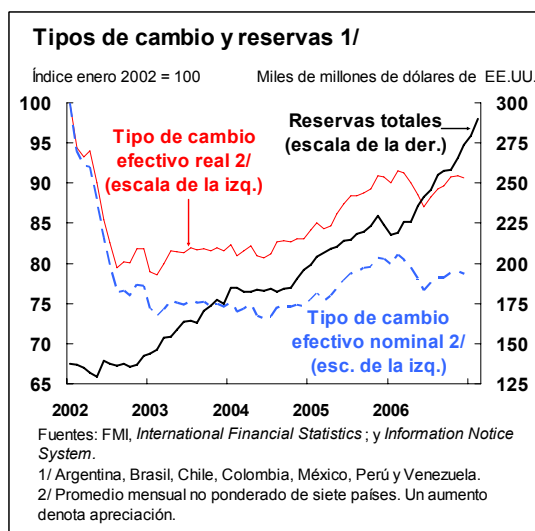
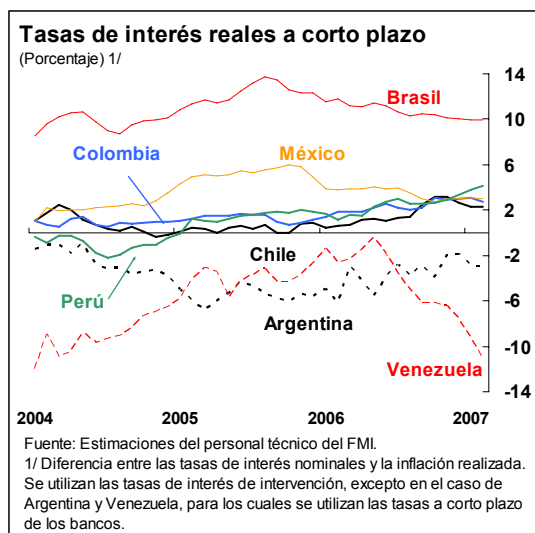
Los bancos centrales han seguido aplicando una combinación de objetivos cambiarios y de inflación:

- En los grandes países que han adoptado marcos de metas de inflación—Brasil, Chile, Colombia, Perú y México—la política monetaria ha evolucionado en respuesta a la evolución cíclica y las expectativas de inflación parecen bien ancladas. Brasil, Colombia y Perú también han decidido intervenir en el mercado cambiario para reforzar las reservas, lo cual ha suavizado o frenado la apreciación del tipo de cambio.
- En los demás países, la situación monetaria con frecuencia ha estado influenciada por la evolución de la balanza de pagos y, a veces, por la política fiscal. En Argentina, aunque se ha moderado el crecimiento del agregado monetario objetivo (por medio de una continua esterilización de las compras de moneda extranjera), las tasas de interés a corto plazo siguen siendo negativas en términos reales y la política fiscal contribuye a las presiones de la demanda. En Paraguay, la acumulación de reservas ha llevado a un acelerado crecimiento del dinero circulante pese a la esterilización sostenida. En contraste, en Bolivia, un elevado superávit fiscal en el 2006 ayudó a absorber el impacto de las afluencias de moneda extranjera relacionadas del actual superávit en cuenta corriente.

Después de apreciaciones significativas en Brasil, Chile, Colombia y Uruguay en el 2005 y al inicio del 2006, la mayoría de las monedas han permanecido generalmente constantes frente al dólar en los últimos 12 meses a pesar de algunas fluctuaciones a lo largo del año. No obstante, con el fortalecimiento del euro frente al dólar, los tipos de cambio nominales efectivos (ponderados en función del comercio) se han depreciado en la mayoría de los países. En muchos casos, la acumulación de reservas ha limitado la apreciación de la moneda y las reservas externas brutas se



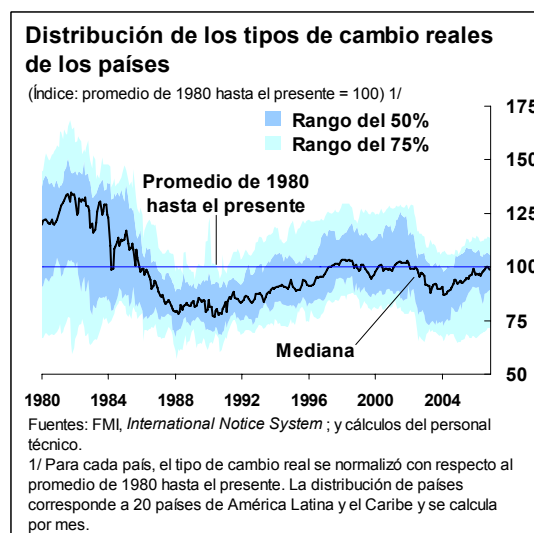
encuentran a niveles máximos sin precedentes. En los países más grandes, la suma total de reservas alcanzó una cifra de US\$274.000 millones al final del 2006, continuando su crecimiento en relación con la deuda externa a corto plazo (hasta 3½ veces) pero no en meses de importaciones, debido al crecimiento más acelerado de las importaciones.



En general, los tipos de cambio efectivos reales no parecen indicar cambios importantes en la competitividad, y los tipos de cambio reales se encuentran cercanos a sus promedios de largo plazo. Tras las fuertes depreciaciones de principios de la década, el tipo de cambio real de finales del 2006 estaba depreciado relativo a su promedio de 1980 a 2006 en más de la mitad de los países de la región (con base en una muestra de 20 países). Los

modelos empíricos también parecen indicar que, en la mayoría de los países, los tipos de cambio reales se encuentran en general alineados con los fundamentos económicos.

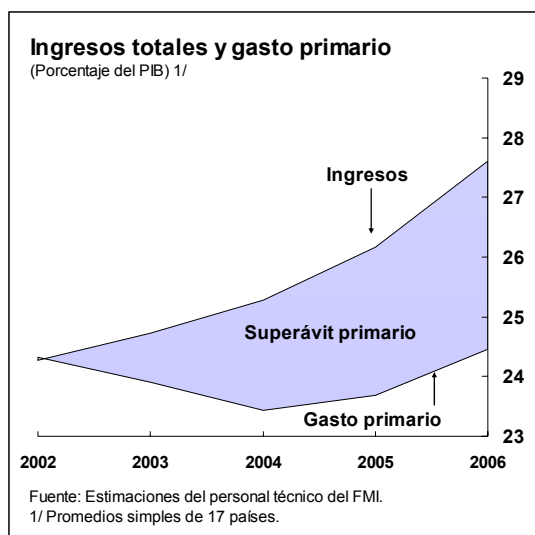
Para el futuro, las ventajas de la acumulación de reservas—encaminada principalmente a frenar la apreciación—deben sopesarse cuidadosamente frente a sus costos potenciales. Si se da la impresión de que predominan las metas del tipo de cambio, podrían verse afectadas la credibilidad y la transparencia de la política monetaria y ello haría más difícil y onerosa la esterilización de la intervención cambiaria, lo cual eventualmente podría poner en peligro el objetivo de mantener una inflación baja. Además, la creación de oportunidades para formular apuestas “en un solo sentido” en los mercados financieros podría llevar a la acumulación de posiciones que serían desestabilizadoras si se corrigen de manera desordenada.



## Política fiscal

Los elevados ingresos provenientes de los productos básicos han ayudado a impulsar los saldos fiscales primarios hasta niveles máximos sin precedentes. Los ingresos del sector público en América Latina aumentaron en promedio 1½ puntos porcentuales del PIB en el 2006 y los

ingresos provenientes de productos básicos representaban más de la mitad de este aumento.<sup>6</sup> Desde el 2002, ese tipo de ingresos ha aumentado en un promedio de 4<sup>3</sup>/<sub>4</sub> puntos porcentuales del PIB en siete países donde generan una proporción sustancial de los ingresos públicos.<sup>7</sup> Los ingresos no provenientes de productos básicos también han aumentado en los últimos tres años en América Central y del Sur. Como consecuencia del mayor esfuerzo fiscal en el 2006, los superávits primarios aumentaron por cuarto año consecutivo hasta una cifra de 3<sup>1</sup>/<sub>4</sub>% del PIB. En promedio, los resultados fiscales globales de la región también han mejorado, con unos presupuestos equilibrados.<sup>8</sup>



El gasto público también ha crecido aceleradamente después de haberse mantenido frenado en las primeras fases de la recuperación. En el 2006 el aumento del gasto primario real (es decir, sin incluir intereses) se situó por encima del 10% en varios países, entre los que destaca Venezuela, donde estos desembolsos aumentaron

<sup>6</sup> Salvo indicación contraria, las cifras regionales de esta sección se refieren a un promedio no ponderado de 17 países latinoamericanos.

<sup>7</sup> Bolivia, Chile, Colombia, Ecuador, México, Perú y Venezuela.

<sup>8</sup> Véase en la edición de noviembre del 2006 de *Perspectivas económicas: Las Américas* un análisis más extenso de la evolución de la orientación fiscal.

un 40%. Excluida Venezuela, los gastos primarios reales aumentaron un 7% en promedio. Los gastos corrientes primarios representaron la parte más significativa de los aumentos del gasto en la región (aumento en promedio de 3/4 de punto porcentual del PIB), mientras que los gastos de capital permanecieron prácticamente invariables en relación con el producto. Esta evolución es congruente con las tendencias a más largo plazo de la región, que parecen indicar que se ha avanzado poco en el objetivo de revertir el descenso del porcentaje del gasto público dedicado a la inversión y controlar la propensión al aumento de los gastos corrientes (Clements, Faircloth, y Verhoeven, 2007).

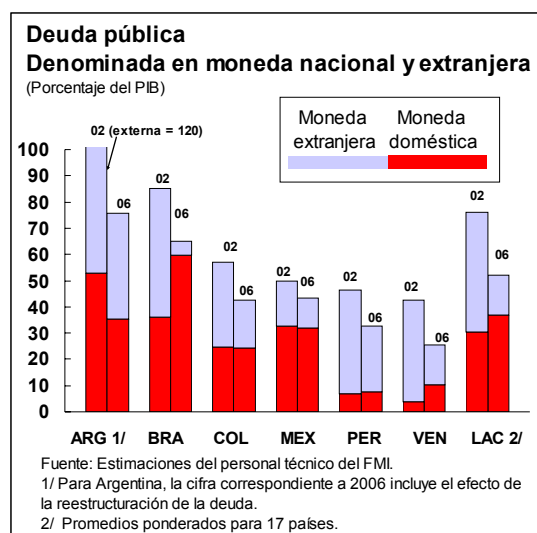
	2003	2004	2005	2006
América Latina	1,4	3,8	6,0	9,2
América Latina (excl. Venezuela)	1,8	2,7	5,4	7,3
América Central	5,9	-0,2	1,6	7,8

Fuente: Estimaciones del personal técnico del FMI.  
1/ Promedios simples.



No obstante, la mejora de los saldos fiscales, en combinación con la solidez del crecimiento económico, se ha traducido en una disminución de las razones deuda/PIB. Se estima que en el 2006 la deuda pública habrá disminuido hasta aproximadamente 52% del PIB (en promedio ponderado). Aunque sigue siendo más elevada que a mediados de los años noventa, los coeficientes de endeudamiento han bajado en 24 puntos

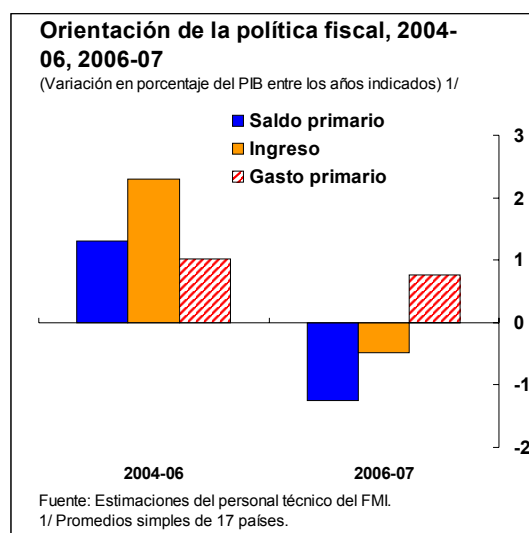
porcentuales desde el 2002. También se han reducido las vulnerabilidades ocasionadas por los cambios en la composición de la deuda pública y la deuda denominada en moneda extranjera presenta un descenso especialmente acusado en los últimos cuatro años. No obstante, en general, el mayor uso de deuda emitida en el país no ha venido acompañado—al menos hasta el momento—de una mejora de los vencimientos de la deuda: las relaciones deuda a corto plazo/PIB permanecen casi sin cambio a pesar de algunos éxitos en la emisión de deuda interna con vencimientos a más largo plazo. La deuda con un vencimiento residual inferior a un año sigue representando cerca del 10% del PIB en la región de ALC (promedio no ponderado), una cifra algo mayor que las economías emergentes de Asia y Europa.



