

Estudios económicos y financieros

Perspectivas económicas

Las Américas

Los fundamentos más sólidos dan dividendos

.....



MAYO 09

Estudios económicos y financieros

Perspectivas económicas

Las Américas

Los fundamentos más sólidos dan dividendos



MAYO 09

©2009 Fondo Monetario Internacional

Cataloging-in-Publication Data

Perspectivas económicas : las Américas – [Washington, D.C.] : Fondo Monetario Internacional, 2009.

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

Spanish translation of: Regional economic outlook : Western Hemisphere.

“Los fundamentos más sólidos dan dividendos.”

“Mayo09.”

Includes bibliographical references.

ISBN 978-1-58906-844-5

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. 8. Financial crises -- Latin America. 9. Financial crises -- Caribbean Area. 10. Banks and banking -- Latin America. 11. Banks and banking -- Caribbean Area. I. International Monetary Fund. II. Series (World economic and financial surveys)

HC94 .R44518 2009

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

ÍNDICE

Prefacio	v
Resumen ejecutivo	vii
I. Panorama mundial y perspectivas para Estados Unidos y Canadá	1
Panorama mundial y perspectivas para Estados Unidos	1
Perspectivas para Canadá	6
II. Perspectivas para América Latina y el Caribe	9
El apretón doble a la balanza de pagos	9
El proceso de ajuste en marcha	14
Respuestas de política económica hasta el momento	18
Perspectivas económicas y riesgos	25
Desafíos de política: Facilitar un ajuste ordenado ante los shocks externos y limitar las caídas en el producto y el empleo	38
Anexo 2.1 Los shocks globales y el rendimiento de los bonos soberanos	45
Anexo 2.2 Condiciones de financiamiento para las empresas	47
Anexo 2.3 La concentración geográfica de las exportaciones de ALC y su exposición a los shocks en Estados Unidos y Europa	50
Anexo 2.4 El flujo decreciente de remesas de trabajadores	51
Anexo 2.5 El fuerte deterioro de la demanda de servicios de turismo en el Caribe: Opciones de política	53
III. La crisis mundial y los sistemas bancarios de América Latina y el Caribe	59
Los retos planteados por la crisis mundial	59
Situación inicial de los sistemas bancarios de ALC	60
Impacto de algunos riesgos macroeconómicos en el sistema financiero	65
Implicaciones para la regulación prudencial y la supervisión bancaria	69

Conclusiones	72
IV. ¿Transmitirán los bancos internacionales la contracción mundial del crédito a los países de América Latina y el Caribe?	75
Un posible canal de transmisión de la contracción global del crédito	75
Principales características del crédito de los bancos extranjeros a ALC	77
Fuentes de estabilidad	80
¿Qué factores impulsan el crédito de los bancos extranjeros hacia la región de ALC?	81
¿Existe un repliegue en curso? La evidencia reciente	85
¿Qué sucederá en 2009?	86
Conclusiones	87
Apéndice técnico	88
Referencias	93
América Latina y el Caribe: Principales indicadores económicos	56
América Latina y el Caribe: Principales indicadores fiscales	57
Recuadros	
1.1 Lecciones de la crisis y programa de reformas de las autoridades	2
2.1 Grupos de países de América Latina y el Caribe	10
2.2 Exposición del sector empresarial en Brasil y México a los contratos de derivados cambiarios	21
2.3 ¿Por qué siguen ocurriendo reveses en las economías más robustas?	27
2.4 ¿Ahorrar para tiempos difíciles? La sensibilidad de las finanzas públicas de ALC al precio de las materias primas	35
2.5 Políticas fiscales anticíclicas en marcos alternativos de política monetaria	41
3.1 Sistemas financieros de América Latina y el Caribe	60
3.2 Provisiones anticíclicas en la región de ALC	72

Prefacio

La presente edición de las Perspectivas económicas: Las Américas fue preparada por un equipo dirigido por Steven Phillips y Ana Corbacho, bajo la dirección de David Robinson y Nicolás Eyzaguirre. Este informe refleja información hasta el 1ro de mayo, 2009. El equipo estuvo formado por Jorge Iván Canales-Kriljenko, Roberto García-Saltos, Herman Kamil, Leandro Medina, Carolina Saizar y Bennett Sutton. Contribuciones específicas fueron hechas por Gabriel Di Bella, Bernhard Fritz-Krockow, Ewa Gradzka, Charlie Kramer, Koshy Mathai, Kulwant Rai, Yan Sun y Chris Walker. Leandro Medina, Kulwant Rai, Bennett Sutton, Carolina Saizar, Cristina Barbosa, Carolina Griffiths, Joy Villacorte y Carolina Worthington colaboraron en la investigación y la producción.

Resumen ejecutivo

La economía mundial ha caído en recesión y enfrenta perspectivas difíciles. Los problemas originados en los sectores financieros de Estados Unidos y de otras economías avanzadas desataron una crisis global en el último trimestre de 2008. Casi inmediatamente, una fuerte caída de la demanda y condiciones financieras restrictivas afectaron a todas las regiones del mundo. Las políticas económicas para manejar la crisis están produciendo efecto, pero sólo pueden ayudar a contener el daño. Por ello se espera que la economía mundial se contraiga casi 1½% en 2009. Para las economías avanzadas se espera un desempeño aún peor. Un elemento clave para la recuperación mundial será, en particular, el conjunto de medidas que se tomen en esos países para recomponer los balances de sus sistemas financieros (véanse *Perspectivas de la Economía Mundial y Reporte de Estabilidad Financiera Mundial*).

En ese contexto, la presente edición de *Perspectivas económicas: Las Américas* analiza el impacto de la confluencia de shocks externos adversos que están impactando a la región de América Latina y el Caribe (ALC). Estos shocks están poniendo a prueba las defensas macroeconómicas construidas en los últimos años.

Los shocks externos que afectan a la región son severos y de gran alcance, pero su intensidad varía entre países. Todos han sufrido pérdidas en la demanda externa, y muchos también han sufrido pérdidas en los términos de intercambio al desplomarse los precios de las materias primas de exportación. Los países con sectores manufactureros relativamente más importantes se han visto afectados con más fuerza. Los ingresos provenientes de las remesas y el turismo también se han visto menguados; y el financiamiento externo se ha encarecido para todos, e incluso algunos países han sido excluidos de los mercados de crédito.

A pesar de ello, la región ha acumulado muchas fuentes de fortaleza y capacidad de resistencia durante el decenio, aunque cabe reiterar, en distintos grados. Como se analizó en ediciones anteriores de *Perspectivas*, los países han avanzado en el fortalecimiento de su posición fiscal, la mejora de la composición de la deuda pública, la mayor solidez en sus sistemas financieros y en su regulación, el anclaje de las expectativas inflacionarias y la creación de marcos de política más creíbles. Asimismo, más países pueden valerse de sus regímenes cambiarios flexibles para complementar sus procesos de ajuste.

Como resultado de esos avances —y por primera vez en mucho tiempo— muchos países de la región han podido responder a la crisis externa con políticas activas para impulsar la producción y el empleo y proteger a los más vulnerables. Ello sucede en marcado contraste con el pasado, cuando los factores de vulnerabilidad internos a menudo obligaron a aplicar políticas defensivas, para tratar de no caer en una espiral de crisis.

La mejor posición macroeconómica permite mantener cierto optimismo en la respuesta de ALC frente a las circunstancias adversas. Si bien las repercusiones de la crisis mundial han generado una contracción de la actividad económica, se prevé un regreso a la senda de crecimiento económico en el curso de 2009, antes incluso que el esperado para las economías avanzadas. El crecimiento en

ALC también será más favorable en comparación con anteriores fases recesivas de la economía mundial, cuando la región generalmente sufrió más que el promedio mundial.

La principal lección que ofrece la respuesta de ALC ante la crisis global es que los mejores fundamentos macroeconómicos generan dividendos cuando las condiciones externas se tornan adversas. Estos mejores fundamentos sirven no sólo para amortiguar el efecto de los shocks, sino que también determinan en gran medida el margen disponible para aplicar políticas de respuesta a corto plazo que busquen apoyar a la producción y al empleo.

Dada la severidad de la crisis financiera global, esta edición de *Perspectivas* presta especial atención a los sistemas bancarios de la región y al rol de los bancos extranjeros. Como es usual, se presentan primero las perspectivas mundiales y para Estados Unidos y Canadá y luego las perspectivas para ALC, enfocándose esta vez en los mecanismos de transmisión de la crisis mundial y las opciones de política económica. A continuación, el capítulo 3 analiza el impacto de la crisis financiera sobre los sistemas bancarios de la región e identifica el posible deterioro en la cartera de crédito como la principal fuente potencial de riesgo. El capítulo 4 analiza la posibilidad de que los bancos internacionales activos en ALC transmitan la contracción mundial del crédito a los países de la región. Se documenta que el crédito concedido desde el exterior por las casas matrices ha sufrido una importante reducción, pero que el crédito otorgado por sus filiales locales, que es el más significativo en muchos países, se ha visto menos afectado por el deterioro de las condiciones financieras externas.

I. Panorama mundial y perspectivas para Estados Unidos y Canadá

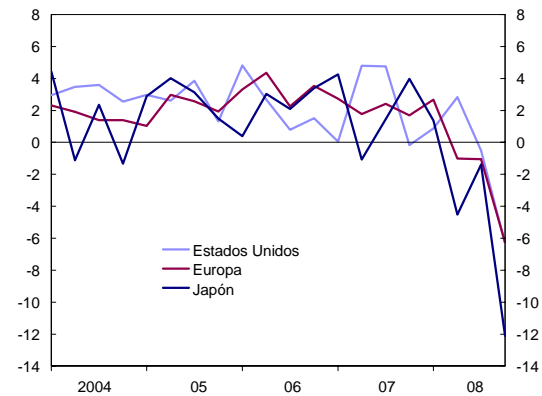
Panorama mundial y perspectivas para Estados Unidos

Hace apenas dos años, la situación era completamente diferente. El crecimiento económico era fuerte, los precios de las viviendas y los mercados accionarios se disparaban; en el mundo, abundaba la liquidez y la búsqueda de mayor rendimiento comprimía las tasas de interés y los diferenciales de tasas de préstamos. En el curso de ese proceso, tanto las instituciones financieras como los hogares incurrieron en un endeudamiento excesivo. Mientras tanto, la innovación financiera — especialmente la creación de títulos valores exóticos que contaban con una alta calificación crediticia y ofrecían un alto rendimiento— aprovechaba las grietas existentes en el marco regulatorio. Por otro lado, la falta de rigor de los organismos reguladores falló en identificar o prevenir la acumulación de factores de vulnerabilidad. El sistema parecía promover un círculo virtuoso, en tanto los precios de los activos subieran y el crecimiento continuara a ritmo acelerado (recuadro 1.1).

Pero cuando los precios de los activos y el crecimiento tambalearon, la presión que ejercieron sobre los bancos y los hogares muy endeudados desembocó en un círculo vicioso que a fines de 2008 culminó en el mayor episodio de turbulencia financiera del período de posguerra, en el que grandes instituciones financieras con activa presencia internacional quebraron o fueron intervenidas, y diversos segmentos de los mercados de capital quedaron congelados. Tras la turbulencia financiera, se produjo un colapso de la actividad económica, el empleo y el comercio. Las principales economías avanzadas experimentaron su mayor deterioro en décadas, con una contracción del PIB

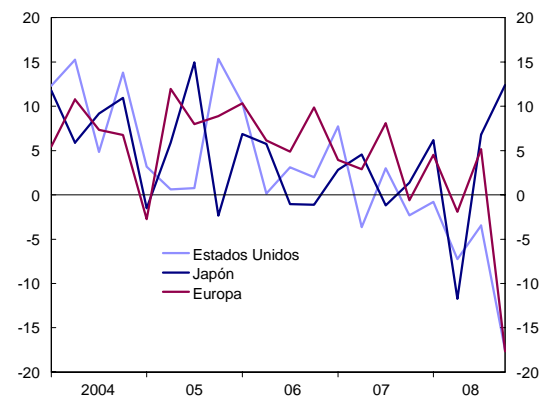
Nota: Este capítulo fue preparado por Charlie Kramer y Koshy Mathai.

Crecimiento del PBI real en las economías avanzadas
(Variación porcentual trimestral anualizada desestacionalizada)



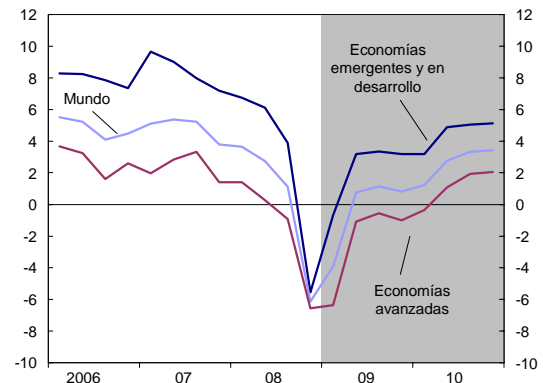
Fuente: Haver Analytics.

Importaciones en términos reales
(Variación porcentual trimestral anualizada desestacionalizada)



Fuente: Haver Analytics.

Crecimiento del PBI real
(Variación porcentual trimestral anualizada desestacionalizada)



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

Recuadro 1.1. Lecciones de la crisis y programa de reformas de las autoridades

La crisis actual se originó por un apalancamiento y una toma de riesgos excesivos, propiciados por un largo período de bajas tasas de interés reales, alto nivel de crecimiento y políticas inadecuadas. Se pusieron en evidencia graves deficiencias en los sistemas de regulación financiera. Las entidades regulatorias no controlaron la excesiva toma de riesgos, en parte porque no evaluaron correctamente los vínculos entre las instituciones estrechamente reguladas y las menos reguladas. Las medidas de política también se vieron entorpecidas por estructuras regulatorias fragmentadas, divulgación inadecuada de los riesgos y deficiencias en los marcos de gestión de crisis y resolución de los bancos.

Lo anterior ha suscitado un debate internacional en torno a las reformas que harán falta para cerrar las brechas en la supervisión financiera y evitar que ocurran nuevamente los problemas que dieron origen a la crisis. Como prioridades para las reformas surgen cinco áreas esenciales:

- *Ampliar el perímetro de la regulación mediante una reevaluación de los criterios para considerar a una institución como sistémica, y que por consiguiente deba tener una regulación estricta.* Una falla fundamental de la supervisión fue una vigilancia laxa de las instituciones financieras no bancarias.
- *Hacer más eficaz la supervisión consolidada.* Esto implicaría la resolución de deficiencias en los marcos jurídicos y la creación de mecanismos que institucionalicen el intercambio de información y la cooperación mutua. En economías avanzadas, con frecuencia los supervisores no tenían la información ni los medios para observar las relaciones entre los diversos tipos de instituciones e instrumentos financieros dentro del país, o los vínculos con instituciones financieras de otros países.
- *Ajustar las actuales prácticas regulatorias e institucionales a fin de reducir la prociclicidad.* El excesivo crecimiento del crédito en el período anterior a la crisis, así como el rápido apalancamiento que está ocurriendo actualmente, podría haberse visto exacerbado por las propiedades procíclicas de los marcos regulatorios.
- *Refuerzo de las prácticas de divulgación de las instituciones financieras sistémicas y los mercados.* La crisis puso en evidencia grandes brechas en la divulgación de datos financieros y en la comprensión de los riesgos subyacentes. Las actividades financieras se multiplicaron en aquellas áreas que tenían pocos o ningún requisito de divulgación, impidiendo que los reguladores tuvieran los elementos suficientes para evaluar la concentración de riesgos.
- *Dar a los bancos centrales mayores facultades en materia de estabilidad financiera.* Este mandato más amplio significaría que para salvaguardar la estabilidad financiera los bancos centrales deben tratar de frenar una expansión excesiva de crédito y alzas repentinas de los precios de los activos, lo cual habría podido ayudar a evitar las condiciones poco estrictas del crédito en las economías avanzadas que contribuyeron a la crisis actual.

Nota: Este recuadro fue preparado por Jorge Iván Canales-Kriljenko, basado en Rennhack *et al.* (de próxima publicación) y FMI (2009).

real de más de 6% en la zona del euro y en Estados Unidos en el cuarto trimestre de 2008, y más de 12% en Japón (tasa trimestral anualizada desestacionalizada).

Si bien las condiciones del mercado financiero han mejorado en relación con los niveles de tensión alcanzados a fines de 2008, las presiones siguen

siendo pronunciadas. Como resultado, las perspectivas de crecimiento mundial en el corto plazo son más débiles que en cualquier otro momento desde la Gran Depresión. Dada la turbulencia en la que están inmersos los mercados financieros, la escasez de crédito para las empresas y los individuos y la caída de la confianza del

consumidor frente al creciente desempleo y la caída de la riqueza en los mercados inmobiliario y de acciones, el personal técnico del FMI prevé que la economía mundial se contraerá alrededor de 1½% en 2009 y que crecerá solo moderadamente en 2010. Los volúmenes del comercio sufrirían mucho más aún, dada la compresión generalizada de las importaciones y las dificultades para obtener financiamiento comercial, y los flujos de capital hacia los mercados emergentes seguirían mostrando caídas sustanciales. Lo que comenzó con una turbulencia en los mercados avanzados se ha convertido en una recesión mundial totalmente sincronizada, en la que tanto las economías avanzadas como los mercados emergentes y los países de bajo ingreso están sufriendo graves caídas.

Estados Unidos ha sido el epicentro de la turbulencia mundial. Si bien la economía de ese país ha estado oficialmente en recesión desde diciembre de 2007, ha habido una caída particularmente fuerte de la mayoría de los indicadores de actividad desde el pasado otoño. En el cuarto trimestre, el PIB real se contrajo a una de las tasas más rápidas del período de la posguerra, y no se espera que el primer trimestre de 2009 muestre mejoras. Se perdieron más de 600.000 puestos de trabajo en cada uno de los últimos cuatro meses, y la tasa de desempleo subió a 8,5%, el nivel más alto en veinticinco años. La confianza del consumidor cayó a mínimos sin precedentes, mientras que el gasto real se mantiene en una tendencia descendente, pese a haber recobrado cierta fortaleza en enero y febrero. La inversión fija de las empresas se está desplomando, y un gran exceso de inventario de viviendas sigue deprimiendo la construcción residencial, así como los precios. El colapso de la demanda extranjera y la apreciación del dólar impulsada por el refugio en activos sin riesgo han provocado una fuerte baja de las exportaciones, agravando todas estas dificultades. Como consecuencia, la producción industrial ha caído considerablemente, llevando la utilización de la capacidad instalada a nuevos mínimos. Esta baja de la actividad económica, a su vez, ha moderado la presión sobre los precios y despierta al fantasma de la deflación.