Con un descenso de los ingresos basados en productos básicos y un crecimiento del gasto global que, según las proyecciones, se mantendrá alto, se prevé que los saldos primarios disminuirán en el 2007. Las proyecciones indican que la disminución de los precios de los productos básicos, junto con aumentos reales del gasto del orden del 8½%, llevarán a un deterioro de los saldos primarios en la región de aproximadamente 1¼ puntos porcentuales, continuando la trayectoria procíclica reciente (véase la edición de noviembre del 2006 de *Perspectivas económicas: Las Américas*). Para los países donde la actividad

económica se sitúa por encima de su potencial, la política fiscal expansiva prevista podría exacerbar las presiones inflacionarias y suponer una carga para la política monetaria.

Los riesgos para las perspectivas fiscales provienen principalmente de un aumento del gasto corriente y una disminución de los precios de los productos básicos. Si el gasto corriente primario—que según las proyecciones permanecerá, en promedio, prácticamente invariable con respecto al PIB en el 2007—continuase aumentando al mismo ritmo que en el 2005 y el 2006, los saldos primarios disminuirían otro ½ punto porcentual del PIB (aunque esto podría contrarrestarse continuando la subejecución de los presupuestos de inversión pública). Al igual que las cuentas externas, la posición fiscal también se vería afectada si los precios de los productos básicos descendieran más rápidamente que lo previsto. Por ejemplo, en el caso de los siete países de la región que generan una parte importante de sus ingresos a partir de productos básicos, un retorno de estos ingresos a sus niveles del 2004 reduciría los ingresos públicos en un promedio de aproximadamente 2½% del PIB.



### III. El efecto del entorno externo sobre el crecimiento en América Latina

La reciente desaceleración del crecimiento en Estados Unidos y las previsiones de unos precios de los productos básicos no combustibles menos pujantes han reavivado el interés por una vieja cuestión: ¿Cuáles serían los posibles efectos sobre América Latina de una variación del entorno externo? En esta sección se trata de dar una respuesta cuantitativa basada en un modelo estimado con datos de 1994–2006 (véanse los detalles en el apéndice) y una variedad de “escenarios” de la evolución posible del entorno externo de América Latina, valiéndose del análisis de los riesgos mundiales que figura en la edición de abril del 2007 de *Perspectivas de la economía mundial*. Estos elementos constituyen la base para las distribuciones de probabilidad en torno a la proyección del crecimiento de referencia presentada en la Sección II.

Entre los factores externos cruciales para América Latina figuran la demanda externa, las tasas de interés en los países avanzados, el apetito de riesgo de los inversionistas (o, en su defecto, la liquidez mundial) y los precios de los productos básicos. En el modelo econométrico que sirve como base para esta sección, estos factores se representan mediante el crecimiento mundial, las tasas de las letras del Tesoro de Estados Unidos, el *spread* de los bonos corporativos de alto rendimiento en Estados Unidos, y un índice de los precios de los productos básicos, ponderado en función del comercio, pertinente para América Latina. Como medida de crecimiento latinoamericano se utiliza un índice ponderado para Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México y Perú—denominado el grupo “AL6” en el resto de la sección.<sup>9</sup> Además, el modelo incluye el

componente latinoamericano del índice de bonos de mercados emergentes de JP Morgan (Latin EMBI), que está influenciado por tanto la situación del financiamiento externo como los fundamentos económicos internos de América Latina.<sup>10</sup>

Los resultados arrojan luz sobre la contribución relativa de los *shocks* externos a las fluctuaciones y los efectos típicos de determinados *shocks* en América Latina. Se estima que los factores externos explican al menos la mitad de la varianza de mediano plazo del crecimiento del PIB latinoamericano. De ellos, la situación financiera externa es la mayor influencia (representa casi el 35%), seguida de los *shocks* del crecimiento mundial (10–15%) y los *shocks* de los precios de los productos básicos (5–6%). El modelo también sugiere unas “reglas generales” para el efecto de los *shocks* externos sobre el crecimiento de América Latina. El impacto global de un *shock* del crecimiento mundial sobre América Latina es de aproximadamente uno por uno (incluidos los efectos desfasados). Se estima que un *shock* de una desviación estándar en los precios de los productos básicos y el *spread* del índice Latin EMBI—a saber, un cambio de cerca del 5% y 115 puntos básicos, respectivamente, en un trimestre—generaría una variación del crecimiento en América Latina de aproximadamente 0.4–0.5 puntos porcentuales. El efecto de un *shock* de una desviación estándar en el *spread* de los bonos de alto rendimiento (90 puntos bases) es estimado a ser aun mas alto (0.9 puntos porcentuales).

Además de generar estos resultados, el modelo ofrece un medio para pronosticar el crecimiento de AL6 bajo diversos supuestos para las trayectorias de las variables externas. Como prueba de consistencia,

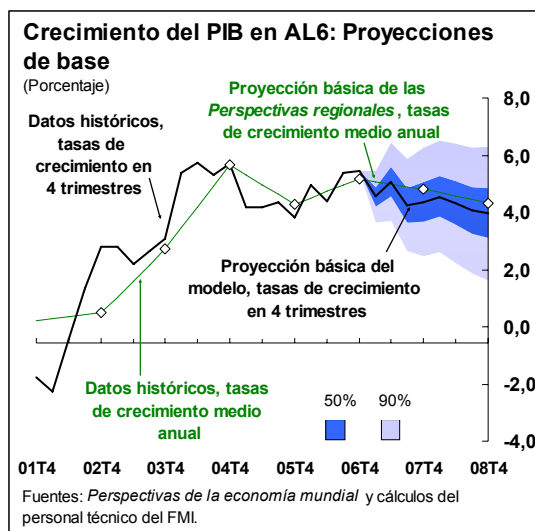
<sup>9</sup> El grupo AL6 representa aproximadamente el 90% del producto de América Latina. Junto con Venezuela, que no se incluye debido a su diferente estructura económica, comprende las mayores economías de la región. En Österholm y

(continuación)

Zettelmeyer (2007) se encuentran los resultados correspondientes a países específicos.

<sup>10</sup> Al principio también se incluyó un índice del tipo de cambio efectivo real para la región, pero no produjo ningún efecto sobre los resultados.

el pronóstico de crecimiento medio para AL6 basado en las proyecciones de *Perspectivas de la economía mundial* que se presentan en estas *Perspectivas*



*económicas: Las Américas* (Sección II y cuadro de los principales indicadores económicos) se comparó primero con el “pronóstico de referencia” del modelo, siguiendo las proyecciones de *Perspectivas de la economía mundial* para el crecimiento mundial y los precios de los productos básicos. Los dos pronósticos resultan muy cercanos.

El siguiente paso es examinar varios escenarios del entorno externo para tratar de cuantificar los riesgos para el crecimiento latinoamericano descritos brevemente en la Sección II. Más concretamente, se consideran cuatro tipos de riesgos, de conformidad con *Perspectivas de la economía mundial*:

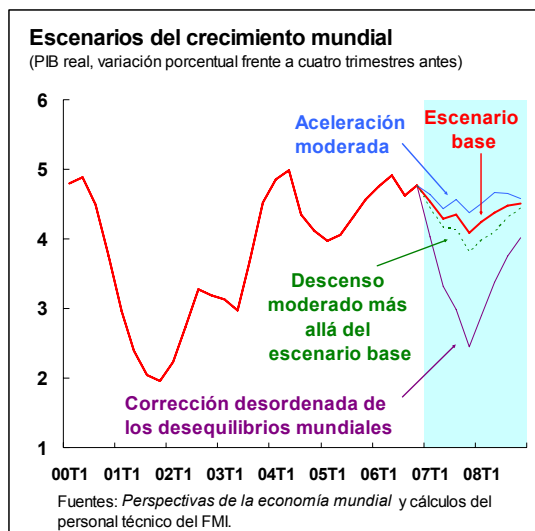
- Desviaciones moderadas con respecto a la proyección de referencia para el crecimiento mundial. Las desviaciones podrían ser hacia la baja—por ejemplo, suscitadas por una desaceleración mayor de la prevista en el crecimiento de Estados Unidos, generada por contagios provenientes del enfriamiento del mercado de la vivienda—o hacia el alza, estimuladas por una reactivación más acelerada de lo previsto del crecimiento de Estados Unidos hasta su nivel potencial, o una demanda en Europa o Asia emergente más vigorosa que la prevista.

- Una fase descendente mucho más acusada del crecimiento mundial, ocasionada por una corrección drástica de los desequilibrios mundiales (que tiene una baja probabilidad de producirse pero tendría un costo potencial muy elevado). Esta circunstancia vendría acompañada de unos *spreads* mucho más elevados en el mercado de bonos corporativos de alto rendimiento de Estados Unidos.
- Descensos en los precios de los productos básicos no combustibles superiores a aquellos asumidos en el pronóstico de referencia de *Perspectivas de la economía mundial*.
- Un repentino y apreciable endurecimiento de las condiciones de financiamiento de los mercados emergentes, suscitado por el aumento de la aversión mundial al riesgo, una crisis en los mercados emergentes, o cualquier otro *shock* fuera de la región que pudiese originar un súbito aumento de las primas de riesgo en los mercados emergentes. Para distinguir este escenario del segundo (una corrección desordenada de los desequilibrios mundiales), se supone que el crecimiento mundial no se ve afectado por este *shock*, aunque cabe suponer que el aumento de las primas de los mercados emergentes vendría acompañado de cierto deterioro en las condiciones del mercado financiero mundial (en forma de un aumento de los *spreads* de los bonos de alto rendimiento estadounidenses).

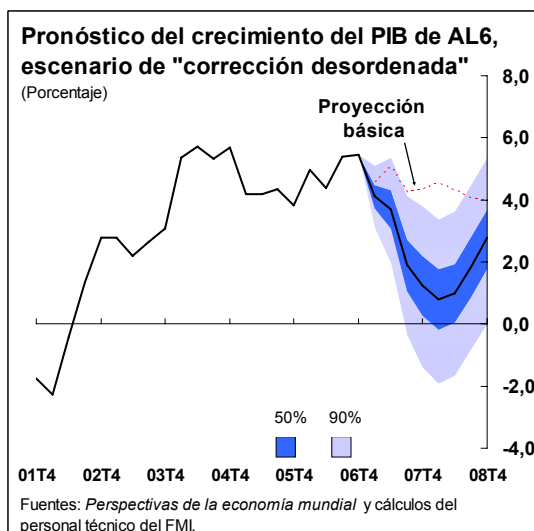
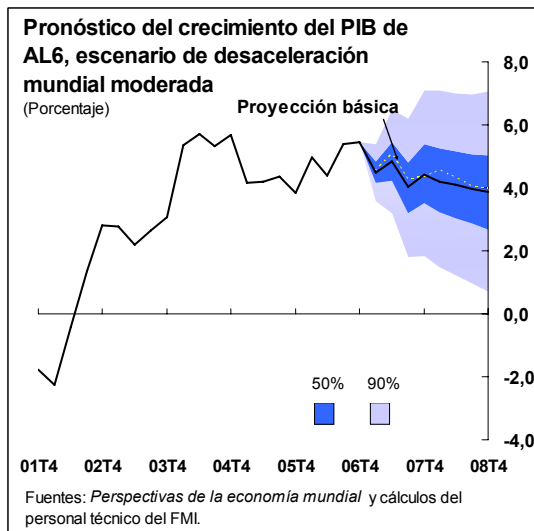
Cada escenario se representa mediante una trayectoria hipotética (o un conjunto de trayectorias) para las variables externas del modelo. En las siguientes subsecciones se describen brevemente estas dos trayectorias y los respectivos pronósticos generados por el modelo, y se comparan con el pronóstico del modelo bajo los supuestos de referencia.

## Trayectorias alternativas para el crecimiento mundial

Como ya se describió, las trayectorias alternativas para el crecimiento mundial incluyen: (i) un crecimiento un poco más pujante que el supuesto en la referencia, como resultado de una desaceleración del crecimiento de Estados Unidos menor que el previsto; (ii) un crecimiento mundial un poco más lento, que representa la reacción del crecimiento mundial ante un *shock* similar en sentido opuesto; y (iii) un descenso acusado del crecimiento mundial, que en el supuesto vendría acompañado de un aumento de 400 puntos básicos en el *spread* de los bonos corporativos de alto rendimiento en Estados Unidos. Estas trayectorias de crecimiento se derivan de simulaciones del personal técnico del Departamento de Estudios del FMI que se examinan en las ediciones de abril del 2007 y septiembre del 2006 de *Perspectivas de la economía mundial* (capítulo 4 y recuadro 1.3, respectivamente). Para aislar el efecto de las variaciones de los precios de los productos básicos sobre los tres escenarios, se mantiene el escenario de referencia para los precios de los productos básicos en cada uno de los tres casos.



De los tres escenarios de crecimiento, únicamente una desaceleración mundial acusada produciría un impacto importante sobre el crecimiento de América Latina. En particular, una desaceleración mayor que la prevista en Estados Unidos, que no llegara a



recesión, no tendría apenas efecto sobre el crecimiento medio de AL6 (en gran medida porque su impacto sobre el crecimiento mundial sería mínimo). Además, una desaceleración en Estados Unidos se contrarrestaría en parte con la modificación de las condiciones monetarias, ya que el modelo prevé una caída (o aumento) de las tasas de interés a corto plazo en Estados Unidos cuando el crecimiento se desacelera (o acelera). Las primas de riesgo de los mercados emergentes casi no se verían afectadas, de modo que las condiciones del financiamiento se mantendrían generalmente favorables. En cambio, el más acusado *shock* al crecimiento mundial que se asocia con una corrección drástica de los desequilibrios mundiales no solo surtiría efectos más fuertes a través de las

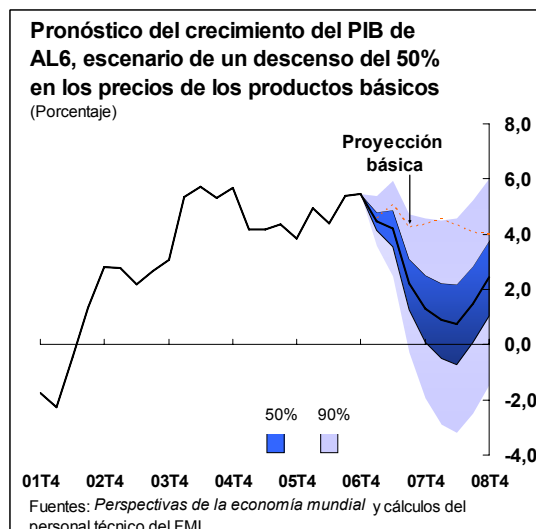
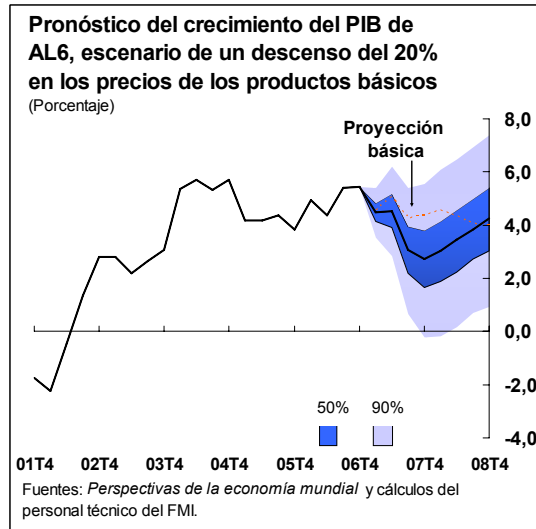
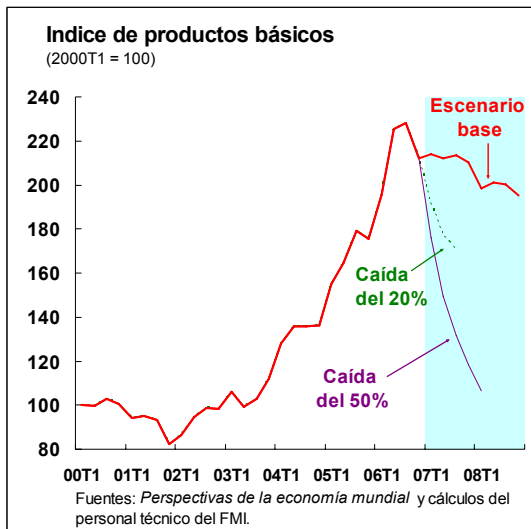
relaciones comerciales, pero también cabría prever un mayor alza en las primas de riesgo y de vencimientos en Estados Unidos (que en este caso se representan mediante un aumento acusado del *spread* de los bonos de alto rendimiento de Estados Unidos). Esto, a su vez, afectaría al crecimiento de América Latina directa e indirectamente a través de un aumento de los *spreads* del índice EMBI. Por consiguiente, supondría una severa fase descendente en América Latina, con una caída del crecimiento cuatrimestral de menos de 1% a principios del 2008, y un descenso del crecimiento medio a 2<sup>3</sup>/<sub>4</sub>% en el 2007 y 1<sup>1</sup>/<sub>2</sub>% en el 2008.

### Supuestos alternativos para los precios de los productos básicos

El modelo de referencia de *Perspectivas de la economía mundial* para los precios de los productos básicos no combustibles ya contempla un descenso moderado durante 2007 y 2008. La pregunta es cómo reaccionaría el crecimiento latinoamericano si los precios de los productos básicos no combustibles registrasen una caída mayor, por ejemplo a los niveles de finales del 2005 (aproximadamente un 20% menos que los niveles de finales del 2006, en términos del índice de exportación neta de productos de AL6 usado para estimar el modelo) o los niveles del final del 2003 (un descenso de aproximadamente el 50% con respecto al final del 2006, que dejaría sin efecto el fuerte aumento de los

precios que ha beneficiado a América Latina en el curso de la reciente expansión). Para concentrar la atención en el efecto de las correcciones de precios de los productos básicos, ambos escenarios mantienen la trayectoria de crecimiento mundial de referencia, mientras que se deja que las variables restantes se ajusten de manera endógena.

El modelo predice que una caída de 20% en los precios de los productos básicos a principios del 2007 llevaría a un crecimiento ostensiblemente inferior, pero aún así sólido, en América Latina (3<sup>1</sup>/<sub>2</sub>–3<sup>3</sup>/<sub>4</sub>% promedio en el 2007 y en el 2008). En contraste, un descenso del 50% originaría una severa desaceleración, casi de la misma magnitud que una corrección drástica de los desequilibrios mundiales. El crecimiento cuatrimestral descendería hasta cerca



de  $\frac{3}{4}\%$  a mediados del 2008, en tanto que el crecimiento medio bajaría a 3% en el 2007 y apenas  $1\frac{1}{4}\%$  en el 2008. Esto obedece principalmente al efecto directo del ingreso neto de exportación de productos básicos sobre la economía, y también a los efectos indirectos causados por las condiciones de financiamiento menos favorables, a través de los *spreads* del índice EMBI. Lo anterior podría obedecer al impacto de un acusado descenso de los términos de intercambio sobre la balanza comercial—un *shock* de los productos básicos del 50% significaría una pérdida de los superávits comerciales y la eliminación de un elemento importante que en la actualidad ofrece tranquilidad a los inversionistas externos en América Latina—y sobre las cuentas fiscales, al reducir significativamente los superávits primarios (véase la edición de noviembre del 2006 de *Perspectivas económicas: Las Américas* y la Sección II).

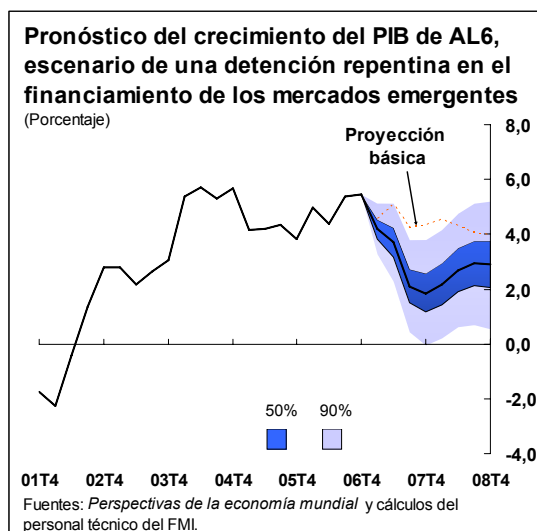
### Condiciones financieras más restrictivas para los mercados emergentes

Por último, se consideró un escenario que contempla condiciones mucho más restrictivas para el financiamiento de los mercados emergentes, en forma de un *shock* de 400 puntos básicos en el spread del índice Latin EMBI y un aumento de 200 puntos básicos en el spread de los bonos de alto rendimiento de Estados Unidos—cifras cerca a las variaciones sufridas por estas variables en alguno de los casos de “suspensión repentina” al

financiamiento ocurrida en los años noventa. Al contrario de la corrección drástica de los desequilibrios mundiales, no se supone que este *shock* al financiamiento afecte al crecimiento de los países industriales. Por consiguiente, el escenario separa los efectos de un *shock* de financiamiento de los mercados emergentes “puro” de una crisis mundial que implique un descenso del crecimiento en todas las regiones principales. El modelo parece indicar que un *shock* al financiamiento reduciría significativamente el crecimiento en América Latina, pero en menor grado de lo que lo haría una crisis mundial o una caída del 50% en los precios de los productos básicos. En cifras del promedio anual, el modelo predice una disminución del crecimiento por debajo del 3% en el 2007, y el  $2\frac{3}{4}\%$  en el 2008. En la práctica, es probable que se sobrestime el impacto medio de un *shock* del financiamiento sobre el crecimiento de AL6, ya que se basa en la reacción de AL6 ante las variaciones del índice EMBI en 1994–2006, un período en el que la gran mayoría de estos países sufrían una mayor vulnerabilidad macroeconómica que en la actualidad.

### Evaluación general

Como se observa en los gráficos, todos los pronósticos formulados incluyen una distribución de probabilidades, que se denota mediante un sombreado azul y gris, además de la previsión condicional central que representa la mediana de la distribución (el percentil 50). Al asignar probabilidades a los diversos escenarios, es posible generar un solo pronóstico probabilístico ponderado en función del riesgo (véase una descripción técnica en Österholm, 2006).<sup>11</sup> El “gráfico de abanico” que se presenta en la Sección II corresponde a una



<sup>11</sup> Para los cuatro escenarios de crecimiento (moderadamente mayor, referencia, moderadamente menor, y crisis mundial) se ha supuesto una distribución de probabilidades de 0.15, 0.575, 0.25 y 0.025; para las tres estados de los precios de los productos básicos (referencia, descenso del 20%, y descenso de 50%), las probabilidades de 0.88, 0.10 y 0.02; y para un *shock* de financiamiento de los mercados emergentes, una probabilidad de 0.05. También se permitieron combinaciones de estos hechos.



adaptación de este pronóstico probabilístico, en el cual se ha dibujado la distribución de probabilidad en torno al pronóstico de referencia del personal técnico del FMI. Como se indica en ese gráfico, en general el riesgo se inclina moderadamente hacia la baja, como reflejo del hecho (aunque poco probable) de que si bien algunos escenarios podrían llevar a un crecimiento mucho menor que lo previsto en América Latina, no existe un escenario compensatorio—dadas las condiciones actuales ya de por sí favorables—que implique un crecimiento mucho mayor a corto plazo (aunque obviamente existe la posibilidad de que se produzca un crecimiento moderadamente mayor que el previsto). Aun así, el modelo parece indicar que un crecimiento menor del 3% en el 2007 o del 3/4% en el 2008 es muy improbable (una probabilidad menor del 5%).