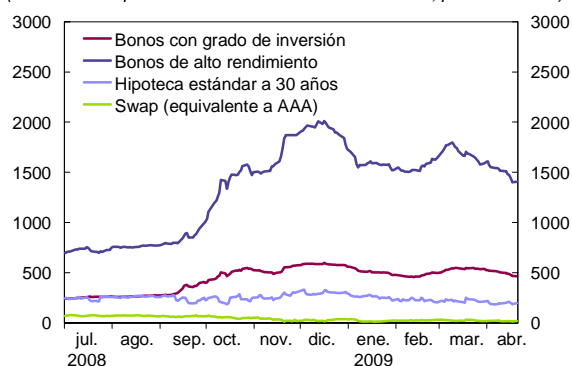
Indicadores seleccionados del mercado financiero

Diferenciales de tasas en mercados monetarios



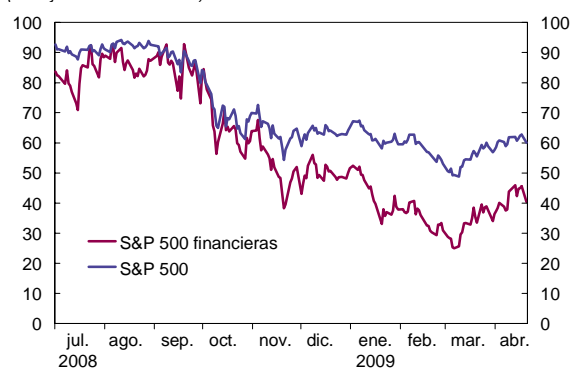
Diferenciales de la deuda empresarial y otros instrumentos

(Diferencial respecto de los títulos del tesoro a 10 años; puntos básicos)



Precios de las acciones

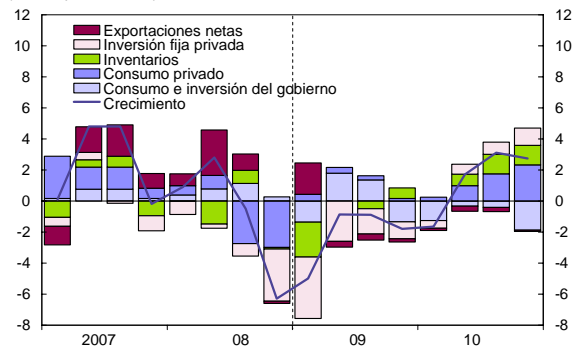
(1 de julio de 2008 = 100)



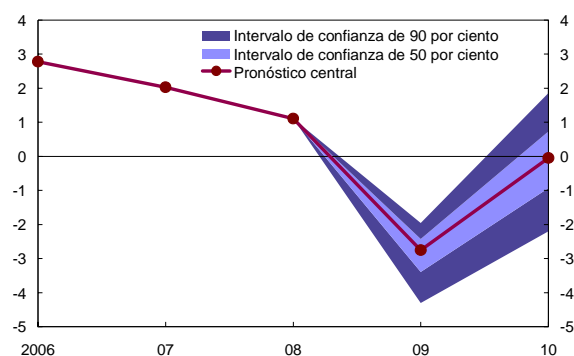
Fuentes: Bloomberg, LLP; y cálculos del personal técnico del FMI.

Estados Unidos: Proyecciones de crecimiento e inflación

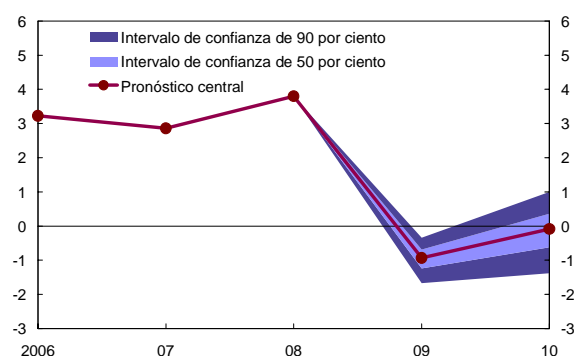
Contribuciones al crecimiento
(Puntos porcentuales)



Proyección de crecimiento: Balance de riesgos
(Porcentaje)



Proyección de inflación: Balance de riesgos
(Porcentaje)



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

Los mercados financieros han soportado vertiginosas oscilaciones desde la última edición de *Perspectivas económicas: Las Américas* y siguen sometidos a presiones considerables. La quiebra de Lehman Brothers en septiembre de 2008 inauguró un período de notable turbulencia, en el que se agotó la liquidez, subieron los diferenciales de tasas en el mercado de dinero, de los *swaps* de incumplimiento crediticio (CDS, por sus siglas en inglés) y de la deuda empresarial, y el precio de las acciones se desplomó. Esa turbulencia promovió intervenciones de política, como la creación de un programa de rescate de activos en dificultades (TARP, por sus siglas en inglés) por un monto de US\$700.000 millones en octubre así como una serie de nuevos programas de la Reserva Federal orientados a los mercados de crédito privado, que impidieron un colapso sistémico pero aún no han logrado normalizar las condiciones financieras. El precio de las acciones siguió cayendo hasta principios de marzo, especialmente el de las instituciones financieras, y permanece muy por debajo del nivel que tenía antes de los eventos de Lehman. Los diferenciales crediticios han permanecido elevados y las condiciones de originación de préstamos continúan siendo difíciles.

Pero las sucesivas ampliaciones del marco de política mantienen viva la esperanza de que pueda restablecerse la estabilidad financiera. La Reserva Federal acertadamente bajó el objetivo de su tasa de interés de política económica a casi cero en diciembre, comprometiéndose a mantenerla en ese nivel por un largo tiempo, y ha usado decididamente tanto el tamaño como la composición de su balance para desbloquear los mercados crediticios esenciales. El Congreso aprobó en tiempo récord un paquete de estímulo fiscal multianual por un monto superior al 5% de PIB. El gobierno ha propuesto un plan para la vivienda con una serie de nuevas medidas encaminadas a limitar las ejecuciones hipotecarias y estabilizar el precio de esos inmuebles. Lo más importante es que expuso en febrero un adecuado Plan de Estabilidad Financiera que prevé someter a los bancos más grandes a pruebas de tensión (*stress tests*) con carácter prospectivo, recapitalizarlos según

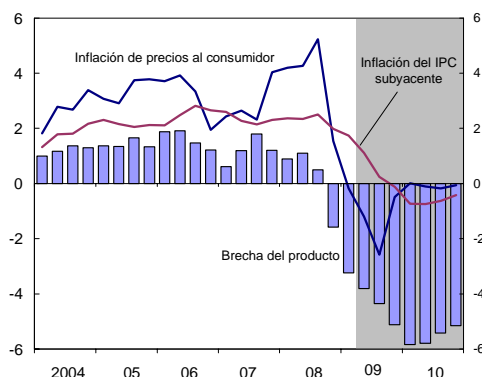
fuese necesario y apalancar capital privado para eliminar los activos tóxicos de los balances bancarios en el marco de un Fondo de Inversión Público-Privado, cuyos detalles se terminaron de definir en marzo.

No obstante, algunos aspectos importantes de la estrategia para el sector financiero aún no han sido anunciados, y su implementación podría llevar cierto tiempo. La estrategia no resulta aún totalmente clara en cuanto a la posible propiedad estatal de los bancos y los procedimientos para atender a los bancos no viables pero de importancia sistémica. Dado que los resultados de las pruebas de tensión no han sido anunciados aún (al 3 de mayo) y la resolución probablemente llevará luego algún tiempo más, el personal técnico del FMI prevé que las condiciones financieras continuarán en su actual nivel de tensión durante el primer semestre del año y que comenzarán a normalizarse sólo en el tercer trimestre. En la edición de noviembre de 2008 de *Perspectivas económicas: Las Américas*, se resaltó que el impacto de los shocks financieros en la economía real tarda hasta dos años en desarrollarse plenamente, y la trayectoria de las condiciones financieras proyectada en el presente estudio implica que el crecimiento se recuperará de manera lenta.

Por lo tanto, el personal técnico del FMI ha reducido sustancialmente la proyección del crecimiento a -2.8% en 2009 y $0,0\%$ en 2010. La revisión se debe principalmente a las condiciones financieras más restrictivas, así como a la debilidad que muestran los datos económicos recientes, las menores perspectivas de exportación y un paquete de estímulo de menor magnitud con una ejecución más gradual de lo que se esperaba. Tras pronunciadas caídas en el cuarto trimestre de 2008 y el primer trimestre de 2009, la economía comenzaría a recibir los beneficios del estímulo fiscal. No obstante, el impacto de los shocks financieros seguiría sintiéndose y el crecimiento alcanzaría nuevamente su nivel potencial recién en el segundo trimestre de 2010. La economía habría experimentado casi dos años de crecimiento inferior a lo normal. Además, la tasa de desempleo

Inflación de precios al consumidor y brecha del producto

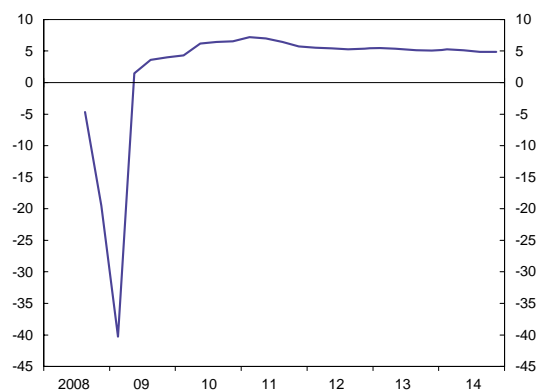
(Tasas de inflación: variación porcentual de 12 meses; brecha del producto: porcentaje del PIB potencial)



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

Volumen de importaciones de EE.UU.

(Variación porcentual trimestral anualizada desestacionalizada)



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

continuaría en alza durante varios trimestres más, hasta llegar a un máximo superior al 10%, y la brecha del producto se cerraría recién al final de 2014. Esta sería la recesión de posguerra más prolongada así como la más costosa en términos de pérdida de producto.

El lento crecimiento esperado se manifiesta en un alto desempleo, una inflación baja y, por algún tiempo, incluso negativa, y una fuerte caída de las importaciones. Dadas las grandes brechas del producto que se proyectan, incluso durante la fase de recuperación del crecimiento, no se espera una presión sustancial sobre los salarios y los precios. De hecho, se proyecta que la inflación subyacente anual sea moderadamente negativa hasta el final de 2010. Se espera que las comunicaciones eficaces emitidas por la Reserva Federal anclen las expectativas inflacionarias a largo plazo —que actualmente se mantienen en 2,4%— e impidan el inicio de una espiral deflacionaria. Al contraerse la demanda interna, se prevé una sustancial compresión de las importaciones, cuyos volúmenes se recuperan sólo levemente en 2010. Por otra parte, si bien se proyecta que la tasa de crecimiento de las importaciones finalmente se recuperará, su volumen no logrará alcanzar su trayectoria anterior. No obstante, las exportaciones se corrigen a la baja aún más drásticamente que las importaciones dado el impacto adicional de los mayores precios del petróleo, por lo que el déficit en cuenta corriente es mayor que en la previsión anterior, y se reducirá solo a alrededor del 3% del PIB en 2014.

El pronóstico es sustancialmente más pesimista que las previsiones de consenso para 2010, pero el personal técnico del FMI considera de todos modos que los riesgos del escenario de referencia se inclinan a la baja. El último pronóstico de consenso contempla una contracción de -2,8% en 2009, en concordancia con la proyección aquí formulada, pero seguida de un rápido repunte en 2010, con un crecimiento de +1,7%. Si bien un patrón en forma de V caracterizó los ciclos económicos anteriores de Estados Unidos, es poco probable que se repita en esta oportunidad, dadas las demoras en reparar el

sistema financiero y los impactos duraderos de los shocks financieros en el crecimiento. En vista de

que la proyección de este estudio es más pesimista que los valores del consenso, es natural considerar riesgos al alza, y por cierto, en un escenario positivo, el gobierno rápidamente definiría e implementaría un plan para sanear los bancos, restableciendo rápidamente la confianza y permitiendo que el crecimiento se recupere en un lapso relativamente breve. No obstante, dadas las restricciones políticas y la incertidumbre mundial, la perspectiva más probable es un escenario adverso en el que lleve mucho más tiempo lograr consenso sobre un rescate financiero, las condiciones financieras sigan empeorando y la actividad real permanezca deprimida por varios años.

Perspectivas para Canadá

La turbulencia en Estados Unidos tendrá un efecto pronunciado en los países industriales de todo el mundo, y quizá ninguno esté más expuesto a ello que Canadá. Alrededor de las tres cuartas partes de las exportaciones canadienses tienen como destino Estados Unidos, y alrededor de un cuarto del financiamiento empresarial de Canadá se origina en aquel país, lo que deja a Canadá muy expuesta a efectos de desbordamiento. Por cierto, tales efectos se hicieron rápidamente evidentes en 2008. Los diferenciales del mercado de dinero y de crédito se ampliaron, los precios de las acciones se desplomaron en forma coincidente con los de Estados Unidos y las condiciones de originación de préstamos bancarios se endurecieron al agotarse algunos segmentos de los mercados de capital. La conjunción de una larga baja de los precios de las materias primas, el retroceso de la demanda mundial y las condiciones financieras más restrictivas hizo que el PIB se contrajera 3,4% en el cuarto trimestre, mientras que los indicadores señalan una contracción mucho más profunda a comienzos de 2009.

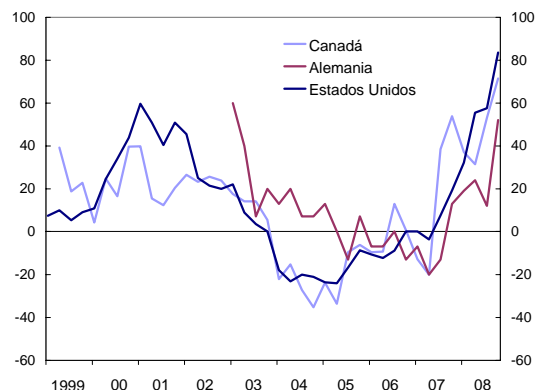
El escenario de referencia del personal técnico del FMI prevé una fuerte contracción a comienzos de 2009 —la peor desde 1981, cuando el PIB se

derrumbó 2,9%— seguida de un retorno al crecimiento positivo a medida que surten pleno efecto las políticas monetarias y fiscales acomodaticias. La recesión y la debilidad de los precios de las materias primas seguirán deprimiendo la inflación, registrándose niveles bajos de su componente subyacente. Predominan los riesgos a la baja, ya que se producirán mayores repercusiones negativas si la situación de los sectores real y financiero de Estados Unidos empeora, lo que entraña riesgos de un menor crecimiento así como un período más prolongado de baja inflación o una deflación (un riesgo extremo en el escenario de referencia).

Pero a pesar de su alta exposición a la actividad económica y a los mercados financieros de Estados Unidos, Canadá está en condiciones de sobrellevar bien la turbulencia global. Su sólido marco macroeconómico generó una década de superávits fiscales y estabilidad de precios. A su vez, esto ha dejado margen para adoptar respuestas de política contundentes, como un importante estímulo fiscal y reducciones de las tasas de política monetaria a mínimos sin precedentes. Es importante destacar, además, que un sólido marco regulatorio, junto con prácticas bancarias conservadoras, ha preservado la estabilidad financiera en un mundo sacudido por tensiones. Si bien las entidades no bancarias se han visto afectadas significativamente por el descalabro de los mercados accionarios, en marcado contraste con los demás sistemas bancarios de economías principales ningún banco de Canadá ha necesitado recibir inyecciones de capital público y ninguno ha hecho uso de garantías públicas.

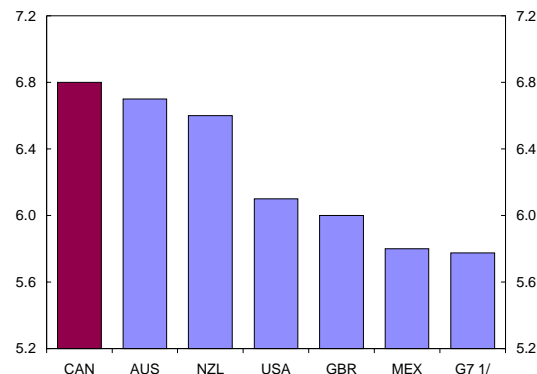
De todos modos, los bancos canadienses enfrentan un ciclo crediticio problemático, ya que el producto habrá de contraerse antes de que se sientan plenamente los efectos de las políticas de estímulo en marcha. En particular, los altos niveles sin precedentes de la deuda de los hogares, unidos a la caída del ingreso, el desempleo creciente y la erosión de la riqueza provocada por la deflación de precios de las acciones y las viviendas, ya comprimen el patrimonio de los hogares y promueven un incremento de los incumplimientos.

Condiciones del crédito bancario para empresas
(Porcentaje de respuestas que indican condiciones más restrictivas)



Fuente: Haver Analytics.

Solidez de algunos sistemas bancarios, 2008-09
(Puntuación entre 1 y 7)



Fuente: Informe sobre la competitividad mundial 2008-09.
1/ Según datos trimestrales.

La estructura del sistema financiero de Canadá mitigará esos riesgos —alrededor de la mitad de las hipotecas están garantizadas, el resto tiene una baja relación préstamo-valor y las condiciones de originación de préstamos en general son más estrictas que en el mercado de Estados Unidos— pero la calidad de los activos se debilitará y el costo del crédito aumentará. Afortunadamente, las autoridades han ampliado de manera proactiva su

instrumental para hacer frente a la inestabilidad financiera, incluida la inyección de capital de ser necesario, y han tomado al mismo tiempo medidas para apuntalar los segmentos de los mercados de valores que están decayendo. De cara al futuro, la principal función que deberán cumplir las políticas será hacer que se mantenga una actitud vigilante y la disposición a adoptar nuevas respuestas si los riesgos a la baja se materializan.

II. Perspectivas para América Latina y el Caribe

Los shocks externos están apretando a la región por partida doble, tanto por el lado de la cuenta de capital como por el de la cuenta corriente de la balanza de pagos. Junto con el deterioro de la situación externa, la fase de expansión económica de la región se detuvo abruptamente y las perspectivas de crecimiento han desmejorado considerablemente. Sin embargo, el fortalecimiento de los marcos de política económica y de los balances financieros amortiguará en cierta medida el impacto de estos shocks en muchos de los países de la región. El principal desafío inmediato es lograr un ajuste ordenado ante estos shocks externos, procurando minimizar la interacción de factores negativos entre el sector financiero y el sector real que generen una contracción del producto y del empleo. El margen para aplicar políticas anticíclicas en las economías de América Latina y el Caribe (ALC) depende en parte del grado de preparación previa obtenido por cada país mediante la adopción de un marco de políticas adecuado y de instrumentos que atenúen el impacto de shocks externos.

El apretón doble a la balanza de pagos

Los riesgos sobre un empeoramiento en las condiciones macroeconómicas que se mencionaron en la última edición de *Perspectivas económicas: Las Américas* se han materializado por completo. Las tensiones financieras mundiales han resultado mucho más severas y prolongadas de lo previsto. El comercio mundial y la producción industrial se desplomaron a fines de 2008, y las proyecciones apuntan hacia una contracción de la economía mundial de aproximadamente 1½% en 2009, el crecimiento más bajo de los últimos

60 años. Además, el proceso de desapalancamiento de las economías avanzadas ha continuado, y ahora se está extendiendo de manera significativa hacia los mercados emergentes. Al mismo tiempo, los precios de las materias primas han caído vertiginosamente con respecto a los máximos históricos de mediados de 2008.

Los shocks mundiales están propagándose hacia la región de ALC a través de varios canales: i) condiciones más restrictivas para el financiamiento externo, ii) reducción de la demanda por exportaciones de la región, iii) fuerte deterioro de los términos de intercambio y iv) reducción de las remesas y el turismo. La combinación de estos shocks se traduce en una doble presión que afecta la cuenta de capital y la cuenta corriente de la balanza de pagos a la misma vez.

Como en la edición anterior de *Perspectivas*, para analizar las perspectivas de ALC hemos dividido los países de la región en tres grupos principales: i) importadores netos de materias primas, ii) exportadores de materias primas con régimen de metas de inflación explícitas y iii) otros exportadores de materias primas. Estos grupos de países difieren no sólo en su exposición a los shocks de las materias primas sino también en cuanto a sus marcos de políticas y otras características (recuadro 2.1).

Condiciones financieras externas restrictivas

La crisis financiera mundial indudablemente se ha desbordado hacia los mercados emergentes. Como se ilustra en el “mapa de tensión financiera en activos sistémicos”, los primeros indicios de tensión en los mercados financieros de economías avanzadas aparecieron a principios de 2007 en los activos financieros respaldados por hipotecas,

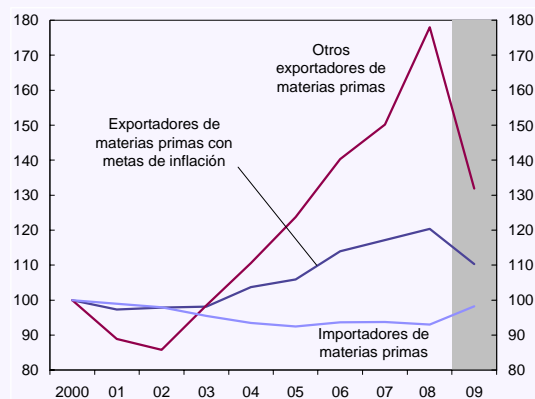
Nota: Este capítulo fue preparado por Ana Corbacho, Roberto García-Saltos, Steven Phillips, Jorge Iván Canales Kriljenko, Herman Kamil, Gabriel Di Bella, Leandro Medina, Carolina Saizar, y Bennett Sutton.

Recuadro 2.1. Grupos de países de América Latina y el Caribe

Al analizar las perspectivas económicas de la región, los países se agrupan con la finalidad de evaluar su exposición a shocks en los términos de intercambio. La primera distinción se hace entre países importadores netos y exportadores netos de materias primas. Entre los exportadores netos de materias primas, se distingue entre aquellos que aplican un esquema de metas de inflación y los que no:

- *Países importadores netos de materias primas*, principalmente en América Central y el Caribe. Estos han sido afectados por la escalada de precios de los alimentos y combustibles en los últimos años y, más recientemente, se han beneficiado por la caída de estos precios. Sus vinculaciones financieras externas son, en general, limitadas.
- *Países exportadores netos de materias primas que aplican regímenes de metas de inflación* (Brasil, Chile, Colombia, México y Perú, que representan dos tercios del PIB de la región). En términos generales, estos países siguen políticas macroeconómicas con reglas pre-establecidas, y por facilidad los denominamos países con metas de inflación. Estos cinco países experimentaron mejoras considerables —aunque no enormes— en sus términos de intercambio hasta mediados de 2008, pero se han visto afectados por la caída de los precios de las materias primas. Asimismo, estos países tienen mercados de capital más desarrollados que los de los otros dos grupos, y están más vinculados a los mercados financieros mundiales, ya que cuentan con un acceso a éstos en condiciones relativamente favorables. Por ejemplo, justo antes de la turbulencia financiera global que estalló en septiembre de 2008, los diferenciales de la deuda soberana de estos países se situaban solamente en alrededor de 225 puntos básicos, en promedio.
- *Otros países exportadores netos, sin metas explícitas de inflación*, principalmente países exportadores de hidrocarburos. Estos países registraron mejoras muy importantes en sus términos de intercambio en los últimos cinco años y, consecuentemente, también han experimentado el deterioro más significativo en dichos términos desde mediados de 2008, debido especialmente a la caída de los precios de los combustibles. Aún así, se prevé que los términos de intercambio de estos países se mantengan en un nivel mucho más favorable que en los primeros años de esta década. En general, estos países están menos integrados en los mercados financieros mundiales.

Términos de intercambio 1/
(Índice 2000=100)



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

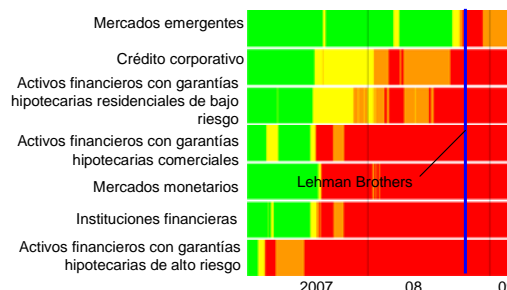
pero se propagaron rápidamente hacia otros activos financieros¹. A finales de 2008 los shocks financieros globales afectaron visiblemente a los mercados emergentes. El mapa de tensiones en mercados financieros para las principales economías de ALC muestra señales de tensión en todos los activos financieros a partir del tercer trimestre de 2008, siendo especialmente agudas en los tipos de cambio, los diferenciales de retorno de los bonos corporativos y los diferenciales de los *swaps* de riesgo de incumplimiento de bonos soberanos.

Los diferenciales de riesgo soberano para los países de ALC se dispararon en octubre del año pasado, permaneciendo elevados desde entonces, y con un alto nivel de volatilidad. Este fenómeno ha resultado muy parecido al experimentado por otras regiones, y nuestro análisis estadístico sugiere que la mayor parte de este aumento se explica por las condiciones financieras globales (anexo 2.1). Además, se observa que continúa la marcada diferenciación entre países que existía para los diferenciales antes de la crisis; de hecho, la dispersión de los diferenciales ha aumentado considerablemente.

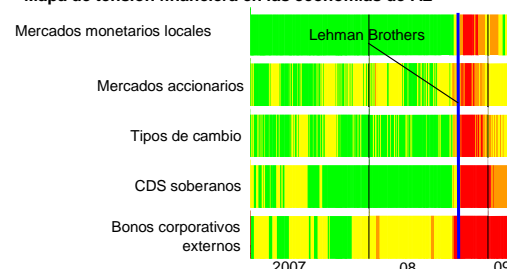
Aún así, desde que comenzó la crisis financiera mundial en 2007, los gobiernos de la región han podido cubrir sus necesidades de financiamiento. En algunos casos se ha observado que las emisiones externas han sido sustituidas por emisiones de bonos locales, así como por créditos provenientes de bancos extranjeros y de instituciones multilaterales. A principios de 2009 se reanudaron algunas emisiones externas por parte de unos pocos países de la región con alta calificación crediticia. Brasil, Colombia, México, Panamá y Perú lograron obtener créditos en los mercados internacionales a tasas de interés manejables, gracias en parte a los bajos

¹ Los mapas de tensión financiera miden la desviación en el nivel y volatilidad de los diferenciales de rendimiento, los precios y los retornos totales en relación a sus niveles pre-crisis (promedio de 2004–06). Las bandas de color verde, amarillo, naranja y rojo indican niveles crecientes de tensión.

Mapa de tensión financiera para activos sistémicos



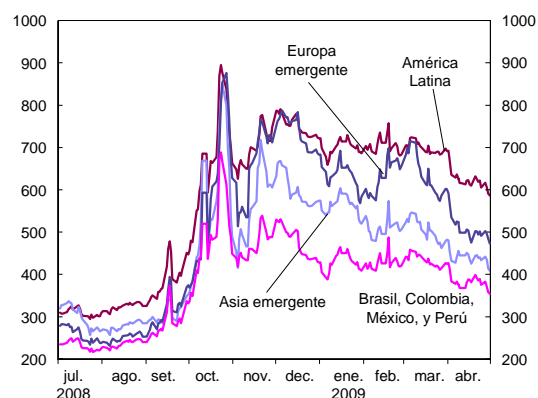
Mapa de tensión financiera en las economías de AL



Fuentes: Bloomberg, L.P.; FMI, *Global Financial and Stability Report*; y cálculos del personal técnico del FMI.

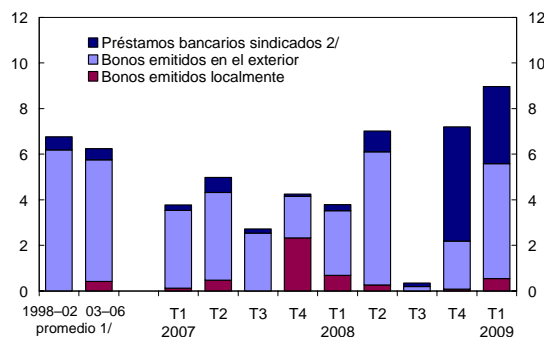
Diferenciales de retorno EMBI+

(Puntos básicos)



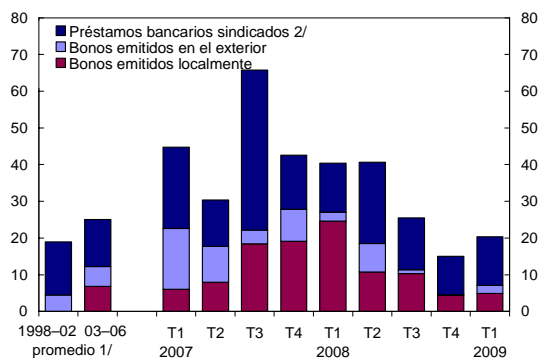
Fuentes: JPMorgan; y cálculos del personal técnico del FMI.

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



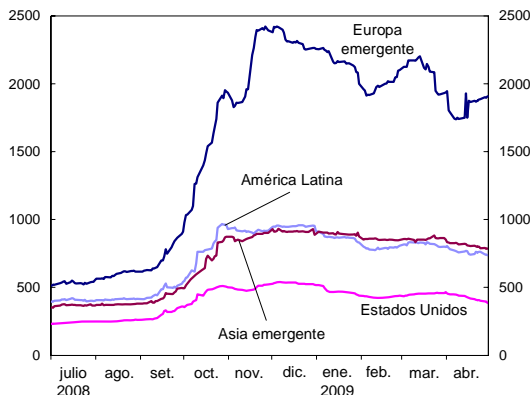
Fuentes: Dealogic; y cálculos del personal técnico del FMI.
1/ Promedio de los periodos 1998T1–2002T4 y 2003T1–2006T4.

Financiamiento corporativo privado y cuasi-estatal en América Latina
(Miles de millones de dólares de EE.UU.)



Fuentes: Dealogic; y cálculos del personal técnico del FMI.
1/ Promedio de los periodos 1998T1–2002T4 y 2003T1–2006T4.
2/ Incluye bonos emitidos en el país y en el exterior. El valor de los bonos en moneda nacional se convierte a dólares de EE.UU. a la cotización vigente al momento de la emisión.

Diferenciales de retorno de bonos corporativos emitidos en el exterior
(Puntos básicos)



Fuente: Credit Suisse.

rendimientos de los bonos a largo plazo de los Estados Unidos.

Los efectos de la crisis sobre el financiamiento del sector corporativo han sido más severos. Desde octubre, los diferenciales de riesgo de los bonos corporativos emitidos en el exterior prácticamente se han duplicado, situación que responde principalmente a las condiciones externas. Desde el inicio de la crisis del sector hipotecario en Estados Unidos, las emisiones realizadas por empresas en forma de préstamos bancarios sindicados y colocaciones externas de bonos empezaron a disminuir (anexo 2.2) y para finales de 2008, los mercados externos de bonos prácticamente se habían cerrado para los bonos corporativos latinoamericanos, originándose una “frenada brusca” de los flujos de capital. A principios de 2009, se reanudó el acceso de algunas empresas con grado de inversión a los mercados internacionales.

Menor demanda externa generalizada

Si bien ALC no depende tanto del comercio exterior como otras regiones, los vínculos comerciales son ahora un importante canal de transmisión de la recesión mundial a la región, ya que la reciente caída del comercio mundial ha sido severa y está afectando a todos los socios comerciales de ALC. La región en su conjunto sigue expuesta más fuertemente a los shocks comerciales provenientes de los vínculos con Estados Unidos, pese al aumento del comercio intraregional, y también con Europa y China en los últimos años (anexo 2.3). No obstante, ante una desaceleración con alcance mundial, incluso los países con destinos más diversificados para sus exportaciones —como Brasil— están sintiendo el impacto.

Se revierte el auge en precios de materias primas

Los precios de las materias primas han caído abruptamente frente a los máximos de mediados

de 2008. Los precios del petróleo, el aluminio y el cobre han registrado los descensos más fuertes. Los precios internacionales de los alimentos también han descendido en un margen considerable. En general, se prevé que los precios de las materias primas relevantes para las exportaciones netas de la región de ALC caigan en 2009 más del 33% en comparación con 2008, y que se recuperen tan sólo un 3% en 2010².

La caída de los precios de las materias primas constituye una pérdida considerable en los términos de intercambio para la región en su conjunto. Como se analiza más adelante, esto tiene importantes implicaciones para la situación fiscal y las cuentas externas. No obstante, el impacto dentro de la región es dispar, y de hecho casi todos los países de América Central y el Caribe se beneficiarán con la caída de los precios de las materias primas.

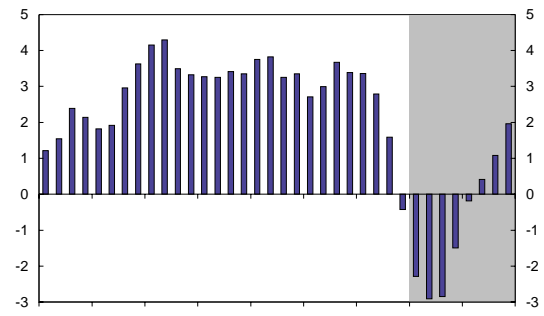
Perspectivas desfavorables para las remesas y el turismo

La desaceleración en las economías avanzadas ha traído consigo un considerable descenso de los ingresos por remesas y turismo, dos importantes fuentes de ingresos en divisas para muchos países de la región.

Las remesas hacia la región de ALC crecieron, en promedio, a un ritmo superior al 15% anual desde 2000, pero empezaron a desacelerarse a mediados de 2006. Al profundizarse el deterioro de la economía mundial, la desaceleración se intensificó en los últimos tiempos (anexo 2.4) y en varios países las remesas ya están contrayéndose. En algunos casos (por ejemplo, Colombia y México), la fuerte depreciación de la moneda en los últimos meses ha amortiguado o contrarrestado el descenso del valor en dólares de las remesas, pero esta ganancia se ha visto

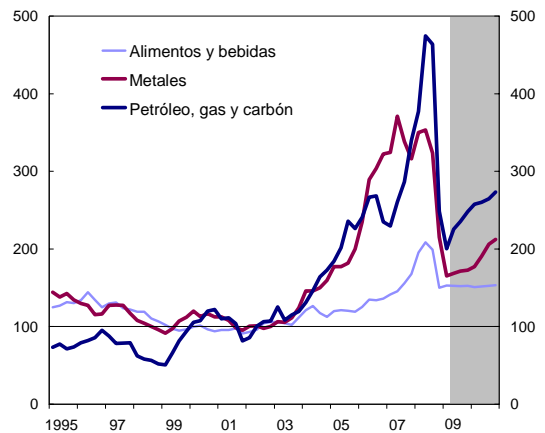
² Los precios de las materias primas relevantes para ALC se calculan como un índice de precios internacionales de las materias primas ponderado en función de las exportaciones. Las proyecciones están basadas en los precios de los mercados de futuros.

Crecimiento de la demanda de socios comerciales 1/
(Porcentaje)



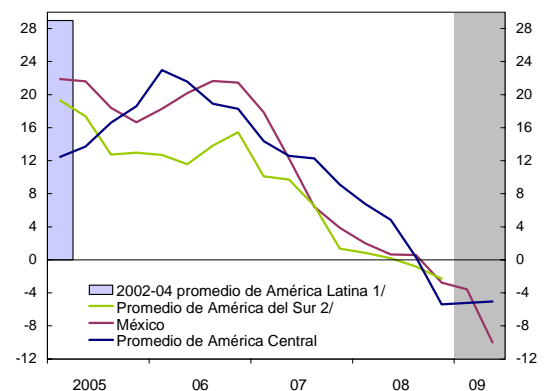
Fuentes: FMI, Dirección de estadísticas de comercio; y cálculos del personal técnico del FMI.
1/ Crecimiento ponderado del PIB real de los socios comerciales de AL6.

Precios de las materias primas
(Índice en dólares de EE.UU., 2002=100)



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

Remesas hacia América Latina
(Cambio porcentual en el promedio anual)



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

1/ Incluye Argentina, Brasil, Colombia, Ecuador, México, Perú, Uruguay, Costa Rica, El Salvador, Guatemala, Honduras, Nicaragua, Panamá, y República Dominicana.
2/ Incluye Argentina, Brasil, Colombia, Ecuador, Perú, y Uruguay.

menoscabada por el continuo descenso de los ingresos en dólares.

La prolongada y severa recesión de Estados Unidos plantea un grave riesgo para las perspectivas en cuanto a las remesas, ya que aproximadamente el 80% del total proviene de los Estados Unidos. Otras economías que son importantes fuentes de remesas —por ejemplo España, en el caso de las remesas hacia Bolivia y Ecuador— también están desacelerándose. Los países de América Central son los más afectados, puesto que las remesas representan una proporción importante del PIB.

La crisis mundial también ha afectado al turismo, perjudicando particularmente las perspectivas económicas de los países del Caribe. Tras un leve aumento en el primer semestre de 2008, se estima que la llegada de turistas al Caribe disminuyó aproximadamente un 5% durante la segunda parte del año. Se prevé que los ingresos por turismo disminuirán considerablemente más en 2009, ocasionando también una caída importante en el sector de la construcción vinculada al turismo, lo cual a su vez debilitará el crecimiento económico y el empleo. Ello ejercerá presión sobre la situación fiscal de muchos países y reducirá las entradas de divisas (anexo 2.5).