El análisis de esta sección respalda dos conclusiones principales:

- En promedio, el crecimiento de América Latina parece bastante resistente a deterioros moderados del entorno externo, como una desaceleración de mitad del ciclo en Estados Unidos, un descenso en los precios de los productos básicos del orden del 20%, o un endurecimiento de las condiciones de financiamiento para los mercados emergentes que no guarde relación con una desaceleración del crecimiento mundial. (Obviamente, los *shocks* de esta índole podrían suponer problemas para determinados países, sobre todo aquellos que dependen en gran medida de la exportación de productos básicos y/o que conservan vulnerabilidades en el sector financiero.)
- No obstante, la región podría seguir siendo sensible a varios escenarios externos más desfavorables (aunque de probabilidad baja). Entre ellos figuran unas condiciones de financiamiento más restrictivas, sobre todo cuando se combinan con una desaceleración del crecimiento mundial, o un fuerte y acelerado descenso de los precios de los productos

básicos, que a su vez produciría consecuencias sobre los flujos de capital hacia la región.

La reducción de la vulnerabilidad de América Latina ante esos *shocks* es en gran medida una cuestión de incrementar su resistencia ante las fluctuaciones del financiamiento internacional. Los gobiernos han adoptado medidas importantes en este sentido en los últimos años, lo cual ha resultado en instituciones económicas y marcos de política superiores, superávits fiscales primarios, estructuras de endeudamiento más seguras y tipos de cambio más flexibles. Estas medidas ofrecen ciertas garantías de que las finanzas de la región seguirán siendo sólidas aún en caso de un acusado deterioro del entorno externo. No obstante, tal como los gobiernos de la región reconocen, son necesarias más medidas, especialmente para reducir aún más los niveles de la deuda pública, dotar de más flexibilidad a los presupuestos y asegurar la resistencia de los sistemas financieros (véase la sección II y la edición de noviembre del 2006 de *Perspectivas económicas: Las Américas*).

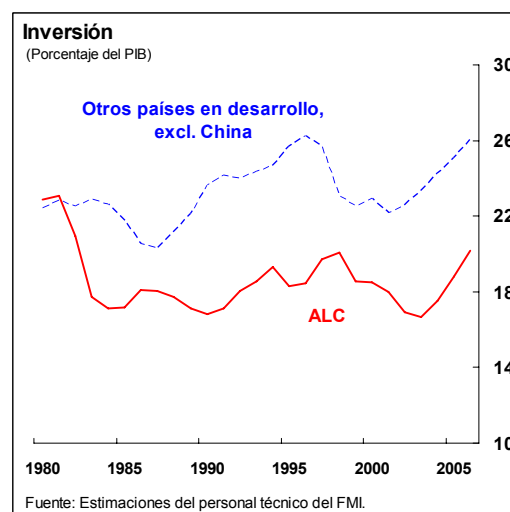
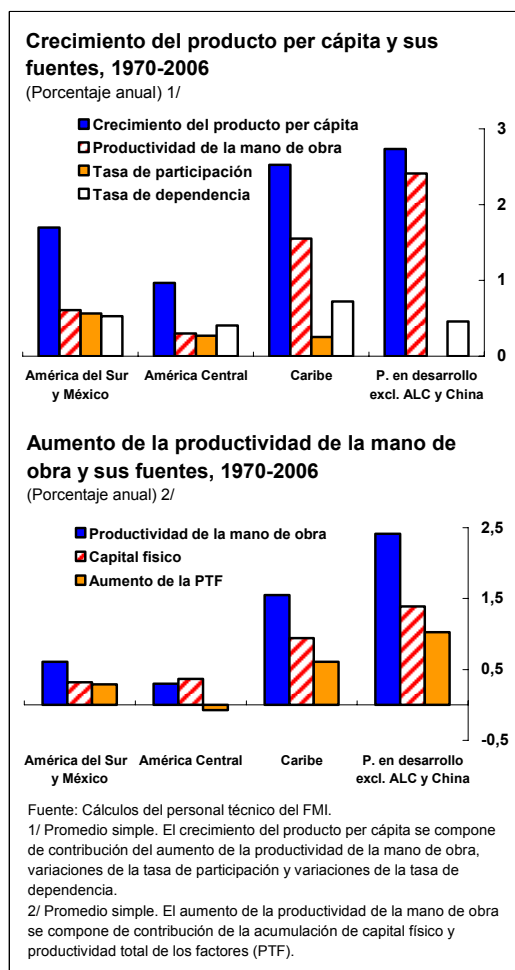
## IV. Sostenimiento de la expansión y aumento del crecimiento a largo plazo

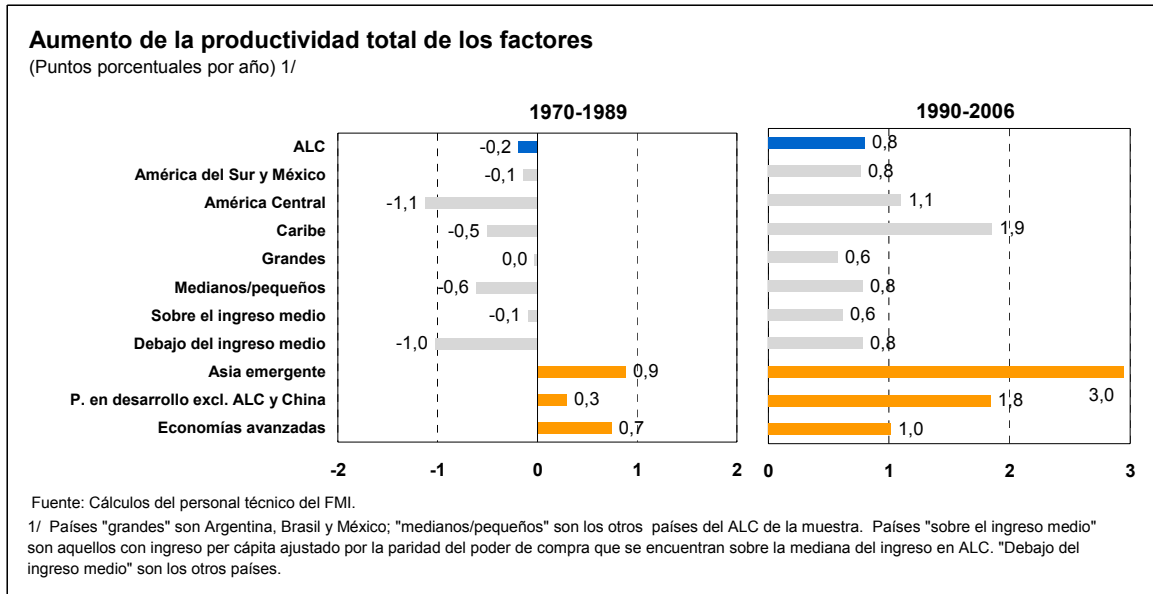
La expansión actual de América Latina representa el período de crecimiento sostenido más vigoroso que se registra desde los años setenta. Aun así, el crecimiento ha sido inferior al de la mayoría de las demás regiones de países en desarrollo. ¿Qué hace falta para que el crecimiento de la inversión y la productividad en América Latina alcancen el nivel de esas regiones? ¿Y para conseguir que la expansión actual sea sostenida, es decir, para no volver a los consabidos ciclos de auge y recesión? A continuación se abordan estas preguntas.

### Hacia un mayor aumento de la productividad a largo plazo

En el largo plazo el crecimiento de América Latina ha sido bajo en comparación con el de otros países en desarrollo. Esto es atribuible, en su mayor parte, a una trayectoria de inestabilidad macroeconómica y a un limitado aumento de la productividad de la mano de obra, que se ha compensado sólo en parte por aumentos de la participación en el mercado laboral (de una cifra inferior al 60% se pasó a casi el 72%) y descensos en las tasas de dependencia. La baja acumulación de capital físico ha incidido en el débil aumento de la productividad de la mano de obra. Sin embargo, un factor más importante aún ha sido el bajo crecimiento de la “productividad total de los factores” (PTF), es decir, la eficiencia con que se combinan el capital físico y la mano de obra en la producción. El aumento de la PTF repuntó a partir de principios de los años noventa; pero la brecha frente a otras regiones parece haber aumentado en los últimos años.<sup>12</sup>

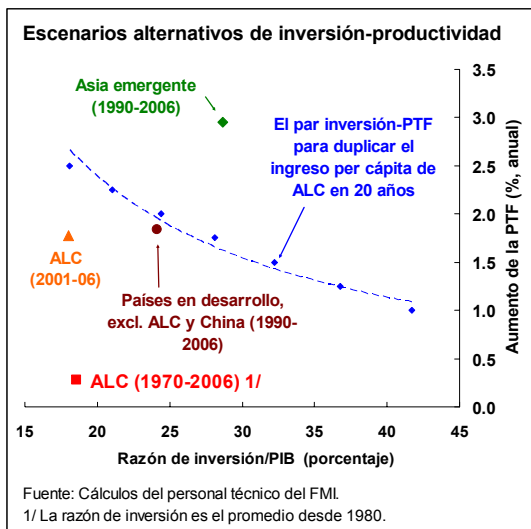
<sup>12</sup> Véanse más detalles sobre la metodología y las respectivas referencias en la edición de septiembre del 2006 de *Perspectivas de la economía mundial*, capítulo 3. En esta sección, las estimaciones de productividad se basan en una muestra de 20 países que incluyen el Caribe, América del Sur y Centro América.





La inversión en América Latina, como proporción del PIB, se ha mantenido inferior al promedio de los países en desarrollo. La inversión se contrajo fuertemente en los años posteriores a la crisis de la deuda de principios de los años ochenta y desde entonces no ha podido recuperarse, en contraste con lo ocurrido en otras regiones. Como resultado, para la región en su conjunto, la contribución de la acumulación de capital al aumento del producto per cápita en el período 1970–2006 fue de apenas 0.3 puntos porcentuales por año, menos de un cuarto del valor alcanzado por otros países en desarrollo (sin incluir China).

Por consiguiente, la obtención de aumentos importantes en los ingresos per cápita requerirá mayores inversiones y, aún más importante, avances sustanciales en el aumento de la PTF. Para ilustrar los desafíos a los que se enfrentan los países de ALC, se construyeron diferentes escenarios en los que los ingresos per cápita reales se duplican en los próximos 20 años a través de diferentes combinaciones de aumento de la PTF y la inversión.<sup>13</sup> Estos escenarios requieren un aumento en las tasas de crecimiento de la inversión y la PTF considerablemente superiores a lo que ha experimentado la región en el pasado: comparativamente, si el crecimiento de la PTF y la inversión se mantuvieran iguales al promedio regional de 2001–06 en los próximos 20 años, el ingreso per cápita medio apenas subiría aproximadamente en 50%. Más concretamente, los dos escenarios son los siguientes:



<sup>13</sup> Duplicar el ingreso per cápita en 20 años es una meta ambiciosa: el ingreso per cápita real medio aumentó apenas en 80% en América Latina y el Caribe entre 1970 y 2006. Como punto de referencia, esto correspondería aproximadamente a lo ocurrido en una muestra de países en desarrollo no pertenecientes a ALC (sin incluir China) en los últimos 20 años.

- En el escenario de alta productividad, el aumento de la PTF sería del 2% anual en el período de la proyección. Este es un nivel alto para las normas internacionales: Es ligeramente superior a la tasa media que han logrado los países en desarrollo (sin incluir China) desde 1990 y más del doble que el promedio alcanzado por la región de ALC en el mismo período. Aun con esta alta tasa de crecimiento de la productividad, las tasas de inversión de la región tendrían que aumentar significativamente a un nivel promedio del 24½ % del PIB (comparado con un nivel de sólo 20% en 2006).
- Con un crecimiento menor de la productividad, para duplicar el ingreso per cápita en los próximos 20 años se requeriría de un aumento de la inversión muy superior al 30% del PIB. Por ejemplo, si la PTF aumentase a una tasa del 1½% anual, una cifra que corresponde al doble del promedio desde 1990, la inversión tendría que elevarse en 8 puntos porcentuales adicionales del PIB (hasta un 32%).

Estos escenarios son apenas una indicación de las diversas combinaciones posibles de podrían elevar el ingreso per cápita a largo plazo, pero acentúan la importancia de políticas que fomenten tanto el aumento de la inversión como un uso más eficiente de los recursos. En la práctica, existe una relación positiva, en ambos sentidos, entre las altas tasas de inversión y el aumento de la productividad. El moderado repunte de la productividad en la presente recuperación (Recuadro 6) destaca aún más la necesidad de profundizar en reformas que promuevan el crecimiento.