El proceso de ajuste en marcha

El efecto de los shocks globales sobre la actividad económica de la región ha sido súbito y de gran magnitud. El crecimiento se mantuvo firme hasta el tercer trimestre de 2008, pero se desaceleró rápidamente a finales del año a medida que se propagaba la crisis financiera en toda la región. A finales de 2008, el crecimiento trimestral fue negativo en varios países, con cifras anualizadas que indicaban un descenso de dos dígitos en algunos casos (por ejemplo, Brasil y México). La demanda privada, tanto interna como externa, se contrajo considerablemente. Los indicadores disponibles para principios de 2009 parecen indicar que la desaceleración continúa. El crecimiento de la producción industrial, que en

muchos países ya mostraba cifras negativas en el 2008, se contrajo aún más. También se ha producido un fuerte descenso en las exportaciones e importaciones.

El deterioro de las perspectivas de crecimiento se ha reflejado en los mercados accionarios. En estrecha sincronía con otras regiones, el grueso de las pérdidas en los precios de las acciones en ALC ocurrió de manera abrupta durante el período septiembre-octubre de 2008. Aún así, en ALC el desempeño acumulado de las bolsas de valores es superior al de otras regiones, ya que los precios de las acciones se encuentran en un nivel ligeramente superior al de enero de 2006.

A esto se ha sumado una continua desaceleración del crecimiento del crédito al sector privado, originado en una menor oferta y demanda de crédito, las cuales han sido afectadas por una mayor incertidumbre en el entorno macroeconómico. Dadas las mayores dificultades para obtener financiamiento externo y según reportes de varios países (Brasil, Chile, México, la República Dominicana), han sido los bancos locales los oferentes de financiamiento para las empresas mejor calificadas. De generalizarse esta tendencia, el proceso de desapalancamiento afectaría más seriamente a la pequeña empresa y posiblemente a los hogares. Además, los datos del Banco de Pagos Internacionales (BPI) disponibles hasta fines de 2008 ya mostraban una marcada desaceleración del crecimiento del crédito hacia la región por parte de bancos extranjeros—especialmente los préstamos concedidos desde el exterior por las casas matrices en los países avanzados, y también el de sus filiales locales en la región. Ello es un reflejo, en parte, de las restricciones de liquidez en los mercados globales inter-bancarios, así como de las presiones a las que han estado expuestos los balances bancarios en sus casas matrices.

Cabe resaltar que, en contraste con otras regiones, hasta el momento no se han producido episodios generalizados de tensión en los sistemas financieros de ALC. Los indicadores agregados de

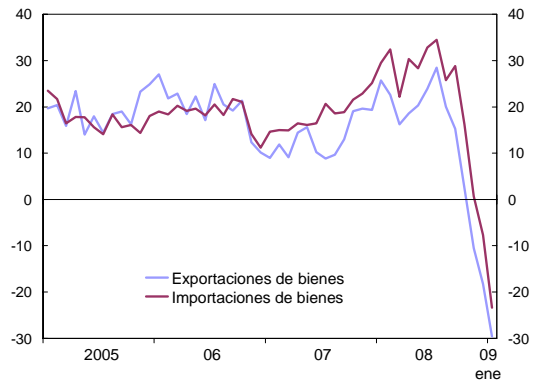
solidez financiera muestran que los bancos latinoamericanos en promedio son solventes y rentables, y que a nivel de todo el sistema los márgenes de capital y liquidez les permitirían sortear cierto nivel de perturbaciones financieras. Además, si bien los costos de financiamiento se dispararon en los mercados interbancarios de algunos países en el cuarto trimestre de 2008, desde entonces han disminuido. En el caso de dos instituciones financieras del Caribe sí se produjeron importantes tensiones³, y en un caso se propagaron a países vecinos.

Es posible que los sistemas financieros de la región de ALC sufran nuevas tensiones, en la medida en que persista el efecto de los shocks financieros y los deudores sientan todos los efectos de los shocks sobre la actividad económica. En el capítulo 3 se analizan más detenidamente los posibles canales de transmisión del deterioro del entorno internacional sobre los sistemas bancarios de la región, y se presta especial atención a los desafíos de políticas y regulación que enfrentan. El capítulo 4 analiza si los bancos internacionales activos en ALC podrían actuar como un mecanismo de transmisión hacia la región de la contracción global del crédito en los países avanzados.

Con la reducción en el ritmo de crecimiento de la demanda y la reversión del efecto de los shocks mundiales sobre los precios de las materias

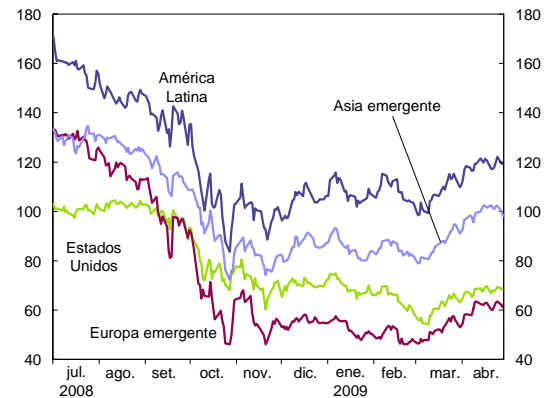
³ En Trinidad y Tobago, el gobierno intervino en enero de 2009 la compañía de seguros CLICO, que forma parte de un gran conglomerado empresarial (*CL Financía*) que también es propietario de otros intermediarios financieros en el Caribe. Los problemas que estaban surgiendo en filiales del resto del Caribe obligaron a las autoridades a proporcionar apoyo financiero (en el caso de Barbados) o intervenir las instituciones (Las Bahamas y Guyana). Las tensiones revelaron falta de supervisión financiera adecuada en el sector de seguros. En Antigua y Barbuda, surgieron problemas en febrero pasado en el Stanford International Bank, un banco *off-shore* con sede en Antigua, tras las acusaciones de la Comisión de Bolsa y Valores de Estados Unidos de un fraude multimillonario. Esto produjo una corrida de depósitos en la subsidiaria del banco Stanford en Antigua, lo que llevó finalmente a su intervención por parte del Banco Central del Caribe Oriental.

Exportaciones e importaciones en valor en AL6 1/
(Variación porcentual en 12 meses)



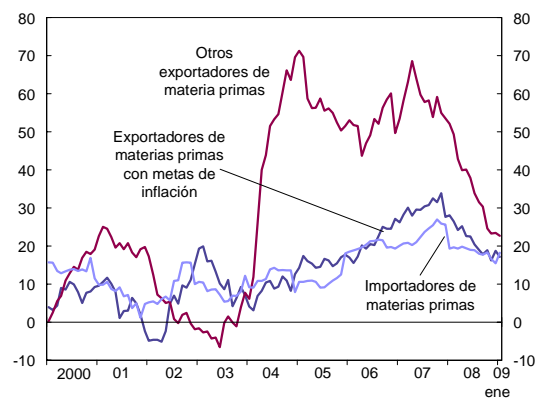
Fuente: Haver Analytics.
1/ Incluye Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México and Perú.

Precio de las acciones
(Índice: 2 de enero de 2006=100)



Fuente: Bloomberg, L.P.

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



Fuentes: FMI, Estadísticas Financieras Internacionales; y cálculos del personal técnico del FMI.
1/ Ponderado por el PIB en función de la PPA.

Inflación en América Latina 1/
(Variación porcentual anual)

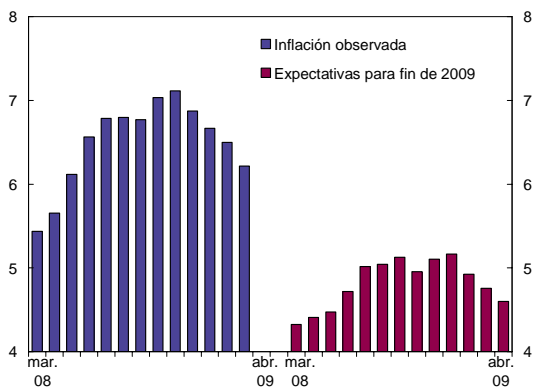


Fuentes: Haver Analytics; autoridades nacionales; y cálculos del personal técnico del FMI.

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

Inflación observada y esperada en los países con metas de inflación 1/

(Variación porcentual anual)



Fuentes: Consensus Economics, *Consensus Forecast*; Haver Analytics; y cálculos del personal técnico del FMI.

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

primas, las presiones de inflación están disminuyendo en la mayoría de los países de la región. La inflación anual en ALC alcanzó su punto máximo de 8,9% en octubre de 2008, y en marzo había descendido a casi 7 ½%. Dos de los países oficialmente dolarizados (El Salvador y Panamá) han registrado la caída de inflación más acelerada, siguiendo las tendencias de Estados Unidos. En los países que aplican metas explícitas de inflación, donde se han registrado las menores tasas de inflación, la inflación había bajado cerca de 1 punto porcentual hasta marzo. En los países importadores de materias primas la inflación ha caído en 5 puntos porcentuales.

El repentino deterioro de la situación externa también ha afectado a los ingresos del sector público. En general, la evolución de los ingresos tributarios muestra ya sea un estancamiento o una caída, dada la desaceleración de la actividad económica. En algunos países, la caída de los precios de exportación de las materias primas también ha reducido fuertemente los ingresos fiscales (con fuertes efectos directos en los países en que las empresas exportadoras son de propiedad del Estado, pero también en aquellos en los que los ingresos tributarios dependen en gran medida de las materias primas). No obstante, en algunos países, la pérdida de ingresos fiscales se ha visto atenuada por la considerable depreciación del tipo de cambio real.

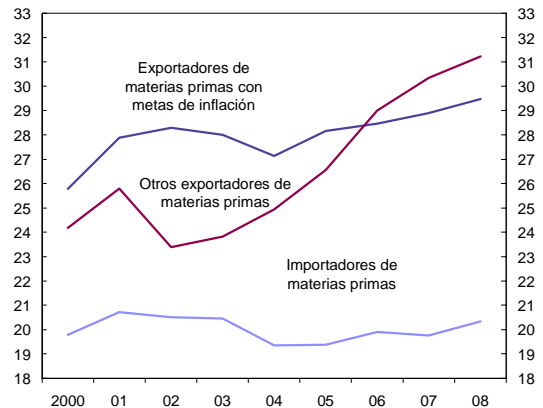
Estos efectos están restringiendo la posición fiscal en momentos en que existen mayores dificultades para obtener financiamiento. La pérdida de ingresos externos es particularmente problemática: a diferencia de un recorte en los impuestos internos, esta pérdida no desempeña ninguna función anticíclica. Asimismo, muchas economías de ALC se habían acostumbrado a un fuerte impulso fiscal en los años de auge de precios en las materias primas, con tasas aceleradas de crecimiento del gasto primario. Por ejemplo, en el grupo de otros exportadores de materias primas, el gasto primario registró un salto de aproximadamente el 26% del PIB en 2005 al 32% del PIB en 2008.

En la región, el ajuste de las cuentas corrientes externas ha sido muy heterogéneo:

- En los países exportadores de materias primas que aplican metas explícitas de inflación, las tendencias previas continuaron hasta mediados de 2008: la cuenta corriente externa se deterioró aún más ante el descenso de los saldos comerciales, pero también debido a una mayor repatriación de utilidades y dividendos de empresas extranjeras. No obstante, en el segundo semestre de 2008 se revirtieron estas tendencias: tras años de crecimiento pujante, el superávit comercial se convirtió en déficit (en parte por la disminución de los precios de las materias primas, pero también debido a la contracción mundial en la demanda por exportaciones). También se desaceleró la repatriación de utilidades y dividendos. En general, los saldos en la cuenta corriente de estos países se deterioraron levemente, pero su composición cambió significativamente. A principios de 2009, se observaban señales de mejora de la balanza comercial en varios países.
- En los países exportadores de materias primas que no aplican metas de inflación, los superávits en cuenta corriente disminuyeron fuertemente o desaparecieron, dado que el deterioro de los términos de intercambio fue considerablemente mayor.
- Los importadores de materias primas, en cambio, han registrado mejoras en sus saldos en cuenta corriente, especialmente a raíz de la disminución del costo de importación de energía. Hasta el momento, esta mejora ha compensado el descenso de las remesas y de los ingresos por turismo.

La región sufrió una salida neta de capitales en el último trimestre de 2008 y las reservas internacionales cayeron levemente. La inversión extranjera directa se mantuvo estable, pero otros flujos de capitales cambiaron de dirección significativamente. En Brasil, Chile y México, estos flujos continuaron ingresando hasta el tercer

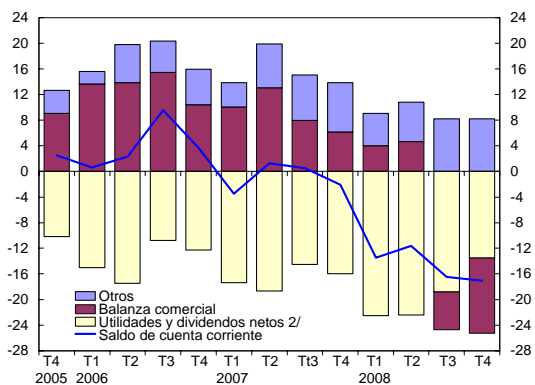
Gasto público primario 1/
(Porcentaje del PIB)



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

Descomposición de la cuenta corriente agregada de AL5 1/

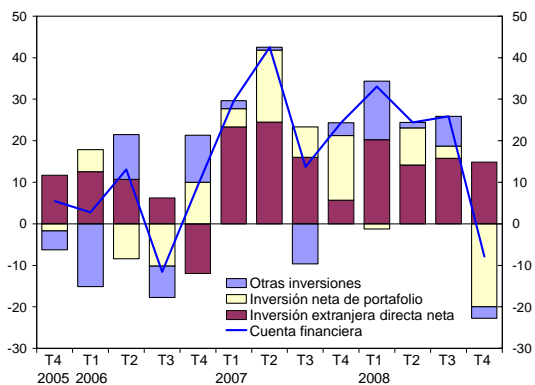
(Miles de millones de dólares de EE.UU.)



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.
1/ Incluye Brasil, Chile, Colombia, México, y Perú.
2/ Incluye utilidades reinvertidas.

Descomposición de la cuenta financiera agregada de AL5 1/

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



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.
1/ Incluye Brasil, Chile, Colombia, México, y Perú.

trimestre, pero en el último trimestre, los extranjeros comenzaron a liquidar este tipo de posiciones en montos significativos. Pero ésta no fue la historia completa: los residentes de Brasil, Chile y México también dejaron de acumular activos en el exterior y reingresaron dinero a sus propios países, amortiguando el shock al financiamiento externo.

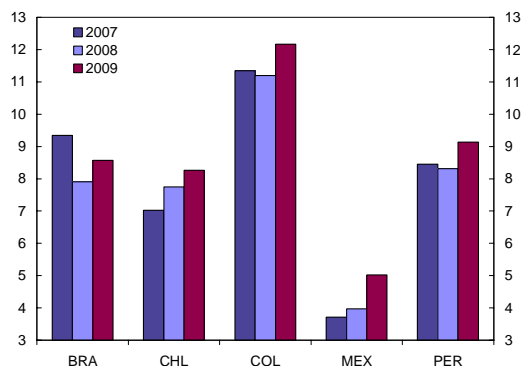
El impacto social de la crisis mundial es cada vez más visible. Tras un prolongado período de descenso, el desempleo ha empezado a aumentar en varios países. En algunos casos, a finales de 2008, se registraban pérdidas récord de puestos de trabajo y es probable que el efecto haya sido más pronunciado en el empleo informal. Los sistemas de seguro de desempleo tienen una baja cobertura en muchos países de ALC, lo cual deja a muchos hogares sin protección cuando se recortan puestos de trabajo. (Ello también limita los potenciales efectos automáticos de estímulo fiscal generados por el aumento del desempleo). El aumento de los precios de los alimentos, que se mantuvo hasta el tercer trimestre de 2008, junto con la desaceleración de la actividad económica hacia el final del año, también desaceleró el ritmo de reducción de la pobreza. En cuanto al “impuesto inflacionario” —que tiende a afectar más a los sectores pobres— ha descendido en los dos últimos trimestres, aún cuando las tasas de inflación siguen bastante elevadas en varios países. Por último, dado que los ingresos por remesas son especialmente importantes para los hogares de bajos ingresos, su caída probablemente tendrá consecuencias negativas sobre la pobreza.

Respuestas de política económica hasta el momento

En toda la región, los gobiernos han reaccionado rápidamente ante los acontecimientos externos, en muchos casos incluso cambiando el rumbo de la política macroeconómica a fin de apoyar a la actividad económica. A diferencia de episodios anteriores, no ha habido grandes esfuerzos por defender o apoyar el tipo de cambio

mediante aumentos en las tasas de interés (excepto en Jamaica). Por el contrario, varios bancos centrales han iniciado un ciclo expansivo, en algunos casos con particular intensidad.

Tasa de desempleo 1/
(Porcentaje, promedio anual)



Fuente: Emerging Markets Economic Data (EMED).
1/ Las definiciones de desempleo pueden variar considerablemente de un país a otro. Para 2009, corresponde al promedio del período disponible.

Suministro de liquidez

Los países han adoptado medidas extraordinarias para asegurar el funcionamiento normal de los mercados financieros, entre ellas la inyección de liquidez para garantizar el funcionamiento ordenado de los mercados monetarios (Argentina, Brasil, Chile, Colombia, Costa Rica, Guatemala, México y Perú); la ampliación del tipo de instituciones que pueden tener acceso a la ventanilla de redescuento (Brasil, Costa Rica y México); la flexibilización de los requerimientos de encaje (Argentina, Brasil, Colombia, la República Dominicana, Honduras, Paraguay y Perú); y el apoyo en la refinanciación de la deuda externa de las empresas a través del uso de las reservas internacionales (Brasil) y el acceso a las facilidades *swap* provistas por la Reserva Federal (México). En el caso de los países que aplican metas de inflación, estas medidas han complementado el rol amortiguador de la flexibilidad cambiaria.

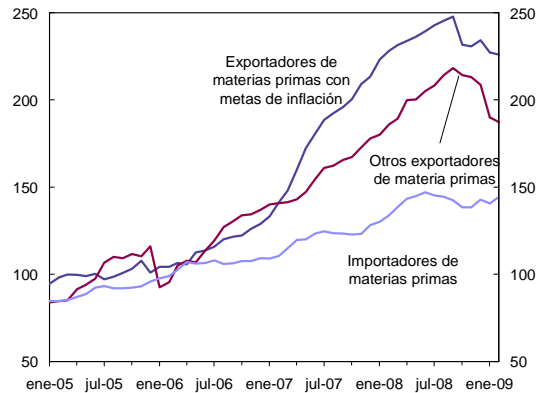
Tipos de cambio flexibles: Un amortiguador clave en algunos países

El shock financiero mundial rápidamente provocó una importante depreciación de varias monedas. En los países exportadores de materias primas que aplican metas de inflación, las monedas se habían apreciado considerablemente con relación al dólar de los Estados Unidos hasta mediados de 2008. Esta tendencia se revirtió rápidamente en el último trimestre del año cuando la depreciación fue mayor y más abrupta que en el resto de la región (si bien se han observado depreciaciones similares, en términos generales, en otras regiones). Además, en algunos países, como Argentina y Jamaica, se permitió que la moneda se deprecie casi el 20%, aunque de manera más gradual.

Al permitir que sus monedas se ajusten ante los cambios en las condiciones macroeconómicas, estos países no han sufrido grandes pérdidas en sus reservas internacionales, aún en momentos en que los inversionistas extranjeros procuraban salir de los mercados emergentes en general y refugiarse en activos emitidos por gobiernos de economías avanzadas. Por ejemplo, al parecer gran parte de la reducción de los portafolios de activos brasileños y mexicanos en poder de inversionistas extranjeros obedeció a fuertes cambios en la valoración de los activos, más que a salidas de capital.

Sin embargo, con el fin de suavizar las presiones de depreciación y evitar una excesiva volatilidad cambiaria, la mayoría de los bancos centrales modificaron sus políticas de acumulación de reservas internacionales y de intervención en el mercado cambiario. Tras varios años de fuerte acumulación de reservas, la tendencia cambió repentinamente. Incluso México —que durante una década se había abstenido de efectuar intervenciones discrecionales— modificó su política en octubre de 2008. Varios países también pusieron en práctica otras formas de intervención

Reservas internacionales brutas 1/
(Índice 2005=100)



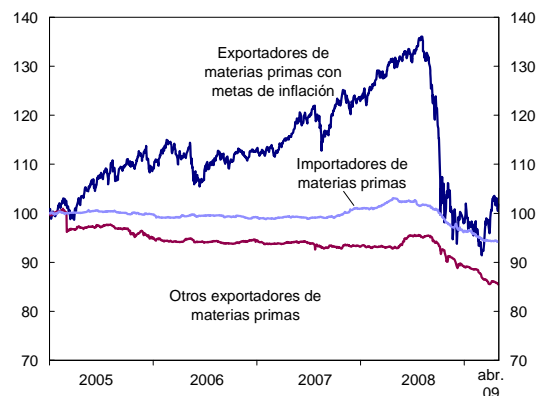
Fuentes: FMI, Estadísticas Financieras Internacionales; y cálculos del personal técnico del FMI.
1/ Ponderado por el PIB en función de la PPA.

Tipo de cambio real efectivo 1/
(Índice 2000=100)



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.
1/ Ponderado por el PIB en función de la PPA. El TCER para cada país es ponderado en función del comercio. Un aumento (descenso) representa una apreciación (depreciación).

Tipo de cambio nominal frente al dólar de Estados Unidos 1/
(Enero de 2005=100)



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

(por ejemplo, Brasil con operaciones en el mercado a futuro y similares).

En los casos en que se produjeron fuertes depreciaciones nominales, estas no parecen haber suscitado una gran inestabilidad financiera. Ello es una prueba del fortalecimiento de los balances registrado en los últimos años, sobre todo en cuanto a la composición de la deuda pública, lo cual ha brindado a algunos países la capacidad para soportar una depreciación sin grandes perturbaciones. En algunos países, el sector privado también ha reducido su exposición ante los riesgos cambiarios. No obstante, surgieron algunas sorpresas desfavorables, sobre todo en Brasil y México, donde grandes empresas asumieron riesgos excesivos en el mercado de derivados cambiarios y registraron cuantiosas pérdidas (recuadro 2.2).

Los tipos de cambio efectivos reales (TCER, que se ponderan en función del comercio) han mostrado una evolución muy desigual de un país a otro, incluso moviéndose en sentido contrario. Desde agosto de 2008, algunos países han registrado fuertes depreciaciones del TCER, principalmente como reflejo de una depreciación nominal frente al dólar de los Estados Unidos, especialmente Brasil, Chile, Colombia, Jamaica y México. Al mismo tiempo, algunos países experimentaron apreciaciones del TCER, debido a que las monedas de sus socios comerciales se depreciaron frente al dólar de los Estados Unidos, o como resultado de una mayor inflación interna.

Relajamiento de la política monetaria

Al debilitarse la actividad económica y atemperarse las presiones inflacionarias, las autoridades monetarias de muchos países han iniciado una fase expansiva en sus políticas. Todos los países que aplican metas de inflación han bajado las tasas de interés de política monetaria. Colombia empezó la fase expansiva en diciembre de 2008 con un recorte de 50 puntos básicos, y Chile ha efectuado los mayores recortes hasta el momento (650 puntos básicos hasta abril). Las condiciones monetarias también se relajaron en

otros países (la República Dominicana, Honduras, Paraguay y Venezuela), aún cuando en algunos casos la inflación permanece elevada. Sólo en unos pocos países las condiciones monetarias se han vuelto más restrictivas, debido a sus particulares circunstancias macroeconómicas. Por ejemplo, en Jamaica se elevaron las tasas de interés y los requerimientos de encaje con el fin de aliviar las presiones sobre el tipo de cambio.

En los países que aplican metas de inflación, las drásticas depreciaciones del tipo de cambio y el fuerte aumento de la volatilidad cambiaria inicialmente despertaron temores de que se produjese un gran aumento de la inflación y las expectativas inflacionarias. No obstante, estos

Decisiones de política monetaria en países seleccionados de ALC 1/

País	Tasa de interés	Encaje	Ventanilla de redescuento	Tipo de cambio	Otros
Importadores de materias primas					
Costa Rica	+	...	FCTML	Ampliación de la banda	...
República Dominicana	-	-
Guatemala	-	Cambio en las reglas de intervención	...
Honduras	-	-
Jamaica	+	+	FCTD
Exportadores de materias primas con meta de inflación					
Brasil	-	-	FCTD, FCTML 2/	Intervención en el mercado spot	SWAP con la FED 3/
Chile	-	...	FCTD, FCTML 2/	Suspensión de compras de dólares de EE.UU.	...
Colombia	-	-	...	Suspensión de compras de dólares de EE.UU.	Apoyo a las líneas de crédito extranjeras
México	-	...	FCTD, FCTML 2/	Cambio en las reglas de intervención	SWAP con la FED 3/
Perú	-	-	FCTML 2/	Intervención en el mercado spot	...
Otros exportadores de materias primas					
Argentina	-	-	Aumento de las líneas de crédito a los bancos	Intervención en el mercado spot y futuro	...
Bolivia	Cambio en las reglas de intervención	...

Fuentes: Bancos centrales.

1/ Desde octubre de 2008.

2/ FCTD significa facilidad de crédito temporal en divisas, y FCTML significa facilidad de crédito temporal o nueva facilidad en moneda local.

3/ Brasil y México suscribieron una facilidad de swap en dólares de EE.UU. con la Reserva Federal de Estados Unidos por un máximo de US\$30.000 millones de dólares de EE.UU.

Recuadro 2.2. Exposición del sector empresarial en Brasil y México a los contratos de derivados cambiarios

Las recientes pérdidas por el uso de contratos de derivados cambiarios sufridas por empresas en México, Brasil y otras economías de mercados emergentes han constituido una de las sorpresas desagradables de la crisis financiera mundial. En el curso de la última década, las empresas que cotizan en bolsa en América Latina generalmente han reducido su vulnerabilidad frente al riesgo cambiario, reduciendo considerablemente los descaldes de monedas en sus balances (FMA, 2008). No obstante, las perturbaciones financieras de octubre de 2008 pusieron al descubierto fuertes exposiciones cambiarias no incluidas en el balance general, asociadas con posiciones especulativas en instrumentos derivados en varias empresas importantes de Brasil y México. En Chile y Colombia, sin embargo, las empresas no exhibieron pérdidas importantes vinculadas con actividades en derivados durante este período.

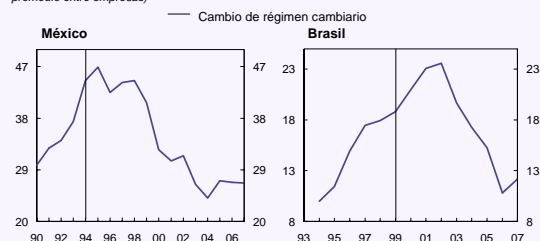
La exposición al riesgo por operaciones con derivados cambiarios está frecuentemente relacionada al uso de opciones sobre divisas. En Brasil y México, algunas empresas utilizaron estructuras de opciones complejas, ya sea como una apuesta abierta contra la depreciación de la moneda nacional, o para obtener ganancias de los diferenciales entre las tasas de interés internas y las tasas de interés en dólares de Estados Unidos, que eran generalmente más bajas (en Corea del Sur, India y Polonia se produjo una situación similar). Muchas de las posiciones resultantes tenían estructuras de pagos no lineales, en virtud de las cuales las pérdidas empezaban a acumularse más rápidamente una vez que la moneda nacional comenzaba a depreciarse más allá de un cierto precio de ejecución. Si bien estas transacciones fueron rentables mientras la moneda nacional se apreciaba, o en tanto los tipos de cambio no fluctuaban demasiado, las pérdidas empezaron a aumentar debido a la fuerte depreciación de las monedas tras el aumento del riesgo mundial de finales de 2008¹.

Es difícil estimar con precisión la magnitud de las pérdidas de las empresas, aunque en Brasil y México su gran magnitud llevó a los bancos centrales a adoptar medidas significativas. La exposición al riesgo cambiario por vía de los instrumentos derivados produjo tensiones financieras y amenazó con amplificar la depreciación de las monedas, pues las empresas aumentaron su demanda de dólares cuando sus contrapartes exigieron garantías complementarias para cubrir sus pérdidas tras ajustar los valores a precios de mercado. En México, por ejemplo, las cuantiosas pérdidas derivadas de posiciones cambiarias —y la consiguiente demanda extraordinaria de dólares— alentaron al Banco Central a intervenir de manera discrecional en el mercado de divisas por primera vez en una década, y a vender en subasta alrededor del 10 por ciento de sus reservas internacionales en un período de tres días. Esta intervención especial, más que evitar una depreciación de la moneda nacional, tuvo por finalidad tratar de satisfacer la demanda extraordinaria de dólares desatada por las pérdidas por las posiciones en instrumentos derivados y la liquidación de estas

Nota: Este recuadro fue preparado por Herman Kamil y Chris Walker.

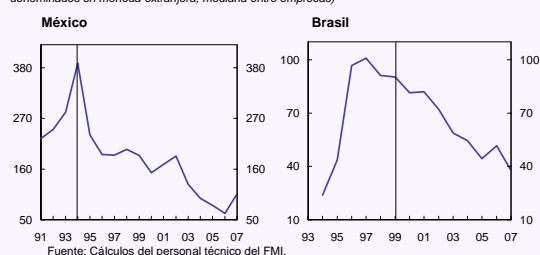
Fuerte reducción del endeudamiento en moneda extranjera de las empresas no financieras

(Pasivo denominado en moneda extranjera como porcentaje del pasivo total; promedio entre empresas)



Protección natural del riesgo cambiario

(Pasivo denominado en moneda extranjera como porcentaje de las exportaciones y los activos denominados en moneda extranjera; mediana entre empresas)



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

Recuadro 2.2 (continúa de la página anterior)

posiciones. En Brasil, el Banco Central vendió contratos a futuro en dólares para ayudar a las empresas afectadas a cubrir o liquidar sus posiciones, y para mitigar en parte la volatilidad cambiaria.

La fuerte caída de las cotizaciones de acciones de las empresas tras divulgarse sus pérdidas, constituye evidencia clara de que en los mercados no existía conciencia sobre el alto grado de exposición de las empresas a este tipo de instrumentos. Por ejemplo, nuestros resultados para México indican que antes de la crisis de octubre, el mercado bursátil valoraba de manera positiva la exposición al riesgo cambiario de casi todas las empresas que notificaron las mayores pérdidas por instrumentos derivados (es decir, el valor nominal de las acciones tendía a aumentar ante una depreciación de la moneda nacional)².

Los supervisores y el público necesitan información más detallada sobre la exposición de las empresas no financieras al riesgo resultante de posiciones en instrumentos derivados. La crisis mundial expuso amplias lagunas en la divulgación de datos financieros y en la comprensión de los riesgos subyacentes. Las actividades financieras de empresas no financieras aumentaron en áreas como los contratos de derivados *off-shore*, que tienen normas parciales en materia de divulgación o control, debido a lo cual las entidades regulatorias no pudieron evaluar la concentración de riesgos. La sorpresa causada por la exposición de las empresas brasileñas y mexicanas al riesgo de instrumentos derivados sobre divisas, y la reacción de los mercados cambiarios y los bancos centrales, demuestran los posibles efectos macroeconómicos de la falta de información sobre las actividades financieras del sector empresarial.

Los casos recientes de Brasil y México exponen también problemas en el manejo de riesgos a nivel de la empresa. Las pérdidas resultantes de posiciones en instrumentos derivados se debieron también a las ineficiencias en la gestión de las empresas (manejo inadecuado del riesgo cambiario) y a la falta de divulgación apropiada de datos por parte de los proveedores de instrumentos financieros (bancos que no aconsejaron a los compradores de opciones sobre el riesgo que

Estimación de las pérdidas por posiciones cambiarias en derivados 1/

Empresas	Millones de dólares EE.UU.	Porcentaje de activos totales
<i>Empresas mexicanas</i>		
Comerci	2,200	60
Cemex	911	2
Gruma	852	27
Vitro	358	15
Alfa	194	2
GISSA	161	34
<i>Empresas brasileñas</i>		
Sadia	2400	41
Aracruz Celulose	2100	42
Grupo Votontarin	1000	55

Fuentes: Bloomberg LLP; reporte financiero trimestral de empresas mexicanas; y Reuters.

1/ Reportadas en el cuarto trimestre de 2008. Estimaciones para las empresas brasileñas sobre la base de informes de prensa.

² Para medir el precio que asigna el mercado a la exposición global de una empresa al riesgo cambiario estimamos el impacto contemporáneo de los movimientos cambiarios sobre la valoración en bolsa de una empresa en los tres años anteriores a la turbulencia financiera de octubre de 2008. Si toda la información se valora de manera eficiente, la sensibilidad de los precios de las acciones a las fluctuaciones del tipo de cambio deberían, en principio, resumir los múltiples canales a través de los cuales las fluctuaciones del tipo de cambio pueden incidir en el valor de una empresa.

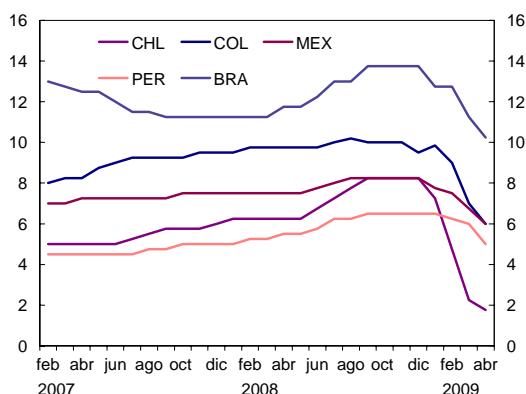
Recuadro 2.2 (conclusión)

asumían). En términos de política económica es importante recordar los períodos de baja volatilidad pueden tender a sesgar los incentivos, pues en períodos de estabilidad generalmente los bancos y sus clientes tienden a asumir un nivel excesivo de riesgo.

En el futuro, los supervisores en países con mercados importantes de instrumentos derivados *over-the-counter* (OTC) podrían mejorar la transparencia de estas operaciones y la divulgación de información. Las instituciones financieras que operan en estos mercados podrían notificar estas transacciones con mayor frecuencia e incluir información más detallada sobre los instrumentos y sobre sus contrapartes. También podría ser ventajoso incentivar que las operaciones sobre instrumentos derivados se realicen a través de las bolsas a fin de reducir el riesgo de contraparte y aumentar la transparencia. En particular, podría ser beneficioso exigir que las empresas no financieras que cotizan en bolsa den a conocer su exposición al riesgo de instrumentos derivados en mercados *off-shore*, lo que en el pasado no ha sido objeto de una supervisión sistemática por parte de las entidades regulatorias. Estas medidas ayudarían a evaluar la acumulación de riesgos sistémicos asociados con las operaciones sobre dichos instrumentos financieros. También reforzarían la disciplina del mercado pues ayudarían a los inversionistas realizar algunas de las tareas de *due diligence* que actualmente subcontratan con entidades calificadoras del riesgo.

En algunos países las autoridades ya están avanzando en esa dirección. Por ejemplo, en Brasil la cámara de compensación para transacciones OTC (CETIP) ha anunciado un proyecto para ampliar y organizar los datos recopilados a fin de mejorar el análisis y el monitoreo del riesgo. Además, la entidad de regulación del mercado de valores (CVM) ha solicitado que las grandes empresas incluyan notas en sus estados financieros que muestren su posición en instrumentos derivados y que presenten un análisis hipotético del impacto que tendría un escenario adverso. Se prevé que estas normas se transformarán en requisitos oficiales para la presentación de datos. En México, se ha reforzado considerablemente el seguimiento de las posiciones de las empresas en contratos de derivados. Los supervisores están monitoreando cada operación en derivados en el mercado OTC y están tratando de ampliar la cobertura de las transacciones *off-shore*. Las autoridades también están considerando la creación de un registro central de créditos para registrar todas las transacciones OTC que entrañen riesgos de mercado y de crédito.

Tasa de interés de política en países seleccionados con metas de inflación
(Porcentaje)



Fuente: Bloomberg, LLP.

Composición de los paquetes de estímulo fiscal

Medida	Argentina	Brasil	Chile	México	Perú
Gasto					
Inversión en infraestructura	T	T	T	S	T
Apoyo a la PYME y/o agricultura	T	T	T	S	T
Redes de protección social	T		T		T
Sector de la vivienda/construcción	T	T	T	S	
Aumento de la nómina pública					
Otros			T		
Ingresos					
Impuesto sobre la renta de las sociedades		T	T		T
Impuesto sobre la renta personal	P		T		
Impuestos indirectos		T	T	T	T
Otros					
Costo presupuestario estimado para 2009					
(Porcentaje del PIB) 1/	1.5	0.6	2.9	1.5	2.0

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

Notas:

T: Medidas temporales (con cláusulas de caducidad explícitas o gasto limitado en el tiempo).

S: Medidas autorreversibles (los costos se recuperan a través de medidas compensatorias en años futuros).

P: Medidas permanentes (con costos fiscales recurrentes).