La pregunta sobre que tipo de medidas de política podrían elevar la productividad en América Latina en la actualidad ha suscitado un intenso debate en los últimos años. Un recuento completo de dicho debate queda fuera del alcance de este informe (véase la edición de noviembre del 2006 de *Perspectivas económicas: Las Américas* y una revisión de la literatura en Zettelmeyer, 2006). Sin embargo, se consideran los resultados de dos simulaciones

sencillas que cuantifican el efecto de dos tipos de reformas:

- *Una reducción de las inflexibilidades del mercado laboral.* Además de su efecto favorable sobre el aumento de la productividad por una mayor eficiencia en la asignación de recursos, elevaría el crecimiento potencial durante la transición hacia unas menores tasas de desempleo estructural.<sup>14</sup> Este último puede cuantificarse permitiendo la variación de las tasas de utilización de los factores en una función de producción agregada.<sup>15</sup> Por ejemplo, si las tasas de desempleo descendieran permanentemente desde sus niveles actuales hasta el promedio de las economías avanzadas (6%), el impulso por el aumento del empleo creado en la transición hacia esas tasas de desempleo más bajas elevaría en 4½% el ingreso per cápita en un período de 20 años, mientras que el crecimiento real aumentaría en promedio ¼ de punto porcentual por año. La reducción de la informalidad y el subempleo, y la promoción de una mayor participación de la mujer en el mercado laboral, también tendrían un efecto favorable sobre el crecimiento a través de canales semejantes.
- *Mejora de los niveles educativos.* Un mejoramiento en el stock de capital humano de América Latina<sup>16</sup> podría incrementar sustancialmente el crecimiento per cápita. Las simulaciones en las que el capital humano se incluye explícitamente como insumo en la función de producción agregada indican que, si América Latina

<sup>14</sup> La región tiene una de las instituciones del mercado laboral más rígidas del mundo, lo cual contribuye a las elevadas tasas de desempleo (9% en promedio en el 2006). En el recuadro 9 de la edición de noviembre del 2006 de *Perspectivas económicas: Las Américas* se ofrece una visión general del tema.

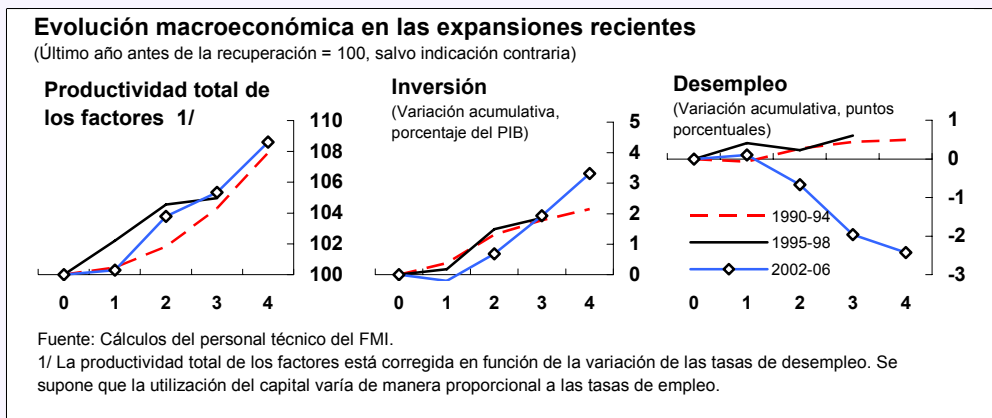
<sup>15</sup> En estas simulaciones se supone que las tasas de utilización del capital varían proporcionalmente a las tasas de desempleo.

<sup>16</sup> Se construye calculando el promedio de los niveles de educación alcanzados (que se definen en función del porcentaje de la población adulta con educación primaria, secundaria y terciaria) ponderados por las tasas medias de retorno de los diversos niveles educativos.

**Recuadro 6. Productividad, inversión y empleo en el ciclo actual de expansión**

En el cuarto año de expansión, el crecimiento real acumulado del PIB en América Latina y el Caribe alcanzó el 20%,<sup>1</sup> alrededor de dos puntos porcentuales más que los registrados durante los dos períodos previos de expansión. La contribución del crecimiento de la productividad total de los factores al crecimiento del PIB en las tres últimas recuperaciones básicamente no ha cambiado y se ha mantenido por arriba de 40%. Más específicamente, los principales desarrollos son los siguientes:

- El actual repunte de la inversión tuvo una evolución muy similar a la de las dos expansiones previas durante las primeras etapas de la recuperación. Sin embargo, en el cuarto año ese repunte superó al del ciclo de expansión de 1995–98. Esto se debió en parte a un menor nivel de inversión al comienzo de la recuperación: la inversión media fue de 17% del PIB al comienzo de la expansión actual, más de 1% por debajo de la inversión al comienzo de la expansión de 1995–98.
- El ritmo de aumento de la productividad en el cuarto año de la expansión actual fue ligeramente mayor al de la expansión de 1990-94, con un aumento acumulado de productividad de alrededor de 8½% (comparado con 8%). El aumento de la productividad parece moderado si se tienen en cuenta las condiciones inusualmente favorables de esta recuperación, como la abundante liquidez de la economía mundial y la mejora de los términos de intercambio, cuyo aumento acumulado ha sido de 20 puntos porcentuales en la recuperación actual, a diferencia de las disminuciones registradas en recuperaciones anteriores.
- Las tasas de crecimiento del empleo registradas en esta recuperación han sido semejantes a las de las dos recuperaciones anteriores. Pero una diferencia fundamental es que en la expansión actual se observa una reducción de las tasas de desempleo—de 2½ puntos porcentuales en promedio en el cuarto año—mientras que en las dos expansiones previas las tasas de desempleo fueron ligeramente más altas. La disminución del desempleo en la expansión actual partió de niveles iniciales más altos (11%) y ha servido para compensar un menor crecimiento de la participación en el mercado laboral.



Nota: Este recuadro fue preparado por Roberto Benelli.

<sup>1</sup> Se consideran períodos de expansión los de 1990–2004, 1995–98 y 2002–06. El comienzo de la expansión (“año 0”) coincide con el punto mínimo del ciclo económico anterior.

alcanzara el nivel actual del stock de capital humano de la OCDE en el 2035, y no en el 2050, los niveles del ingreso per cápita en 20 años serían un 3% más altos; el ingreso per cápita sería un 5% más alto si esa nivelación se alcanzara 10 años antes. Las tasas más aceleradas de mejora también ayudarían a cerrar la “brecha educativa” que probablemente se está creando frente a las regiones en desarrollo más dinámicas, especialmente los países del Asia Oriental, que han registrado recientemente avances impresionantes en las tasas de graduación de la escuela secundaria y de matrícula en la enseñanza terciaria. Además, habría que abordar el alto nivel de desigualdad en la región, que se traduce en menores tasas de matrícula de la población pobre y rural, y en altas tasas de deserción escolar y de repetición de curso escolar (UNESCO, 2007). Este estímulo al crecimiento sería más fuerte aún si fuese acompañado de mejoras en la calidad de la educación, una área en la que América Latina se encuentra atrasada (Recuadro 7).

### Sostenimiento de la expansión

Además del bajo nivel promedio de crecimiento de la productividad, un hecho destacado de la historia económica de América Latina es la frecuencia y regularidad con la que el crecimiento, una vez que ha empezado a avanzar, ha sufrido retrocesos. En vez de asumir la forma de una “colina” suave y sostenida (Pritchett, 2000), las expansiones a menudo han sido efímeras y han culminado en crisis o en prolongados períodos de estancamiento. Los ciclos económicos latinoamericanos han tendido a ser volátiles en comparación con los países avanzados y los países en desarrollo de referencia de fuera de la región (Aiolfi, Catão y Timmerman, 2006). Se han producido grandes caídas del producto con mayor frecuencia que en otras regiones, excepto en África (Becker y Mauro, 2006). Los largos períodos de crecimiento—períodos de crecimiento sostenido, salvo por interrupciones transitorias—han tendido a

ser más escasos que en otras regiones (véase cuadro).

Región	No. de países	No. de ciclos	Duración media	% de ciclos que duran al menos	
				10 años	16 años
Países industriales	37	20	21,6	80	55
Asia emergente	22	20	20,7	75	55
América Latina	18	14	12,6	43	29
África subsahariana	43	31	11,2	45	13
Otros países en desarrollo	20	18	13,4	39	28

1/ Se refiere a expansiones del crecimiento con una duración mínima de cinco años que empezaron con un quiebre estructural en el crecimiento y terminaron con otro quiebre o con el fin del período muestral (principalmente 1950-2006 ó 1960-2006). Los quiebres estructurales se identifican a un nivel de significancia del 10%, véanse detalles en Berg *et. al.*, (2006).

A la luz de esta trayectoria desalentadora, ¿cuáles son las posibilidades de que la expansión de América Latina actual sea sostenida? A un nivel, se puede extraer una respuesta para esta pregunta de las Secciones II y III, así como de los análisis anteriores (véase, en particular, el recuadro 1 de la edición de noviembre del 2006 de *Perspectivas económicas: Las Américas*). La volatilidad macroeconómica de América Latina ha sido generalmente el resultado de desequilibrios fiscales y externos, que a su vez obedecen a un gasto público y privado excesivo (Singh, 2006; Singh y Cerisola, 2006). La estabilización, por lo general, ha dado lugar a entradas excesivas de capital, auges del crédito, apreciación del tipo de cambio real, y acumulación de deuda externa y pública, lo cual se traduce en vulnerabilidad frente a *shocks* adversos y, eventualmente, en nuevas crisis. A la luz de esta trayectoria histórica, la situación actual de América Latina parece haber mejorado bastante. Al entrar la región en su quinto año de expansión, las cuentas fiscales y externas permanecen en superávit, y varias fuentes tradicionales de vulnerabilidad—sobre todo las que guardan relación con la estructura de la deuda, las políticas cambiarias y el sector financiero—se han reducido considerablemente.

No obstante, la expansión actual ha ocurrido en un entorno externo excepcionalmente favorable. ¿Podrá soportar su deterioro? En la sección III se ofrece una respuesta parcial: El crecimiento en América

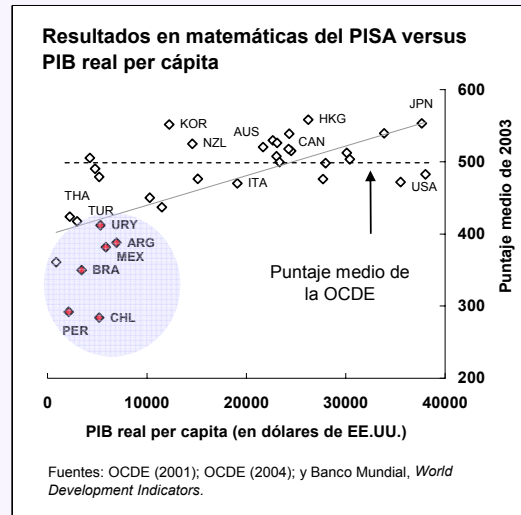
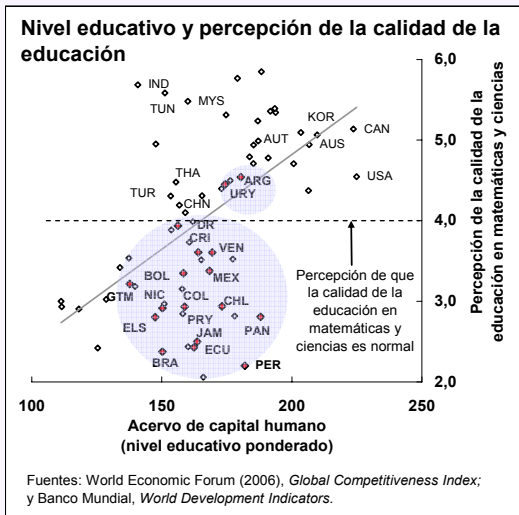
**Recuadro 7. Calidad de la educación, capital humano y crecimiento en América Latina**

La calidad de la educación es tan importante como el nivel educativo, si no más, a la hora de mejorar la dotación de capital humano de un país y de fomentar el crecimiento económico (Hanushek y Kimko, 2000; Barro, 2001). Además, al mejorar la calidad de la educación se puede ayudar a reducir las tasas de deserción escolar y de repetición, elevando así los niveles de instrucción.