1/ No incluye el costo de medidas de apoyo a través de bancos públicos.

efectos no se han producido, lo cual contrasta fuertemente con las experiencias pasadas de grandes y repentinas depreciaciones. A este resultado ha contribuido la mayor credibilidad en el compromiso de mantener la inflación a un nivel bajo, junto con una menor exposición al endeudamiento en moneda extranjera. La contracción acelerada y generalizada de la demanda también ha sido un factor importante, que probablemente ha reducido los márgenes de ganancia y contrarrestado las presiones al alza de la inflación provenientes de los “efectos de traspaso” de los ajustes del tipo de cambio a los precios internos.

Las medidas fiscales también cumplen un papel importante

En los países que aplican metas de inflación, las autoridades han anunciado para 2009 paquetes de estímulo fiscal de naturaleza transitoria y focalizada. El costo presupuestario de estos programas varía desde 0,6% del PIB en Brasil hasta el 2,9% del PIB en Chile. Algunos países también están adoptando planes de estímulo a través de préstamos y garantías de los bancos públicos de desarrollo, lo cual no se clasifica como gasto público. En el caso de Brasil, estas medidas suman el 3.5% del PIB para el período 2009–10.

Con el descenso en los ingresos públicos, los saldos fiscales se deterioraron en los dos últimos trimestres de 2008 en la mayoría de los países. Los recortes del gasto primario han sido la excepción, ocurriendo sólo en aquellos países en donde la situación de financiamiento dejó pocas opciones a los gobiernos. Ha sido más común que los gobiernos empezaran a aumentar decididamente el gasto, con miras a producir cierto efecto anticíclico (entre ellos Bolivia, Costa Rica y Paraguay).

Unos cuantos países también han ampliado la cobertura de los programas sociales a fin de aliviar los efectos de un aumento del desempleo. Entre las medidas figuran la ampliación de la cobertura o establecimiento del seguro de desempleo (Antigua

y Barbuda y Brasil), subsidios para el empleo de los jóvenes (Chile), prestaciones de salud para los desempleados (México) y aumentos en las transferencias de ingresos o programas focalizados de efectivo (Antigua y Barbuda, Argentina, Las Bahamas, Brasil, Chile, Costa Rica, Dominica, El Salvador, Guatemala, Honduras y Santa Lucía).

En comparación con algunos países de otras regiones, el "costo" total de las políticas anunciadas para enfrentar la desaceleración de la economía ha sido moderado. Ello obedece en parte a que no se realizaron rescates bancarios masivos y al hecho de que los costos cuasifiscales de las garantías crediticias otorgadas por los bancos de desarrollo son todavía limitados. También es un reflejo de la evaluación que realizaron los gobiernos acerca de las limitaciones del financiamiento disponible para aplicar un estímulo fiscal de mayor escala.

Perspectivas económicas y riesgos

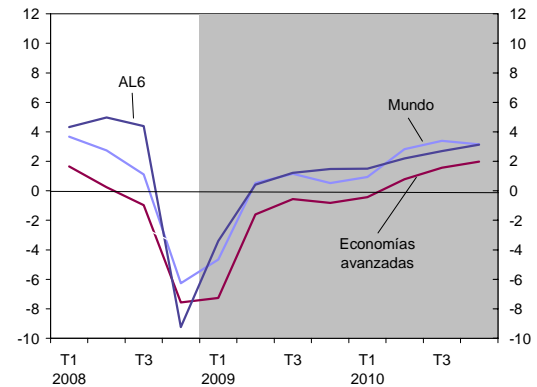
Una importante reducción del crecimiento...

Para 2009, se prevé que el PIB de ALC se contraerá en 1½%, frente a un crecimiento de aproximadamente 4½% en 2008. Según las proyecciones, la desaceleración será generalizada en la región, y será más pronunciada en los países exportadores de materias primas y las economías con vínculos manufactureros más estrechos con la cadena mundial de producción industrial.

Esto representa un fuerte ajuste a la baja en comparación con el pronóstico anterior, formulado en la edición de Octubre de 2008 de *Perspectivas*, pese a los nuevos estímulos monetarios y fiscales que se están materializando. No obstante, la proyección actual muestra un desempeño mejor cuando se compara con crisis pasadas. Si bien en recesiones mundiales pasadas el deterioro del crecimiento de ALC fue más

Crecimiento real del PIB

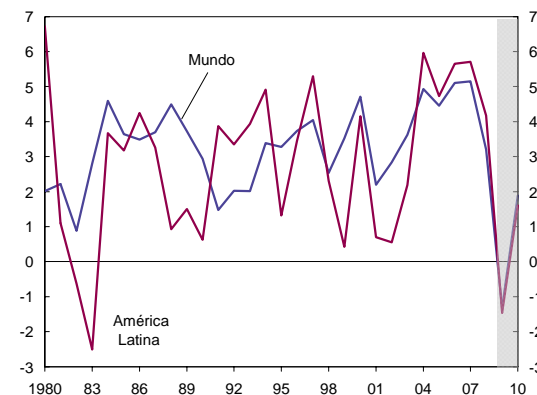
(Variación porcentual trimestral anualizada, desestacionalizada)



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

Crecimiento real del PIB: ALC y mundo

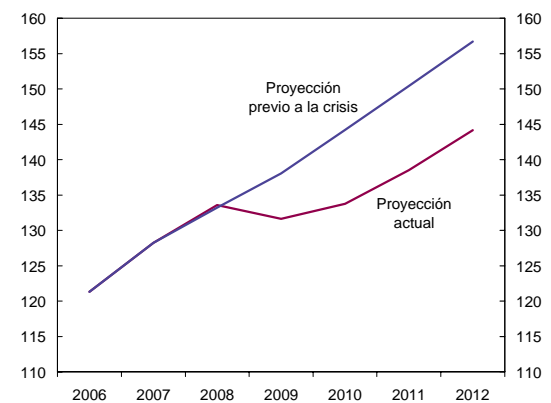
(Porcentaje)



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

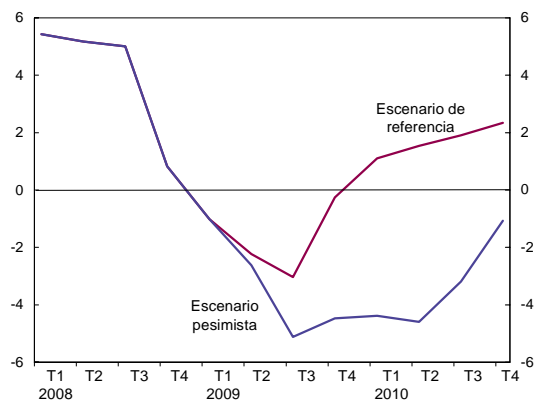
PIB en América Latina y el Caribe

(Índice 2000=100)



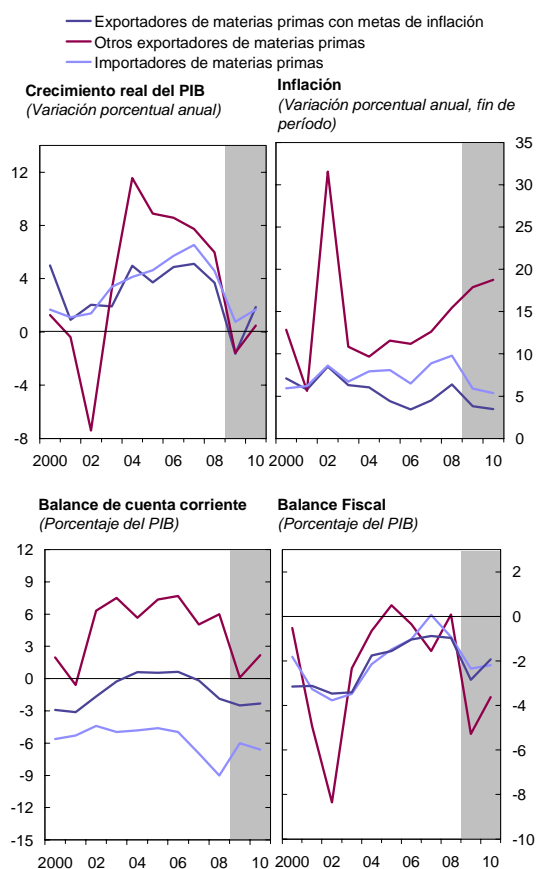
Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

Crecimiento del PIB en AL6
(Variación porcentual anual)



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

Perspectivas macroeconómicas 1/



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

abrupto que el del resto del mundo, esta vez se prevé que el crecimiento de ALC caerá a la par del resto del mundo. Esto es evidencia de la mejora en los marcos de política macroeconómicas y de los beneficios de las defensas más robustas que se construyeron durante los años recientes. De hecho, el análisis del personal técnico del FMI sugiere que de no haber ocurrido esta mejora, la caída en el crecimiento podría haber sido mucho más pronunciada (recuadro 2.3).

Se prevé que el crecimiento de ALC repuntará hasta un nivel de aproximadamente 1½% en 2010, de conformidad con el ritmo de recuperación previsto para la economía mundial, pero más acelerado que el de las economías avanzadas. Esta proyección se sustenta en la ausencia de problemas bancarios de tipo sistémico, lo que permitirá que el crecimiento se recupere más rápido que en regiones donde persisten problemas en el sistema financiero. Adicionalmente, se espera que las políticas anticíclicas, incluido el apoyo al gasto en infraestructura y en redes de protección social, provean estímulo al crecimiento. En términos generales, las pérdidas ocasionadas por la crisis podrían ascender a varios puntos porcentuales del PIB regional para 2009–10.⁴

Aún así, la crisis actual seguramente reducirá las perspectivas de crecimiento a mediano plazo en ALC al igual que en otras regiones. La evidencia histórica muestra que las recesiones que están muy sincronizadas entre países, como la actual, han sido más largas y profundas que aquellas confinadas a una sola región. El crecimiento potencial también podría verse influenciado por los efectos en el mercado laboral y en el stock de capital productivo, sobre todo si es necesario reconstruir las cadenas de suministros. Esta situación pone de relieve la importancia para la región de avanzar en la adopción de reformas estructurales.

⁴ Estas equivalen a las pérdidas de producto medidas en relación con la proyección efectuada en abril de 2008.

Recuadro 2.3. ¿Por qué siguen ocurriendo reveses en las economías más robustas?

En esta década, muchos países de ALC lograron avances importantes en su capacidad de enfrentar shocks externos. Esos avances —en términos del afianzamiento de los marcos de política económica, los balances, y mayor credibilidad— han recibido amplio reconocimiento, tanto en ediciones anteriores de este informe como por parte de los mercados financieros.

La crisis global en curso es la primera ocasión en que se pone a prueba, de manera crucial, la idea de que esta mejor preparación puede aportar beneficios reales. Sin embargo, para hacer esta evaluación no basta observar si los países mantuvieron el crecimiento, ya que la magnitud de los shocks actuales es inusitadamente grande y varía sustancialmente entre un país y otro.

De hecho, tanto la naturaleza como la magnitud de los shocks que están afectando a las distintas economías de la región no son iguales, y algunos países que fortalecieron su marco de política económica se ven golpeados con especial dureza por la crisis. Primero, un factor clave es el grado de desarrollo del mercado de capitales nacional y su integración con los mercados financieros internacionales. Concretamente, el proceso global de desapalancamiento afectó a países con mercados más desarrollados y más líquidos, como Brasil y México, con mayor rapidez que a otros. Segundo, la actividad manufacturera está siendo afectada en el mundo entero y las economías con una proporción más elevada de manufacturas en sus estructuras de producción por lo general registraron contracciones más profundas del PIB durante el último trimestre de 2008¹. Además, los países con vínculos más cercanos a Estados Unidos naturalmente se vieron más expuestos. En particular, el PIB de México por lo general evoluciona de manera parecida a la producción industrial de Estados Unidos, que recientemente se contrajo a tasas de dos dígitos.² Por último, los exportadores de materias primas sufrieron más que los importadores.

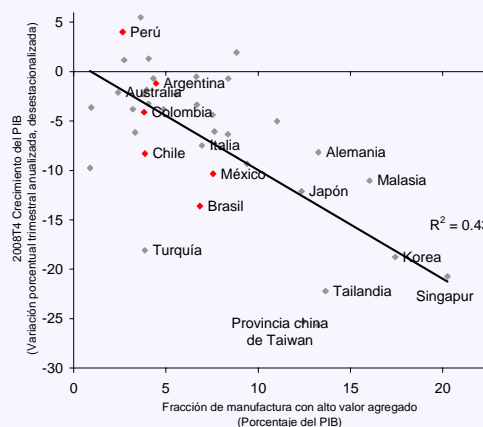
La gran magnitud de los shocks externos recientes subraya el valor de los avances en la preparación y capacidad de resistencia de los países para poder mitigar las pérdidas del producto y evitar que una situación difícil se vuelva mucho peor. Un indicio claro —y un beneficio importante— de esos avances es la mejora *relativa* continua de las condiciones de financiamiento externo de varios países durante la década actual.

Nota: Este recuadro fue preparado por Herman Kamil y Steven Phillips.

¹ En una muestra mundial de unos 40 países, la proporción de la manufactura compleja dentro del PIB puede explicar casi la mitad de la variación del crecimiento del PIB durante el último trimestre de 2008 (véase *Asia and Pacific Regional Economic Outlook*, mayo de 2009).

² Véase en Sosa (2009) un análisis detallado de los comovimientos de México con el sector real de Estados Unidos. Chiquiar y Ramos-Francia (2005) documentaron un aumento del grado de sincronización de los ciclos de México y Estados Unidos.

Fracción de manufactura con alto valor agregado y crecimiento del PIB en 2008T4



Fuentes: Organización de las Naciones Unidas para el Desarrollo Industrial (UNIDO); Haver Analytics; y análisis del personal técnico del departamento de Asia y el Pacífico del FMI.

Recuadro 2.3 (continúa de la página anterior)

Durante la crisis de la burbuja informática en 2001, los diferenciales soberanos de Brasil, Colombia, Perú y (en menor medida) México por lo general siguieron la trayectoria de los bonos corporativos estadounidenses *de alto rendimiento*, que son sumamente volátiles y de hecho en este momento superan los 1.500 puntos básicos. Sin embargo, para cuando ocurrió la crisis actual estos países se habían desacoplado de esa clase de activos riesgosos y los diferenciales de sus bonos habían disminuido a niveles mucho más cercanos a los bonos estadounidenses *de grado de inversión* más estables, y hace poco se ubicaron incluso por debajo de ese nivel.

Por lo tanto, aunque todos los países de mercados emergentes —y las empresas privadas del mundo entero— se vieron enfrentados a condiciones de financiamiento más duras después de lo ocurrido con Lehman Brothers, el shock registrado en Brasil, Colombia, México y Perú fue mucho más suave de lo que habría sido si estos países no hubieran logrado mejorar fundamentalmente la credibilidad de sus marcos de política económica. (Otros países de ALC también alcanzaron importantes grados de desacoplamiento en los últimos años; en el caso de Chile, los diferenciales soberanos ya se habían desacoplado de los bonos *de alto rendimiento* cuando ocurrió la crisis de 2001.) A su vez, ese aumento de la credibilidad hizo posible la aplicación de políticas anticíclicas en este episodio.

A nivel más general, si estos países no hubieran reducido las vulnerabilidades y fortalecido los marcos de política económica a lo largo de los años, el impacto de los shocks mundiales en el crecimiento de su producto muy probablemente habría sido más grave. Para ilustrar esta observación, aplicamos el modelo BVAR a los cinco países mencionados (AL5) en diferentes periodos: 1994–2002 y 1994–2008. Durante el primer subperíodo, estos países todavía estaban realizando reformas macroeconómicas críticas, en tanto que el segundo subperíodo logra captar mejor el fortalecimiento de la capacidad de resistencia ocurrido durante la década. El análisis pone de relieve dos hechos fundamentales:

Primero, los shocks externos efectivamente fueron más agudos en el período más reciente que en el pasado. Segundo, la sensibilidad del producto de estos países a los shocks externos disminuyó en los últimos años.

Magnitud de los shocks externos 1/*(Variación porcentual trimestral, excepto cuando indicado)*

	1994–02	1994–08
Demanda mundial	0.39	0.45
Diferencial de retornos de los bonos estadounidenses de alto rendimiento (puntos básicos)	73.81	108.20
Precios de las materias primas	3.86	5.46

Fuentes: Merrill Lynch y cálculos del personal técnico del FMI.

1/ Desviación estándar del residuo en el modelo del BVAR.

Respuesta del PIB en AL5 a un shock negativo de 1 por ciento a las variables externas 1/*(Variación inter-anual, cuatro trimestres después del shock)*

	1994–02	1994–08
Shock a:		
Demanda mundial	-1.87	-1.52
Diferencial de retornos de los bonos estadounidenses de alto rendimiento (puntos básicos)	-1.19	-0.84
Precios de las materias primas	-0.85	-0.68

Fuentes: Merrill Lynch y cálculos del personal técnico del FMI.

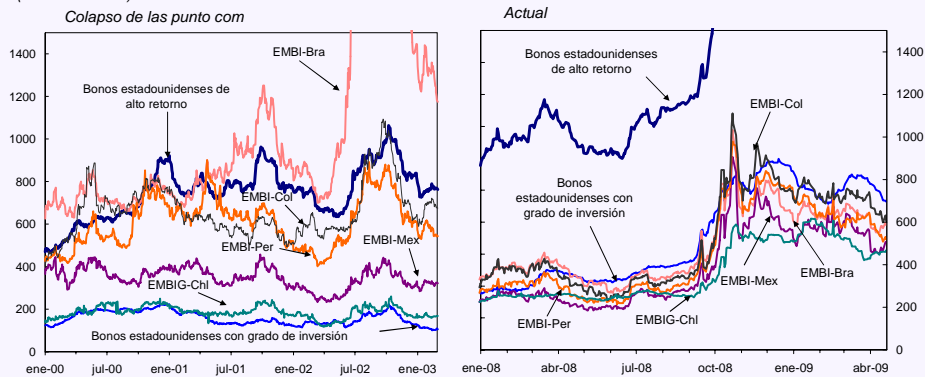
1/ Excepto en el precio de las materias primas, donde asumimos un shock del 10 por ciento. Incluye Brasil, Chile, Colombia, México, y Perú.

Recuadro 2.3 (conclusión)

Por ejemplo, en tanto que un shock de la demanda mundial equivalente a 1 por ciento habría causado una reducción de casi 2 por ciento en el crecimiento de las economías AL5 antes de que reforzaran su capacidad de resistencia, ahora el mismo shock seguramente reduciría el crecimiento en una cifra considerablemente inferior. Se registra el mismo tipo de resultado en el caso de shocks a las condiciones de financiamiento externo y de shocks a los precios de las materias primas.

En resumen, varios países de la región que habían fortalecido su resistencia a shocks externos se vieron duramente golpeados por la crisis financiera global porque los shocks externos que estos enfrentaron fueron especialmente fuertes. Sin embargo, si no hubieran mejorado significativamente sus marcos de política económica, sus balances y su credibilidad, sus pérdidas de producto probablemente habrían sido mayores que las observadas.

Diferenciales de retorno de bonos soberanos en AL vs. bonos estadounidenses de alto retorno y diferenciales de retorno de bonos con grado de inversión
(Puntos básicos)



Fuentes: Datastream, Bloomberg LLP; y cálculos del personal técnico del FMI.

... todavía con riesgos a la baja...

La crisis mundial plantea una combinación de shocks negativos sin precedentes desde los años 30 para la región de ALC. Con el objetivo de evaluar el impacto de los shocks externos, se actualizó el modelo BVAR regional para los países AL6⁵. El modelo capta los vínculos reales y financieros con la economía mundial y permite cuantificar los shocks a las condiciones financieras internacionales, la demanda externa y los precios de las materias primas. Históricamente, estos factores externos han explicado cerca del 50% al 60% de la variación del crecimiento a mediano plazo de las economías de AL6.

Como regla general, el modelo sugiere que el impacto de un shock de 1% en el crecimiento de los socios comerciales reduce el crecimiento regional en 1½% , incluidos los efectos rezagados después de 4 trimestres; un descenso del 10% en los precios de las materias primas reduce el crecimiento de la región en aproximadamente 0.7 puntos porcentuales, y las condiciones financieras externas más restrictivas, representadas por un aumento de 100 puntos básicos en el diferencial de valores de alto rendimiento de Estados Unidos, reducirán el crecimiento en alrededor de 0.8%.

En general, los riesgos a la baja continúan siendo importantes en las perspectivas para el crecimiento global y de ALC. Escenarios de mayor crecimiento mundial son posibles, pero el principal motivo de preocupación es que las políticas adoptadas podrían ser insuficientes para romper el círculo nocivo entre la actividad real y las condiciones financieras. En este contexto, las perspectivas consideran un escenario negativo para la economía mundial, con un crecimiento inferior en 1,7% al del escenario de referencia. Si

⁵ Se utiliza el modelo de crecimiento de autorregresión vectorial bayesiana (véase la edición de noviembre de 2007 de *Perspectivas económicas: Las Américas*, capítulo 3), correspondiente a los países de AL6 (Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México y Perú), que en su conjunto representan casi el 80% del producto regional.

se considera este escenario, con crecimiento mundial más bajo, el crecimiento de AL6 en 2009 disminuiría a un nivel de -3%, frente al -1,5% del escenario de referencia. Los resultados mostrados en este escenario alternativo responden al impacto del menor crecimiento mundial sobre los precios de las materias primas, y sobre las condiciones financieras tanto externas como internas.

... y la inflación sigue en descenso

El aumento de la brecha del producto y la caída de los precios de las materias primas ayudarán a aliviar las presiones inflacionarias en toda la región, y en la mayoría de los países la inflación descenderá. Para la región en su conjunto, se prevé que la inflación en el escenario de referencia caerá aproximadamente 2 puntos porcentuales, hasta casi 6% en 2009, y que la inflación, en la mayoría de los países, se ceñirá a los objetivos de las autoridades para el final de 2009. No obstante, en algunos casos la inflación permanecerá estancada en niveles de dos dígitos y podría incluso aumentar.

La posición fiscal y los balances externos probablemente se debilitarán

La fuerte desaceleración de la actividad económica y los volúmenes del comercio, así como también la caída de los precios de las materias primas, están afectando seriamente a los ingresos fiscales de los países de ALC. La coincidencia de esta desaceleración con un repunte del gasto discrecional, en algunos países, debilitará el superávit fiscal primario de la región, que caerá de aproximadamente el 3% del PIB en 2008 a alrededor del 0% del PIB en 2009 (gran parte de esta contracción provendrá del lado del ingreso, especialmente en los países exportadores de materias primas).

Sin embargo, la evolución de la posición fiscal variará mucho entre países. En algunos, se prevé que el crecimiento del gasto real supere al del producto potencial, lo que estimulará la demanda.

Este grupo incluye a Chile, donde se proyecta un aumento del gasto público primario real de más del 15% en 2009, respaldado por la utilización de los fondos acumulados durante los años de auge de los precios de las materias primas. Del otro lado del espectro, se proyecta una reducción del gasto público real en Ecuador y Venezuela en aproximadamente 10%.

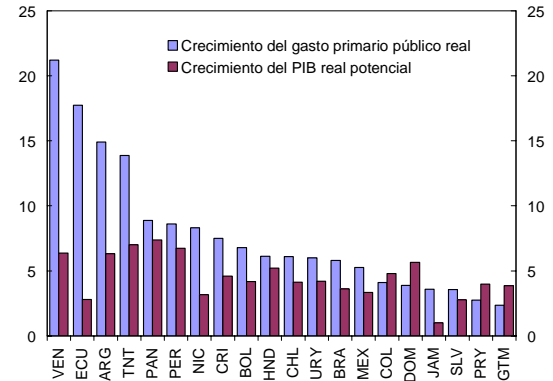
También se prevé un deterioro de la cuenta corriente de la balanza de pagos en la región. La caída será particularmente pronunciada en los otros países exportadores, donde se proyecta una reducción considerable en los superávits de cuenta corriente, que en algunos casos se convertirán en déficits. En el actual entorno mundial, el financiamiento de estos déficits no está asegurado, y a corto plazo podría requerir el uso de reservas internacionales a gran escala.

Según las estimaciones, los balances externos de los países exportadores de materias primas que aplican metas de inflación no variarán mucho con respecto a 2008 y, como ya se ha observado, las depreciaciones cambiarias desempeñarán un importante papel en la reorientación del gasto. Por último, se proyecta un aumento de los saldos en la cuenta corriente de la mayoría de los países importadores netos de materias primas, debido particularmente a la caída del costo total de las importaciones de petróleo, las que más que compensan el descenso de las remesas y de los ingresos por turismo.

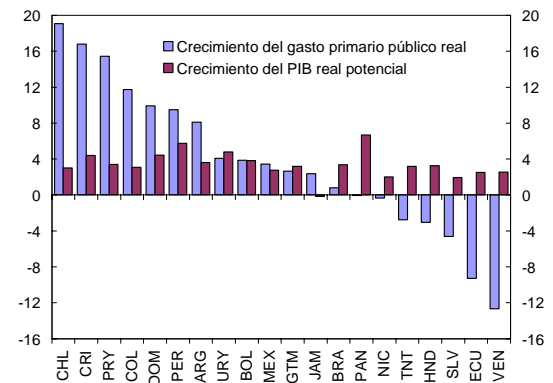
Se proyecta una fuerte caída de los flujos de financiamiento neto hacia la región en 2009, si bien estos se mantendrán en torno a los niveles observados al principio del decenio. Se prevé que las condiciones de crédito más restrictivas y la escasez de capital bancario en los mercados desarrollados reducirán el financiamiento comercial disponible para el sector corporativo. Se proyecta asimismo un descenso de la inversión extranjera directa, dadas las perspectivas menos favorables en los sectores productores de materias primas. En cambio, se prevé un repunte del

ALC: Gasto fiscal primario y PIB potencial
(Variación porcentual)

Promedio 2004–08

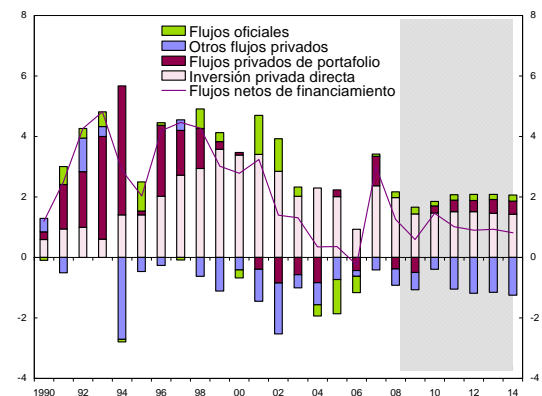


2009



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

Financiamiento de la balanza de pagos en América Latina y el Caribe
(Porcentaje del PIB)



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

financiamiento de fuentes oficiales, incluidos los organismos multilaterales.

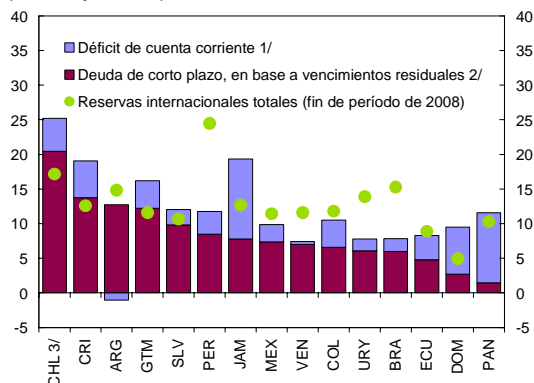
La región está mejor preparada pero persisten vulnerabilidades

La región ha mejorado su capacidad de resistencia a los shocks externos en los últimos años (gráfico 2.1). Las vulnerabilidades externas han disminuido y los países han acumulado importantes reservas internacionales durante casi todo el año 2008. La deuda pública ha sido reducida y ha mejorado su composición, y en muchos países la política fiscal se ha vuelto más creíble. Los lineamientos de política monetaria también han mejorado, mientras que la flexibilidad de los tipos de cambio ha sido clave para amortiguar los efectos de los shocks. Los patrimonios están menos expuestos al riesgo de depreciación cambiaria. El sector financiero se mantiene adecuadamente capitalizado y rentable, y se han logrado avances importantes para mejorar la regulación y supervisión. A pesar de estos mecanismos de protección, la profundidad, el alcance y la duración de los shocks externos que golpean a la región no tienen precedentes.

En un contexto de condiciones de financiamiento externo restrictivas, debe vigilarse atentamente los crecientes déficits de cuenta corriente y la caída de los activos externos. A finales de 2008, las reservas internacionales superaban el 10% del PIB en muchos países, igualando o sobrepasando la deuda externa exigible de corto plazo. Estos porcentajes se sitúan muy por encima de los registrados en episodios anteriores de shocks externos, incluida la crisis de Asia y el colapso en los precios de las acciones del sector tecnológico. No obstante, en varios países las reservas se sitúan por debajo de las necesidades totales de financiamiento externo (es decir, los déficits en cuenta corriente más la deuda a corto plazo). Además, estos cálculos de cobertura de reservas a nivel de toda la economía pueden ocultar importantes diferencias entre los sectores

Cobertura de los requerimientos totales de financiamiento externo de 2009

(Porcentaje del PIB)



Source: Cálculos del personal técnico del FMI.

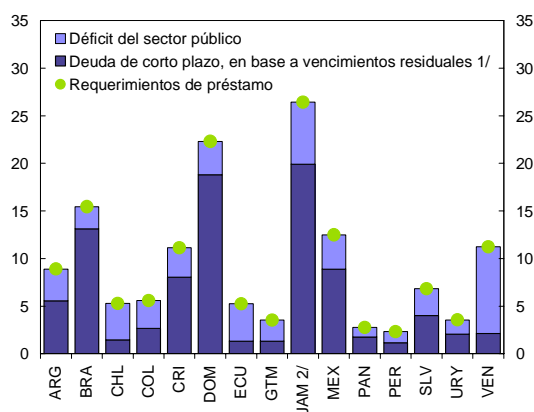
1/ Déficit de cuenta corriente proyectado para 2009 (los valores positivos indican un déficit).

2/ El monto de la deuda de corto plazo incluye amortización de mediano y largo plazo proyectada para 2009.

3/ Las reservas oficiales no incluyen fondos soberanos de riqueza. En el caso de Chile, tales fondos excedieron el 13 por ciento del PIB a fin de periodo de 2008.

Requerimientos de financiamiento del sector público

(Porcentaje del PIB)



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

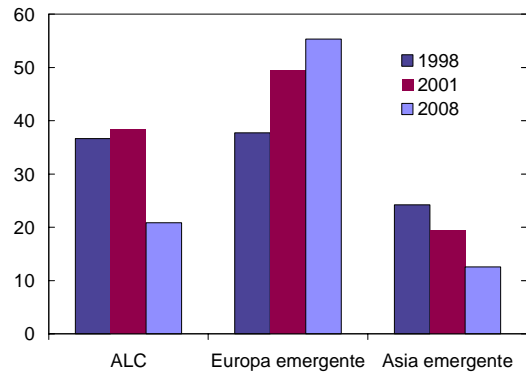
1/ El monto de la deuda de corto plazo incluye amortización de mediano y largo plazo proyectada para 2009.

2/ Incluye gobierno central solamente.

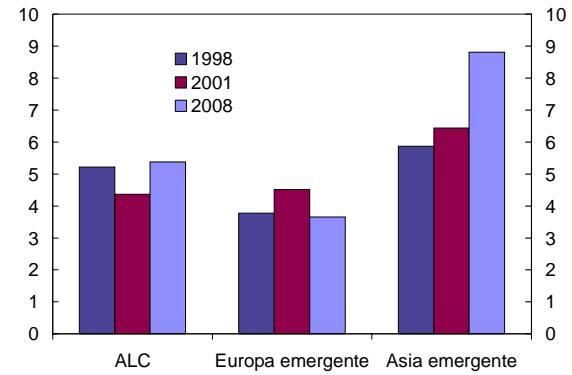
Gráfico 2.1. América Latina y el Caribe: Fuentes de resistencia

Los indicadores macroprudenciales de la región han mejorado desde la desaceleración mundial registrada en 2001-02. La deuda externa ha descendido, mientras que la cobertura de las reservas internacionales se encuentra en un nivel más cómodo. El fortalecimiento de los marcos de políticas ha contribuido a mejorar la situación fiscal, reducir la inflación e impulsar el crecimiento. En el sector corporativo, las instituciones financieras y no financieras han reducido su exposición patrimonial frente a los shocks cambiarios.

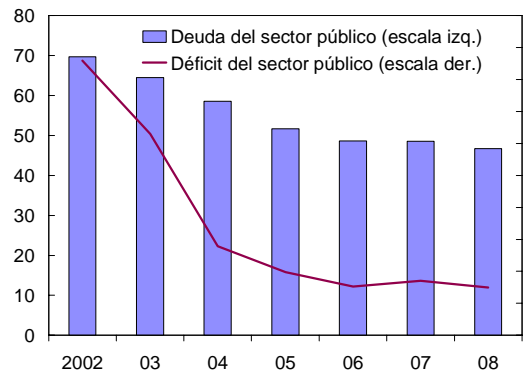
Deuda externa total
(Porcentaje del PIB)



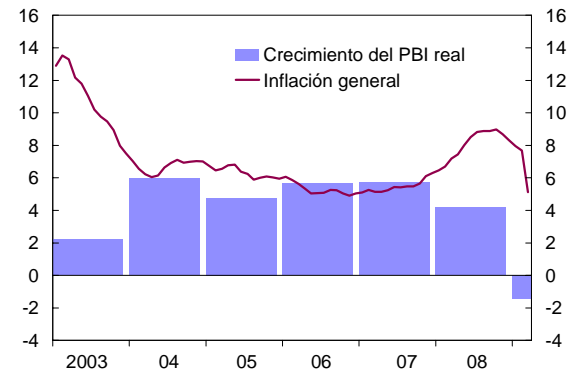
Reservas internacionales
(Meses de importaciones)



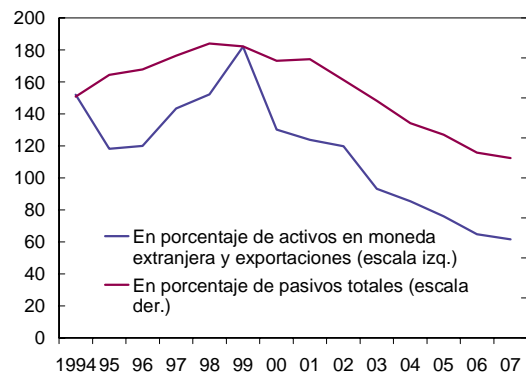
Indicadores fiscales
(Porcentaje del PIB)



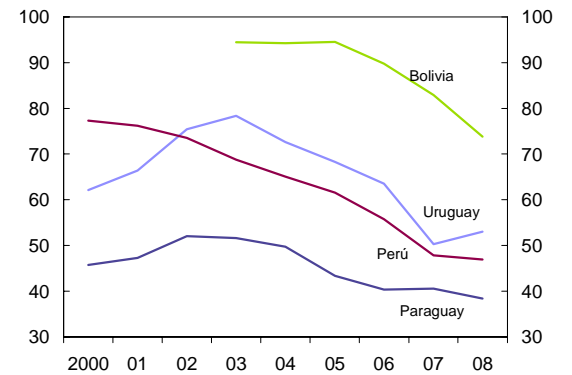
Inflación y crecimiento
(Variación porcentual en 12 meses)



Pasivos en moneda extranjera de las empresas



Dolarización del crédito
(Porcentaje del crédito bancario al sector privado)



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

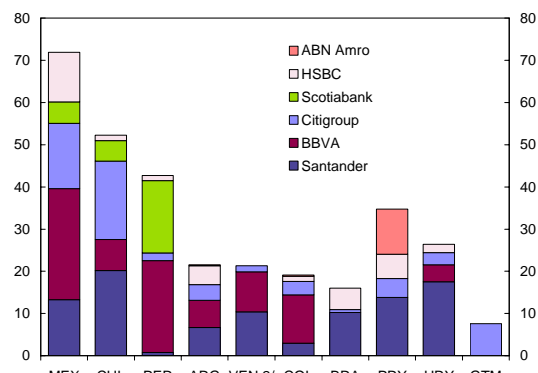
público y privado. Así, hay casos en los que casi toda la liquidez en moneda extranjera está en manos del sector público, mientras que el financiamiento externo y las necesidades de renovación de créditos pueden estar concentradas en el sector privado. De hecho, las empresas de varios países enfrentan mayores necesidades de renovación de créditos en 2009 que en 2008.

La preocupación por el financiamiento también afecta a aquellos países en los cuales las necesidades del sector público aún son significativas. En general, el sector público está más protegido ahora ante un shock externo que en el pasado. Por ejemplo, los países que aplican metas de inflación han reducido fuertemente la exposición de la deuda pública a los riesgos cambiarios. En algunos países el sector público se beneficiará de la depreciación del tipo de cambio. Sin embargo, esto ha ocurrido algunas veces a expensas de una reducción del plazo de vencimiento de la deuda, lo que aumenta el riesgo de refinanciación. Por ejemplo, las necesidades de financiamiento público son particularmente elevadas en Brasil, Jamaica, la República Dominicana y los países de la Unión Monetaria del Caribe Oriental.