Si bien el acceso a la educación es aceptable en la mayor parte de América Latina, el rendimiento de los estudiantes en aptitudes críticas no suele ser bueno (De Ferranti *et al.*, 2003; Vegas y Petrow, de próxima publicación). La baja calidad de la educación no puede atribuirse únicamente al nivel de desarrollo de la región: aún teniendo en cuenta el PIB per cápita, el rendimiento de los países de América Latina en evaluaciones internacionales fue peor que el de los países de Asia oriental y la OCDE.<sup>1</sup> La preocupación por la escasa calidad de la educación está reflejada en las respuestas de las comunidades empresariales locales en las encuestas del índice de competitividad mundial sobre la percepción de la calidad de la instrucción en matemáticas y ciencias en sus países (Foro Económico Mundial, 2006).

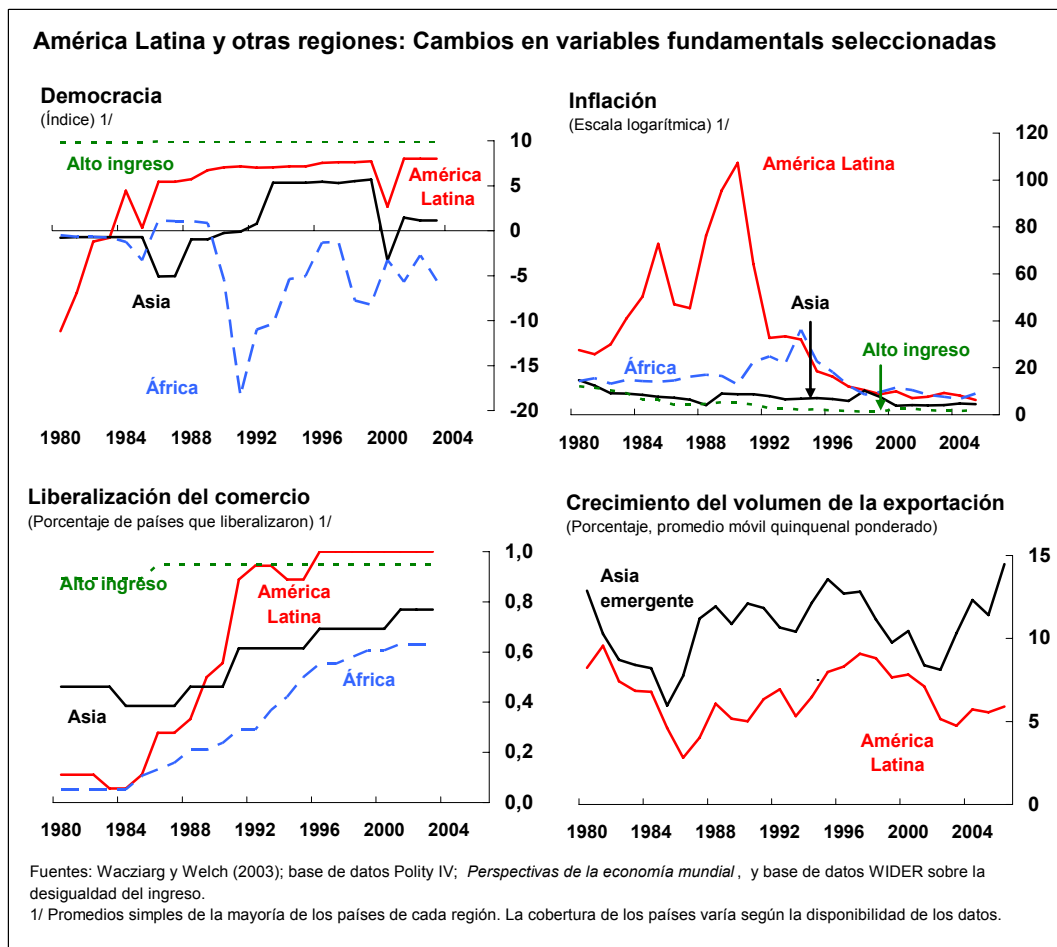
La baja calidad también puede deberse a ineficiencias en el gasto en educación, ya que los gastos no son bajos de acuerdo con las normas internacionales (Clements, Faircloth y Verhoeven, 2007). En muchos países se podría mejorar la eficiencia reduciendo la proporción de gasto asignado a salarios de profesores e incrementando las erogaciones para capital, libros y útiles escolares (De Ferranti *et al.*, 2003). También es necesario reforzar los incentivos al buen rendimiento. La experiencia de muchos países de la región de vincular las transferencias educativas a los gobiernos locales y los salarios al rendimiento, y de hacer más preponderante el papel de los padres en la asignación de los presupuestos escolares, es prometedora (De Ferranti *et al.*, 2003).

En suma, los datos apuntan a que el rezago de América Latina frente a los países de Asia oriental y de la OCDE en lo que se refiere a capital humano es mayor de lo que indican los datos de niveles de instrucción. Por lo tanto, para que América Latina recupere terreno con respecto a regiones más avanzadas, es necesario dar más prioridad a mejorar la calidad de la educación, preocupándose, por ejemplo, de hacer más eficiente el gasto público en educación.



Nota: Este recuadro fue preparado por Priya Joshi.

<sup>1</sup> Las calificaciones matemáticas de Argentina, Chile y Perú provienen de las evaluaciones internacionales PISA 2000. Las pruebas de evaluación PISA miden aptitudes en lectura, matemáticas y ciencias. Véase también Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (2001, 2004).



Latina parece resistente ante unos *shocks* moderados, incluso un deterioro moderado de los términos de intercambio, pero no ante un deterioro significativo del entorno financiero internacional. Es posible que el análisis empírico de la sección III exagere la actual sensibilidad de América Latina ante esos *shocks*, ya que corresponde al comportamiento de la región durante el período total de la muestra (1994–2006), y quizás no capte plenamente las reducciones recientes en la vulnerabilidad externa. Sin embargo, también existen argumentos en sentido contrario. Las mejoras en la situación fiscal de América Latina han sido impulsadas principalmente por los ingresos, y poco se ha progresado en la mejora de la composición del gasto público—un elemento clave para determinar la persistencia de los ajustes fiscales (Gupta et al., 2005). Además, poco se ha avanzado en la reducción de las rigideces presupuestarias, que

tradicionalmente han comprometido la calidad del ajuste fiscal en las fases descendentes de los ingresos (Alier, 2007). Por consiguiente, para consolidar una volatilidad macroeconómica menor en América Latina probablemente se requerirán reformas fiscales.

Otro enfoque para responder la pregunta sobre lo que permite que el crecimiento sea sostenido consiste en examinar las características económicas y políticas de las economías con expansiones de larga duración y compararlas con economías que experimentan auges más cortos. Éstas podrían incluir los fundamentos macroeconómicos, pero también características estructurales más profundas que podrían producir efectos sobre las políticas económicas, el entorno empresarial o la capacidad de las economías para soportar los *shocks* externos. En trabajos empíricos recientes sobre el tema (Berg,



Ostry y Zettelmeyer, 2007), basados en lo ocurrido en 140 países a lo largo de cinco décadas, se identifican cuatro áreas principales que parecen contribuir al crecimiento sostenido por largos períodos:

- Primero, una orientación al comercio y a la exportación, en particular, regímenes de comercio liberales y ausencia de déficits persistentes de la cuenta corriente o tipos de cambio sobrevaluados. La estructura de las exportaciones también es importante. Los períodos de crecimiento de larga duración tienden a estar relacionados con un aumento en la participación de productos manufacturados en las exportaciones totales en el curso del tiempo.
- Segundo, mejoras en las instituciones políticas. Muchos países, incluso las autocracias, pueden iniciar una etapa de crecimiento; pero los países que son democráticos, o que se democratizan en el curso del tiempo parecen tener una probabilidad mayor de experimentar períodos prolongados de crecimiento continuo.
- Tercero, una distribución del ingreso más equitativa. Los períodos prolongados de crecimiento tienen más probabilidades de producirse en países con niveles relativamente bajos de desigualdad del ingreso. Un punto porcentual de aumento en el coeficiente de Gini parece incrementar en 5–10% la probabilidad de que el período de crecimiento termine en algún año dado.
- Por último, estabilidad macroeconómica. Los países con alta inflación o depreciaciones del tipo de cambio tienden a experimentar períodos de crecimiento más cortos. A su vez, la estabilidad macroeconómica podría obedecer a mejores marcos de política, un mayor grado de cohesión social, y sistemas financieros más desarrollados.

Sin duda estas son las áreas en las que América Latina tradicionalmente ha registrado resultados desfavorables: durante varias décadas hasta

principios de los años ochenta, la región se caracterizaba por ser predominantemente autocrática, autárquica y desigual, y sufrir una alta volatilidad macroeconómica. Desde entonces ha habido muchos cambios. El mayor progreso se ha logrado en las áreas del cambio democrático y la estabilidad macroeconómica. La democracia se encuentra ahora firmemente arraigada, y es bien conocida la victoria de la región contra la hiperinflación. Más concretamente, los últimos cinco años han sido un período de gran mejora de la gestión macroeconómica. También se ha avanzado en la integración comercial y en la orientación hacia la exportación, aunque los resultados en este sentido son más desiguales. Si bien prácticamente todos los países latinoamericanos han liberalizado el comercio en cierto grado, la falta de competencia y la limitada apertura de hecho continúan planteando problemas. Las razones comercio/PIB permanecen relativamente bajas, el crecimiento de la exportación ha sido inferior al de otras regiones, y la proporción de productos manufacturados en el total de exportaciones sigue siendo mucho menor que la de Asia. Por último, la desigualdad económica registró una tendencia al alza en los años ochenta y la mayor parte de los noventa. Desde hace poco tiempo se ha registrado una mejora (Sección II), pero no hay duda de que América Latina sigue siendo muy desigual en comparación con otras regiones del mundo (De Ferranti et al., 2004; Zettelmeyer, 2006).

De este examen se desprenden dos mensajes principales. Primero, con sociedades democráticas a través de la región, estabilidad macroeconómica y mayor apertura al comercio, las posibilidades de prolongar la expansión actual son mejores que en cualquier otro período de la historia reciente. Segundo, las mejoras económicas que sirven como fundamento a un crecimiento más sostenido son un fenómeno reciente y aún no se encuentran totalmente arraigadas. En particular, los esfuerzos por crear sociedades más igualitarias y menos divididas—en mejores condiciones para evitar en el futuro dar drástica marcha atrás en el crecimiento—se encuentran en una etapa inicial. Los avances deseados en esta área tomarán tiempo y requerirán

una combinación de mejor educación, reformas de los sectores laboral y financiero, un sistema tributario no distorsionante, y una mejor focalización y calidad del gasto público (véase la edición de noviembre del 2006 de *Perspectivas económicas: Las Américas*). Las reformas en estas áreas también son cruciales por sus efectos directos sobre el aumento de la productividad a largo plazo.

Mientras tanto, las políticas macroeconómicas y las relativas al sector financiero tendrán que permanecer prudentes para que la región pueda aprovechar la oportunidad actual para arraigar y elevar el crecimiento, aun en el caso de que las condiciones externas sean menos favorables que las que se dan en la actualidad.

# Principales indicadores económicos

	Crecimiento del producto (tasa anual, porcentaje)					Inflación (fin de período, porcentaje)					Cuenta corriente externa (porcentaje del PIB)								
	1995- 2004		2005	2006	2007	2008	1995- 2004		2005	2006	2007	2008	1995- 2004		2005	2006	2007	2008	
	Prom.			Proy.	Proy.	Prom.			Proy.	Proy.	Prom.		Proy.	Proy.			Proy.	Proy.	
<b>América del Norte 1/</b>	<b>3,2</b>	<b>3,2</b>	<b>3,4</b>	<b>2,3</b>	<b>2,8</b>	<b>3,3</b>	<b>3,6</b>	<b>2,1</b>	<b>2,6</b>	<b>2,5</b>	<b>-3,0</b>	<b>-5,4</b>	<b>-5,4</b>	<b>-5,2</b>	<b>-5,2</b>				
Estados Unidos	3,2	3,2	3,3	2,2	2,8	2,5	3,7	1,9	2,6	2,5	-3,4	-6,4	-6,5	-6,1	-6,0				
Canadá	3,3	2,9	2,7	2,4	2,9	1,9	2,3	1,3	2,2	2,2	0,8	2,3	1,7	0,7	0,6				
México	2,7	2,8	4,8	3,4	3,5	15,5	3,3	4,1	3,7	3,3	-2,1	-0,6	-0,2	-1,0	-1,4				
<b>América del Sur 1/</b>	<b>2,4</b>	<b>5,1</b>	<b>5,6</b>	<b>5,3</b>	<b>4,5</b>	<b>9,5</b>	<b>6,8</b>	<b>5,2</b>	<b>6,0</b>	<b>6,7</b>	<b>-2,1</b>	<b>1,3</b>	<b>1,5</b>	<b>0,7</b>	<b>0,0</b>				
Argentina	1,3	9,2	8,5	7,5	5,5	4,9	12,3	9,8	11,0	13,0	-0,5	1,9	2,4	1,2	0,4				
Bolivia	3,3	4,1	4,5	4,5	5,3	5,0	4,9	4,9	6,8	6,0	-3,8	6,6	11,3	8,7	6,4				
Brasil	2,5	2,9	3,7	4,4	4,2	9,1	5,7	3,1	3,9	4,3	-2,4	1,6	1,3	0,8	0,3				
Chile	4,8	5,7	4,0	5,2	5,1	4,2	3,7	2,6	2,5	3,0	-1,8	0,6	3,8	2,7	-0,2				
Colombia	2,2	5,3	6,8	5,5	4,5	12,0	4,9	4,5	4,0	3,5	-2,4	-1,6	-2,2	-2,3	-3,3				
Ecuador	2,8	4,7	4,2	2,7	2,9	31,4	3,1	3,0	2,6	3,0	-1,6	1,7	4,5	0,4	0,7				
Paraguay	1,5	2,9	4,0	4,0	4,5	8,9	9,9	12,5	5,0	3,0	-1,7	-0,3	-1,5	-2,0	-1,8				
Perú	3,6	6,4	8,0	6,0	5,5	4,9	1,5	1,1	2,0	2,0	-3,7	1,3	2,6	0,7	0,4				
Uruguay	0,9	6,6	7,0	5,0	3,5	14,0	4,9	6,4	6,0	5,0	-1,1	0,0	-2,4	-3,3	-2,3				
Venezuela	1,3	10,3	10,3	6,2	2,0	35,1	14,4	16,9	22,4	28,3	6,5	17,8	15,0	7,0	6,2				
<b>América Central 1/</b>	<b>3,7</b>	<b>4,3</b>	<b>5,7</b>	<b>5,0</b>	<b>4,6</b>	<b>7,8</b>	<b>8,4</b>	<b>6,3</b>	<b>5,6</b>	<b>5,1</b>	<b>-5,0</b>	<b>-4,8</b>	<b>-4,8</b>	<b>-5,0</b>	<b>-5,2</b>				
Costa Rica	4,3	5,9	7,9	6,0	5,0	12,4	14,1	9,4	8,0	6,0	-4,1	-4,8	-4,9	-4,8	-4,7				
El Salvador	3,0	2,8	4,2	4,0	4,0	4,0	4,3	4,9	4,0	3,0	-2,4	-4,6	-4,8	-4,7	-4,7				
Guatemala	3,4	3,2	4,6	4,5	4,0	7,4	8,6	5,8	6,0	6,0	-4,7	-4,4	-4,4	-4,5	-4,7				
Honduras	3,3	4,1	5,5	4,8	3,4	13,4	7,7	5,3	6,0	7,0	-3,9	-0,4	-1,2	-2,5	-2,8				
Nicaragua	4,2	4,0	3,7	4,2	5,0	8,5	9,6	9,4	6,1	5,2	-20,5	-14,2	-14,2	-13,6	-12,9				
Panamá	4,4	6,9	8,1	6,6	6,8	0,9	3,4	2,2	2,3	2,4	-5,3	-5,0	-4,3	-5,0	-6,3				
<b>El Caribe 1/</b>	<b>4,2</b>	<b>6,5</b>	<b>8,3</b>	<b>5,4</b>	<b>4,2</b>	<b>11,0</b>	<b>8,3</b>	<b>6,2</b>	<b>5,7</b>	<b>5,1</b>	<b>-3,4</b>	<b>0,0</b>	<b>2,1</b>	<b>1,7</b>	<b>-0,3</b>				
Bahamas	3,3	2,7	4,0	4,5	4,0	1,7	1,2	2,3	2,0	2,0	-10,1	-8,8	-10,9	-13,4	-11,5				
Barbados	2,3	4,1	3,5	4,9	2,0	2,3	7,3	7,0	2,8	2,0	-4,0	-12,6	-8,7	-7,5	-7,8				
Economías de la UMCO	2,7	5,8	4,7	4,6	3,9	2,1	4,6	2,0	2,9	2,6	-15,8	-22,1	-21,4	-18,9	-21,1				
Guyana	2,3	-1,9	4,8	5,2	4,7	5,4	8,3	3,6	5,0	4,0	-13,5	-19,1	-28,0	-23,0	-21,4				
Haití	1,5	0,4	2,2	3,5	4,0	17,1	14,8	12,4	7,9	8,0	-1,0	0,7	1,4	0,2	-1,0				
Jamaica	0,5	1,4	2,7	3,0	3,1	11,5	12,9	5,8	6,9	6,2	-5,9	-11,2	-10,7	-9,5	-9,3				
República Dominicana	5,2	9,3	10,7	6,0	4,5	13,0	7,4	5,0	5,0	4,0	-0,9	-1,5	-2,4	-2,2	-1,6				
Trinidad y Tabago	7,7	7,9	12,0	7,0	4,5	4,2	7,2	9,1	9,0	9,0	2,1	22,2	28,1	25,2	15,5				
Partidas informativas:																			
<b>América Latina y el Caribe 1/</b>	<b>2,6</b>	<b>4,6</b>	<b>5,5</b>	<b>4,9</b>	<b>4,2</b>	<b>10,6</b>	<b>6,1</b>	<b>5,0</b>	<b>5,4</b>	<b>5,8</b>	<b>-2,0</b>	<b>1,4</b>	<b>1,7</b>	<b>0,5</b>	<b>-0,2</b>				

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

1/ Promedio ponderado. Para el producto y la inflación, se utiliza el PIB ponderado según la PPC; para la cuenta corriente externa, el PIB en dólares ponderado.

# Apéndice

## Un modelo del impacto de los *shocks* externos en América Latina

La sección III de estas *Perspectivas económicas: Las Américas*—así como los intervalos de confianza en torno al pronóstico central que se indica en la Sección II—se basan en un modelo multivariante autoregresivo que establece una relación entre las cifras de crecimiento de América Latina y una variedad de variables económicas. Más concretamente, se emplea un modelo de “vectores autoregresivos bayesianos” para analizar el crecimiento latinoamericano. Este puede formularse de la siguiente manera:

$$\mathbf{G}(L)(\mathbf{x}_t - \boldsymbol{\psi}) = \boldsymbol{\eta}_t \quad (1)$$

En la ecuación (1),  $\mathbf{x}_t$  representa un vector  $n \times 1$  de variables macroeconómicas que incluyen el crecimiento,  $\mathbf{G}(L)$  denota un “polinomio de desfase de orden  $p$ ” (una manera de resumir el hecho de que en el modelo se incluyeron varios desfases de  $\mathbf{x}_t$  y  $\boldsymbol{\eta}_t$  un vector  $n \times 1$  de términos de error distribuidos en forma idénticamente independiente. Por último,  $\boldsymbol{\psi}$  es un vector de valores de estado estable que describe los niveles hacia los cuales convergen las variables a largo plazo. Este modelo se especifica en términos de desviaciones con respecto al estado estable (véanse los pormenores en Villani, 2005), lo cual le permite al investigador especificar una distribución previa informativa para los valores de estado estable. De esta manera se pueden recoger en la estimación conocimientos acerca de los marcos de política y estructura económica que inciden en el comportamiento a largo plazo de las variables—cuyos efectos sobre la muestra de estimación tal vez no se hayan recogido plenamente, como ocurre con las opiniones acerca del crecimiento potencial a largo plazo. Utilizando la Ley de Bayes, esta

información luego se combina con los datos para estimar una distribución “posterior” de  $\boldsymbol{\psi}$ .<sup>1</sup>

El marco descrito en (1) se utilizó para estimar dos modelos diferentes. En el primero,  $\mathbf{x}_t$  se fijó de la siguiente manera:

$$\mathbf{x}_t = (\Delta y_t^{world} \quad i_t^{US} \quad HY_t \quad \Delta y_t \quad \Delta c_t \quad EMBI_t)' \quad (2)$$

En que  $y_t^{world}$  es el logaritmo del PIB mundial (excluida América Latina) a precios fijos,  $i_t^{US}$  es la tasa a tres meses de las letras del Tesoro,  $HY_t$  es el spread de los bonos corporativos de alto rendimiento en Estados Unidos (un valor representativo del apetito mundial por el riesgo),  $y_t$  el logaritmo del PIB real agregado de seis de los mayores países latinoamericanos (Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México y Perú),  $c_t$  un índice de precios de la exportación (neta) de productos básicos de estos países, y  $EMBI_t$  el spread del índice de los bonos de mercados emergentes de JP Morgan para América Latina. El segundo modelo se centra en los vínculos entre Estados Unidos y América Latina e incluye el crecimiento y la inflación de Estados Unidos en lugar del crecimiento mundial. Ambos modelos se estimaron utilizando datos trimestrales de 1994T2 al 2006T4. La duración de los desfases se fijó en dos (más de dos desfases no afectan los resultados).

Algunos valores de estado estable previos siguen convenciones corrientes; por ejemplo, las tasas de inflación y de interés nominal a corto plazo en Estados Unidos se centraron en 2 y 4%, respectivamente (véase el cuadro). Los valores de estado estable previos para el crecimiento del mundo y Estados Unidos se basaron en las

<sup>1</sup> Para los parámetros que rigen la dinámica del modelo en torno al estado estable, se utilizó una metodología “Minnesota prior” ligeramente modificada (Litterman, 1986). Para ello la mediana previa en el primer desfase propio se fija en 0,9 para las variables que se modelan en niveles, y en 0 para todos los coeficientes de variables modeladas en primeras diferencias (véanse los pormenores del método de modelación en Österholm y Zettelmeyer, 2007).

proyecciones a mediano plazo de *Perspectivas de la economía mundial*, mientras que los valores de estado estable previo para el crecimiento de América Latina, que se centran en 4.25%, se basaron en estudios econométricos del crecimiento a largo plazo en América Latina (véase un estudio general en Loayza, Fajnzylber y Calderón, 2005; y Zettelmeyer, 2006). El cuadro muestra que las distribuciones posteriores y previas en general no están alejadas, lo cual indica que los intervalos previos supuestos son considerados razonables por los datos. Un aspecto importante es que se confirmó que la dinámica del modelo no se vio afectada por los valores de estado estable previos elegidos (los valores previos “no informativos” o “difusos”, que les confieren libertad a los datos en la estimación de los parámetros de estado estable, produjeron resultados similares). Por consiguiente, los valores supuestos de estado estable previo no prejuzgan los pronósticos a corto plazo del modelo.

Al estimar el modelo se supuso una exogeneidad de las variables del mundo y de Estados Unidos con respecto a las latinoamericanas, y los *shocks* se ortogonalizaron mediante un ordenamiento recursivo estándar: al crecimiento mundial (o de Estados Unidos) se le asignó el primer lugar (es decir, se supone que no se ve afectado contemporáneamente por otras variables), y a continuación vienen las demás variables, siguiendo el orden de la ecuación (2).

<b>VARIABLES DEL MODELO: Distribuciones anteriores y posteriores del estado estable</b>		
(En unidades de las variables indicadas: intervalos de probabilidad del 95%) 1/		
	Anteriores	Posteriores 2/
Crecimiento mundial	(3,75; 4,75)	(3,4; 4,1)
Crecimiento de EE.UU.	(2,0; 4,0)	(2,8; 3,9)
Inflación de EE.UU.	(1,0; 3,0)	(2,0; 2,8)
Tasa de bonos del tesoro de EE.UU.	(3,0; 5,0)	(3,5; 5,0)
Margen de los bonos de alto rendimiento de EE.UU.	(3,0; 6,0)	(3,8; 5,9)
Precios de los productos básicos	(-2,0; 4,0)	(-1,4; 4,4)
Crecimiento de AL6	(3,5; 5,0)	(3,4; 4,8)
Margen del EMBI Latino	(2,0; 5,0)	(2,1; 4,9)

1/ Los intervalos probabilísticos se refieren a una distribución normal.  
2/ Exceptuando el crecimiento y la inflación de EE.UU., las estimaciones posteriores se basan en un modelo que incluye el crecimiento mundial.

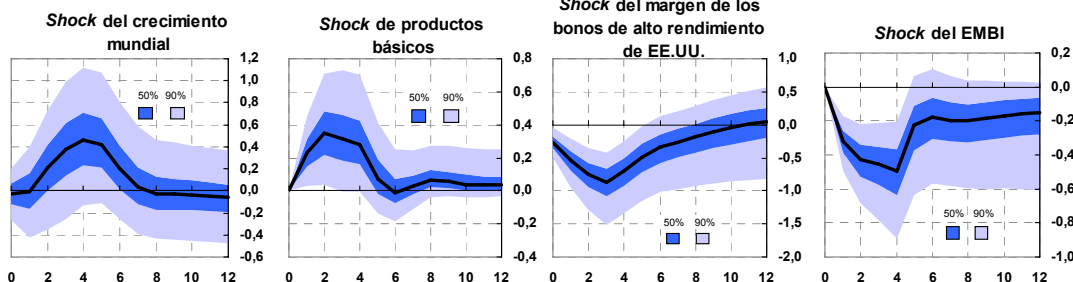
Como es habitual, las propiedades de los modelos estimados pueden ser resumidas utilizando

descomposiciones de la varianza, que resumen las contribuciones relativas de cada *shock* a la variación de las variables endógenas en cada horizonte de tiempo, y las funciones de respuesta a los impulsos, que muestran cómo responde una variable ante un determinado *shock* (véase en Österholm y Zettelmeyer, 2007, un conjunto completo de respuestas a los impulsos y descomposiciones de las varianzas).

Las *descomposiciones de las varianzas* indican que cerca del 52% de la varianza a mediano plazo del crecimiento del PIB en América Latina obedece a factores externos: aproximadamente el 12% a los *shocks* del crecimiento mundial, el 6% a los precios de los productos básicos, y un sorprendente 34% a las condiciones financieras de Estados Unidos (la influencia conjunta de las tasas de interés a corto plazo de Estados Unidos y el spread de los bonos de alto rendimiento de ese país). Si se utiliza el modelo con crecimiento e inflación de Estados Unidos, la influencia de los factores externos sube al 57%, de la cual el 16% corresponde al crecimiento de Estados Unidos y el 5% a los precios de los productos básicos. En este modelo, la situación financiera de Estados Unidos explica el 27% de la varianza, y aumenta a 36% si en esta categoría se incluye la contribución de la inflación de Estados Unidos.

Las *respuestas al impulso* ofrecen una respuesta directa a la pregunta de cómo el crecimiento en América Latina ha tendido a reaccionar ante los *shocks* externos, teniendo en cuenta no solo los efectos directos de los *shocks*, sino también los efectos a través de la reacción de otras variables endógenas. Las cifras muestran la reacción del crecimiento (con el crecimiento expresado como la variación porcentual del PIB con respecto al mismo trimestre del año anterior) ante un *shock* de una desviación estándar en la variable indicada en el título; este *shock* resulta ser de aproximadamente 0.28 puntos porcentuales para el crecimiento mundial, 5% para los precios de los productos básicos, 90 puntos básicos para el spread de los bonos de alto

**Respuesta del crecimiento de AL6 con respecto a shocks externos de una desviación estándar (Porcentaje)**



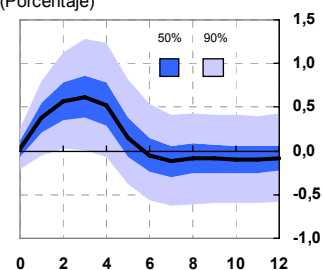
rendimiento de Estados Unidos y 115 puntos básicos para el índice Latin EMBI. Por consiguiente:

- Los aumentos del crecimiento mundial se transmiten a América Latina en una proporción de aproximadamente uno a uno: un *shock* del crecimiento mundial de 0.3% genera un incremento del crecimiento en América Latina (cuatrimestral) de aproximadamente 0.4 puntos porcentuales después de cuatro trimestres. Esto es semejante a la reacción de impulso del crecimiento mundial con respecto a su propio *shock* (no indicado) que también alcanza un máximo de aproximadamente 0.4 en el cuarto trimestre después del *shock*.
- Un *shock* de los productos básicos de una desviación estándar—que en esta muestra es una variación de casi 5% en un trimestre, lo cual ilustra cuán volátiles han sido los precios de los productos básicos de América Latina—lleva a una variación del crecimiento cuatrimestral latinoamericano de aproximadamente 1/3 puntos porcentuales después de dos trimestres.
- Un aumento de 90 puntos básicos en el spread de los bonos de alto rendimiento de Estados Unidos, que se interpreta como un alejamiento del riesgo por parte de los inversionistas, lleva a un descenso del crecimiento cuatrimestral de América Latina de como 0.9 puntos porcentuales después de tres trimestres.
- Por último, un aumento de 115 puntos básicos en el índice Latin EMBI está asociado con un

descenso del crecimiento cuatrimestral de 0.5% después de cuatro trimestres.

El modelo alternativo, que incluye el crecimiento y la inflación de Estados Unidos en lugar del crecimiento mundial, tiene efectos muy parecidos en el caso de los *shocks* de los productos básicos y el índice EMBI, mientras que la reacción a un *shock* del spread de los bonos de alto rendimiento de Estados Unidos es ligeramente menor, con un aumento del crecimiento de AL6 de apenas 0.8 puntos porcentuales después de tres trimestres. La reacción ante un *shock* del crecimiento de Estados Unidos es más rápida y ligeramente mayor (también se estima de manera más precisa, ya que las bandas del error estándar son más estrechas). El gráfico describe la reacción ante un aumento del 48% en el crecimiento de Estados Unidos (siendo el crecimiento de Estados Unidos más volátil que el crecimiento mundial), lo cual, según se demuestra, lleva a un incremento del crecimiento cuatrimestral latinoamericano de aproximadamente

**Reacción del crecimiento de AL6 frente a un shock del crecimiento en Estados Unidos (Porcentaje)**



aproximadamente 0.6 puntos. Puesto que el *shock* del crecimiento de Estados Unidos eventualmente lleva a un aumento total del crecimiento de Estados Unidos de aproximadamente 0.55 puntos porcentuales después de tres trimestres (no indicado), ello significa que la

reacción media global del crecimiento  
latinoamericano ante el crecimiento de Estados  
Unidos asciende a un poco más de uno a uno.

# Bibliografía

- Aiolfi, Marco, Luis Catão y Allan Timmerman, 2006, “Common Factors in Latin America’s Business Cycles”, IMF Working Paper 06/49 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Alier, Max, 2007, “Measuring Budget Rigidities in Latin America”, IMF Working Paper, de próxima publicación (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Berg, Andrew, Jonathan Ostry y Jeromin Zettelmeyer, 2007, “What Makes Growth Sustained?”, IMF Working Paper, de próxima publicación (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Barro, Robert, 2001, “Human Capital and Growth”, en *American Economic Review, Papers and Proceedings* 91(2): 12–17, mayo.
- Becker, Törbjörn, y Paolo Mauro, 2006, “Output Drops and the *Shocks* that Matter”, IMF Working Paper 06/172 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Clements, Benedict, Christopher Faircloth y Marijn Verhoeven, 2007, “Public Expenditure in Latin America: Trends and Key Policy Issues”, IMF Working Paper 07/21 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- De Ferranti, David, Guillermo Perry, Indermit Gill, J. Luis Guasch, William Maloney, Carolina Sanchez-Paramo y Norbert Schady, 2003, *Closing the Gap in Education and Technology* (Washington: Banco Mundial).
- \_\_\_\_\_, Guillermo Perry, Francisco Ferreira y Michael Walton, 2004, *Inequality in Latin America and the Caribbean: Breaking with History* (Washington: Banco Mundial).
- Fondo Monetario Internacional, 2006a, *Perspectivas de la economía mundial*, septiembre (Washington).
- \_\_\_\_\_, 2006b, *Perspectivas económicas: Las Américas* (Washington).
- \_\_\_\_\_, 2007a, *Perspectivas de la economía mundial*, abril (Washington).
- \_\_\_\_\_, 2007b, *Global Financial Stability Report: April 2007* (Washington).
- Foro Económico Mundial, 2006, *Global Competitiveness Report 2006-2007* (Basingstoke, Hampshire, United Kingdom: Palgrave Macmillan).
- Gupta, Sanjeev, Emanuele Baldacci, Benedict Clements y Erwin Tiongson, 2005, “What Sustains Fiscal Consolidation in Emerging Market Countries?”, *International Journal of Finance and Economics*, vol. 10, págs. 307–321.
- Hanushek, Eric, y Dennis Kimko, 2000, “Schooling, Labor-Force Quality, and the Growth of Nations”, *American Economic Review* 90 (5): 1184–1208.
- Litterman, Robert B., 1986, “Forecasting with Bayesian Vector Autoregressions—Five Years of Experience”, *Journal of Business and Economic Statistics* 5, 25–38.
- Loayza, Norman, Pablo Fajnzylber y César Calderón, 2005, *Economic Growth in Latin America and the Caribbean: Stylized Facts, Explanations, and Forecasts* (Washington: Banco Mundial).
- Organización de las Naciones Unidas para la Educación, la Ciencia y la Cultura (UNESCO), 2007, *EFA Global Monitoring Report, Education for All: Strong Foundations* (París: UNESCO).
- Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos, 2001, *Knowledge and Skills for Life: First Results from PISA 2000 -Publications 2000* (París: OCDE).
- \_\_\_\_\_, 2004, *Learning for Tomorrow’s World: First Results from PISA 2003* (París: OCDE).
- Österholm, Pär, 2006, “Incorporating Judgment in Fan Charts”, Finance and Economics Discussion Series 2006–36, Junta de Gobernadores del Sistema de la Reserva Federal.
- Österholm, Pär, y Jeromin Zettelmeyer, 2007, “The Effect of External Conditions on Growth in Latin America”, IMF Working Paper, de próxima publicación (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Pritchett, Lant, 2000, “Understanding Patterns of Economic Growth: Searching for Hills Among Plateaus, Mountains, and Plains”, *World Bank Economic Review*, mayo, págs. 221–250.
- Roache, Shaun, 2007, “Public Investment and Growth in the Caribbean”, IMF Working Paper, de próxima publicación (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Sahay, Ratna, David O. Robinson y Paul Cashin, 2006, *The Caribbean: From Vulnerability to Sustained Growth* (Washington: Fondo Monetario Internacional).



- Singh, Anoop, 2006, "Macroeconomic Volatility: The Policy Lessons From Latin America", IMF Working Paper 06/166 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- \_\_\_\_\_, y Martin Cerisola, 2006, "Sustaining Latin America's Resurgence: Some Historical Perspectives", IMF Working Paper 06/252 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Vegas, Emiliana, y Jenny Petrow, de próxima publicación, *Raising Student Learning in Latin America: The Challenge for the 21st Century* (Washington: Banco Mundial).
- Villani, Mattias, 2005, "Inference in Vector Autoregressive Models with an Informative Prior on the Steady State", Working Paper No. 181, Sveriges Riksbank (Stockholm: Sveriges Riksbank).
- Wacziarg, Romain, y Karen Horn Welch, 2003, "Trade Liberalization and Growth: New Evidence", NBER Working Paper No. 10152 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Zettelmeyer, Jeromin, 2006, "Growth and Reforms in Latin America: A Survey of Facts and Arguments", IMF Working Paper 06/210 (Washington: Fondo Monetario Internacional).