Además, existen riesgos fiscales debido a la dependencia de varias economías de los ingresos generados por las materias primas. El análisis del personal técnico del FMI parece indicar que la sensibilidad de los ingresos fiscales a las variaciones de precios de las materias primas se ha intensificado en varios países durante el reciente período de auge en precios. Esta situación expone a los países exportadores de materias primas al riesgo de pérdidas significativas de ingresos si los precios de las materias primas caen aún más, lo que agravaría las presiones sobre las necesidades de financiamiento o exigiría una rápida contracción del gasto público o una utilización de activos financieros (recuadro 2.4).

Fración de los depósitos en subsidiarias de los bancos extranjeros 1/

(Porcentaje del total de depósitos del sistema bancario, fin de 2008)



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

1/ Incluye seis de los principales bancos extranjeros con presencia global. En algunos países, la fracción efectiva de la propiedad extranjera de los bancos podría ser mayor debido a la presencia de otros bancos internacionales y regionales.
2/ Pasivos de bancos extranjeros en porcentaje del total de pasivos del sistema bancario.

Con respecto al sistema financiero, la región de ALC ha resistido razonablemente bien a los shocks externos hasta el momento, pero aún queda camino por recorrer (capítulo 3). La exposición a los productos financieros estructurados relacionados con las hipotecas de alto riesgo u otros activos tóxicos ha sido limitada. Sin embargo, el rápido deterioro del entorno macroeconómico incrementará los riesgos de crédito, poniendo a prueba la capacidad de resistencia de los sistemas bancarios.

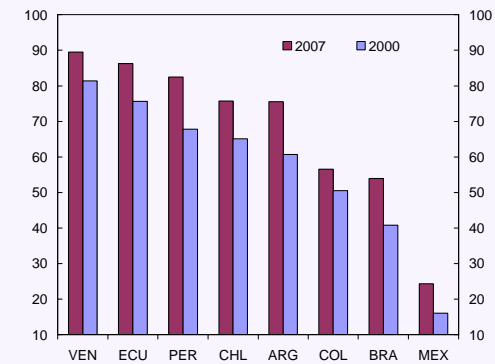
Asimismo, los bancos internacionales desempeñan un papel importante en los sistemas financieros de ALC. A medida que acumulan pérdidas, estos bancos podrían reevaluar sus posiciones externas y reducir su presencia en los mercados emergentes, lo que podría crear mayores presiones de liquidez en esta región. No obstante, cabe señalar que los bancos extranjeros que operan en ALC se han basado primordialmente en los depósitos locales para financiar el crédito interno, a diferencia de lo ocurrido en los bancos en las economías emergentes de Europa, por ejemplo, que han dependido crecientemente del ingreso de capitales externos. Además, las regulaciones prudenciales en muchos países han

Recuadro 2.4. ¿Ahorrar para tiempos difíciles? La sensibilidad de las finanzas públicas de ALC al precio de las materias primas

La fuerte caída en los precios de las materias primas en los últimos meses ha despertado ciertas inquietudes con respecto a su impacto en las finanzas públicas en ALC. Por casi cinco años, el progresivo aumento de dichos precios aumentó los ingresos tributarios, e impulsó la inversión extranjera directa y la actividad económica en muchos países de América Latina. Mientras que algunos gobiernos de la región ahorraron una gran parte de estos ingresos y acumularon activos financieros, otros usaron el ingreso extraordinario para aumentar el gasto público. Sin embargo, la reciente caída del precio de las materias primas y el comercio internacional han afectado seriamente a los países que son exportadores netos de estos productos. Por consiguiente, en muchos países de la región han surgido presiones sobre las finanzas públicas.

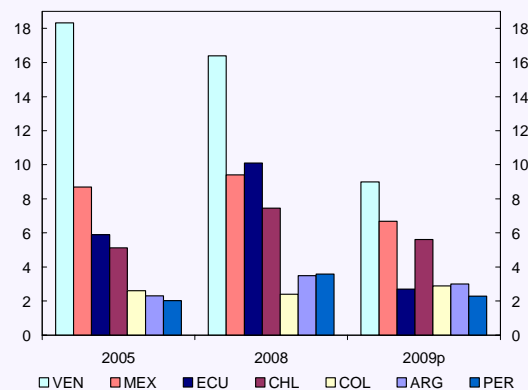
En este recuadro se presentan estimaciones de la sensibilidad de las variables fiscales a las fluctuaciones en los precios de las materias primas para un grupo de países que son exportadores netos de estos productos. El análisis se basa en indicadores fiscales trimestrales correspondientes al período 1995–2008. Los datos incluyen también índices de precios de exportación de materias primas específicos para cada país, que resultan de considerar los precios de los productos particulares exportados por cada país (para lo que se analizan 44 productos) y la proporción que le corresponde a cada producto en las exportaciones del país de que se trate. Para estimar el efecto de las variaciones en el precio de las materias primas sobre las variables fiscales, se efectuó una regresión entre las variaciones interanuales del ingreso fiscal y el gasto primario, con las fluctuaciones del precio de las materias primas, controlando por las variaciones en el PIB¹. Esto implica que estas regresiones sólo miden el efecto directo de las fluctuaciones de precios, es decir, no registran su impacto indirecto a través de su (posible) efecto en el PIB real. A fin de corregir por ajustes de las respuestas fiscales a lo largo del tiempo (debido, por ejemplo, a cambios de la estructura tributaria o la aplicación de reglas fiscales), se estimaron regresiones móviles en períodos de 20 trimestres (5 años). En los diagramas de dispersión se

Las exportaciones de materias primas han aumentado
(Porcentaje del valor de las exportaciones de bienes y servicios)



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

Ingresos fiscales asociados a materias primas
(Porcentaje del PIB)



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: Este recuadro fue preparado por Gabriel Di Bella, Herman Kamil y Leandro Medina.

¹ Todas las variables se expresan en términos reales y en moneda nacional. Ambas variables explicativas tienen un rezago de un período. Los coeficientes estimados registran los efectos netos: por ejemplo, el gobierno mexicano, además de importar hidrocarburos, los exporta.

Recuadro 2.4 (continúa de la página anterior)

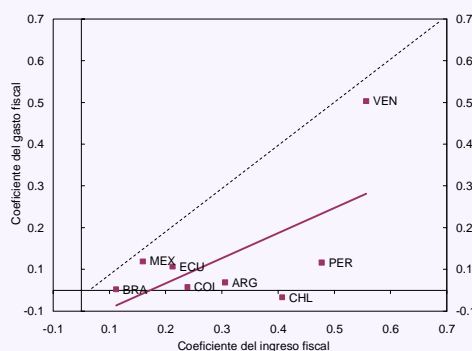
indican los coeficientes estimados para cada país correspondientes a los períodos que finalizan en diciembre de 2005 y diciembre de 2008. Los valores más altos indican una mayor sensibilidad del ingreso y/o el gasto fiscal a las variaciones del precio de las materias primas. Los gráficos permiten hacer comparaciones entre los países así como comparaciones específicas para cada país a lo largo del tiempo.

Los resultados indican lo siguiente:

- Las variaciones de precios de las materias primas tienen un impacto especialmente fuerte en el ingreso fiscal en Chile, Ecuador, Perú y Venezuela, acorde con la gran importancia del sector extractivo en esas economías. Los ingresos fiscales relacionados con las materias primas son especialmente cuantiosos en Venezuela y Ecuador, donde las empresas petroleras son de propiedad totalmente estatal y los hidrocarburos constituyen una proporción importante de las exportaciones y el PIB. En Chile, una gran proporción del cobre producido sigue siendo extraído por una empresa estatal. La sensibilidad del ingreso fiscal en Argentina, Colombia y México se sitúa en un rango intermedio, siendo mayor en Argentina y menor en México. En el caso de Argentina, la mayor sensibilidad de los ingresos fiscales en el período más reciente podría deberse a cambios de política que provocaron un aumento del ingreso tributario proveniente del sector exportador, y al mayor volumen de producción de soja. En el caso de México, aunque los ingresos fiscales relacionados con el petróleo son relativamente elevados, una gran proporción está vinculada con las ventas internas a precios regulados, de modo que esos ingresos son menos sensibles a las fluctuaciones de los precios internacionales. Esta menor sensibilidad podría también deberse a las políticas de cobertura con instrumentos de derivados como protección frente a la volatilidad de los precios del petróleo. Los ingresos fiscales de Brasil tienen la menor sensibilidad, debido a que sus exportaciones están más diversificadas y a que los precios de las materias primas que el país exporta son relativamente más estables.

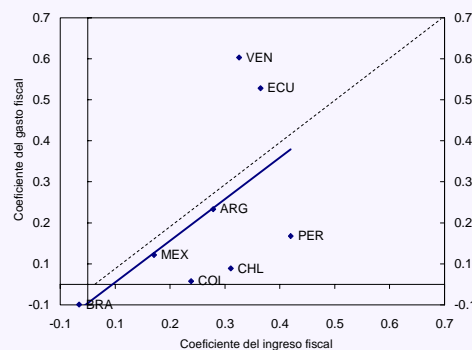
- También existen importantes diferencias entre los países en cuanto a la sensibilidad del gasto fiscal primario a las variaciones de precios de las materias primas. Las diferencias entre países tuvieron como

Sensibilidad de los ingresos y gastos fiscales al cambio en el precio de las materias primas
(Coeficiente anual, 2005)



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

Sensibilidad de los ingresos y gastos fiscales al cambio en el precio de las materias primas
(Coeficiente anual, 2008)



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

Recuadro 2.4 (conclusión)

principal causa la implementación (o la falta de implementación) de reglas fiscales (formales o informales), aunque los diferentes niveles de rigidez presupuestaria, así como la diversidad de sistemas de gestión financiera pública, probablemente también hayan sido factores importantes.

- Curiosamente, parece existir una relación de correspondencia entre el nivel de sensibilidad del gasto y el del ingreso a las variaciones en los precios de las materias primas. Además, esta relación ha ido adquiriendo fuerza más recientemente (es decir, los puntos en el diagrama de dispersión se acercaron a la línea de 45 grados), especialmente en Argentina, Ecuador y Venezuela. En los dos últimos países, la sensibilidad del gasto sobrepasó incluso la del ingreso en 2008. Una excepción notable es Chile, donde la sensibilidad del ingreso es bastante elevada pero la del gasto es sumamente baja, debido a la aplicación de una regla de política fiscal que permite ahorrar una gran proporción de los ingresos extraordinarios derivados de las materias primas. En Colombia y Perú la sensibilidad del gasto también es menor que la del ingreso. El bajo nivel de sensibilidad del gasto en Brasil es consistente con una menor sensibilidad de los ingresos, aunque también podría indicar que el precio de las materias primas influye en los ingresos y el gasto indirectamente, es decir, a través de su efecto en el PIB.

El comportamiento procíclico en el pasado por parte de algunos países podría limitar sus opciones de política en el futuro. Dado el carácter transitorio de los aumentos del ingreso causados por el fuerte incremento del precio de las materias primas en el período reciente, los países en donde el ingreso vinculado a esos productos es considerable y que además pusieron en práctica políticas fiscales procíclicas durante el auge, estarían en condiciones relativamente más precarias para aplicar políticas fiscales anticíclicas ahora que los precios se han reducido. Los saldos primarios podrían convertirse rápidamente en un déficit si no se controla el gasto y el aumento cíclico de la recaudación desaparece. La imposibilidad de implementar políticas anticíclicas se vería exacerbada por la falta de acceso a los mercados internacionales y el surgimiento de condiciones más restrictivas en los mercados internos.

Las fuertes fluctuaciones de precios de las materias primas confirman la necesidad de administrar prudentemente los ingresos extraordinarios derivados de dichos productos. Para mitigar el impacto de las fluctuaciones de los términos de intercambio sobre el saldo fiscal, el presupuesto debería formularse en un marco de mediano a largo plazo que utiliza estimaciones de los precios de las materias primas a largo plazo. Esto ayudaría a evitar presiones sobre el gasto durante los períodos de auge, pues por razones de economía política podría ser difícil frenar el gasto cuando los precios se reducen. Los fondos de estabilización integrados en el proceso presupuestario (como los de Chile y México) pueden servir para administrar los ingresos extraordinarios, que deberían invertirse conforme a principios prudentes y en monedas que provean una cobertura natural frente a las fluctuaciones de precios de las materias primas. Los resultados exponen también las ventajas de aplicar reglas fiscales eficaces que, como en el caso de Chile, reducen la vulnerabilidad de las finanzas públicas frente a las fluctuaciones mundiales de los precios. La experiencia internacional indica que las reglas sobre gastos pueden ser útiles, aunque deben estar respaldadas con un amplio consenso político, políticas de ingresos coherentes y, en ciertos casos, una reforma del gasto.

limitado la exposición directa de los bancos a depreciaciones cambiarias y la exposición indirecta a descalces de monedas de los prestatarios⁶.

Desafíos de política: Facilitar un ajuste ordenado ante los shocks externos y limitar las caídas en el producto y el empleo

Se prevé que el proceso de desapalancamiento continuará durante algún tiempo, y que actuará en forma selectiva, es decir, que las instituciones financieras de los países avanzados tenderán a reducir mucho más, en términos relativos, sus posiciones frente a los países de mercados emergentes. Este proceso podría no resultar fácil, y los países de mercados emergentes podrían verse afectados por una nueva ola de presiones financieras.

El desafío para los gobiernos de ALC consistirá en facilitar un ajuste ordenado, limitando la interacción nociva entre el sector financiero y el sector real, y minimizando las consiguientes pérdidas de producto y de empleo. La reconstrucción de los balances ha sido un aspecto fundamental para reforzar la capacidad de resistencia a los shocks, y la desaceleración será menos pronunciada si se logra mantener la confianza en los lineamientos de política económica.

En comparación con las economías avanzadas, los países de la región enfrentan mayores limitaciones al aplicar políticas macroeconómicas anticíclicas. Estos países no poseen una “moneda de reserva”, ni gozan de la misma percepción de credibilidad a largo plazo. Las economías de la región mejor preparadas tienen más margen de maniobra que en el pasado, pero también se ven sujetas en cierta medida a limitaciones.

⁶ No obstante, como se menciona, algunas empresas en Brasil y México a finales de 2008 registraron importantes pérdidas debido a las posiciones en contratos de derivados sin cobertura que estaban registrados fuera del balance.

En este contexto, las instituciones financieras internacionales deben desempeñar un papel fundamental. Concretamente, el FMI puede ayudar a coordinar las respuestas de política macroeconómica a la crisis mundial para evitar los efectos negativos en terceros países de las políticas aplicadas a nivel nacional. El financiamiento del FMI puede contribuir a mitigar los costos sociales y económicos de los shocks globales, especialmente si la asistencia se solicita con prontitud. También puede reducir las presiones sobre el sector externo, ampliando la capacidad de aplicar una política monetaria más expansiva.

El FMI tiene un abanico de instrumentos que pueden adaptarse a las necesidades y circunstancias de cada país. Por ejemplo, varios países de América Central (Costa Rica, El Salvador y Guatemala) han firmado importantes acuerdos de carácter precautorio con el FMI con el fin de reducir la incertidumbre y reforzar la confianza. En el Caribe, varios países han solicitado financiamiento al FMI o han aumentado el monto de los acuerdos vigentes (anexo 2.5). Por último, el FMI ha invitado a los países de sólido desempeño económico, que podrían llegar a tener dificultades para obtener financiamiento en los mercados financieros, a utilizar la nueva Línea de Crédito Flexible para apuntalar la confianza internacional. Colombia y México han respondido a esta invitación y el Directorio ha aprobado o está por considerar acuerdos en el marco de este nuevo instrumento.

Políticas de estabilización financiera

Los sistemas financieros de América Latina han resistido relativamente bien la crisis mundial hasta el momento, en parte gracias a la limitada exposición directa a productos financieros estructurados y a activos tóxicos. Esta capacidad de resistencia obedece asimismo al fortalecimiento de los marcos de política económica y de supervisión. No obstante, las repercusiones financieras de la crisis mundial y el empeoramiento de las perspectivas macroeconómicas globales siguen poniendo a

prueba los sistemas financieros de ALC. Uno de los principales desafíos será limitar los efectos negativos del círculo vicioso creado entre el sector real y el financiero.

La atención inmediata debe centrarse en un monitoreo cercano y una supervisión directa sobre los acontecimientos de alta frecuencia. Es clave adoptar sistemas de alerta temprana que detecten y corrijan problemas en las instituciones financieras que podrían llegar a tener un alcance sistémico. También es importante avanzar en el fortalecimiento de estrategias para el manejo de eventuales crisis, redes de seguridad financiera y mecanismos de resolución bancaria. Ello puede implicar la preparación de planes de contingencia para un eventual escenario más pesimista y la identificación de las reformas necesarias en los regímenes jurídicos y regulatorios. Podría afirmarse que uno de los principales temas de la agenda de algunos países de América Latina consiste en otorgar a los supervisores la facultad jurídica de actuar en nombre de la estabilidad financiera del país. Asimismo, las autoridades supervisoras deberían tener acceso a una base de información más amplia, que incluya las operaciones fuera del balance de los bancos, el endeudamiento de los hogares, la exposición de las empresas a través de contratos de derivados, los precios de inmuebles y los valores de otros bienes utilizados como garantías.

Política monetaria y cambiaria

La política monetaria, y las políticas del banco central a nivel más general, se han orientado a mantener un entorno ordenado en los mercados financieros y a respaldar la actividad económica, mediante medidas tales como el establecimiento de líneas de crédito en moneda extranjera para contrarrestar la reducción del crédito externo.

Con el respaldo de una trayectoria más sólida de lucha contra la inflación, las autoridades de los países que aplican metas de inflación adoptaron acertadamente políticas más expansivas cuando se observó claramente que la desaceleración de la

actividad económica y la caída de los precios de los alimentos y los combustibles ejercerían eventualmente importantes presiones a la baja sobre la inflación y las expectativas de inflación. En estos países, la flexibilidad de los tipos de cambio también ha contribuido de manera decisiva a amortiguar los efectos de los shocks externos.

De cara al futuro, el margen de maniobra para la aplicación de una política monetaria más expansiva dependerá en gran parte de la credibilidad de política económica acumulada a lo largo del tiempo. La aplicación de una política monetaria aún más expansiva podría ser justificada en algunos países, si se mantiene la flexibilidad del tipo de cambio y las expectativas de inflación permanecen debidamente ancladas. Los esfuerzos de los bancos centrales por destrabar los mercados financieros pueden adoptar un amplio abanico de modalidades, según la estructura financiera y otras circunstancias del país. En general, es conveniente que estas operaciones no convencionales se realicen de forma neutral, es decir, sin favorecer a ciertos sectores económicos o empresas.

En cambio, el margen de maniobra para adoptar una política monetaria más expansiva es mucho menor en aquellos países en los que la inflación se mantiene en niveles elevados o han adoptado un régimen de tipo de cambio fijo, o en aquellos donde los balances no están adecuadamente preparados para una depreciación cambiaria. En estos países, es conveniente actuar con cautela para evitar políticas monetarias excesivamente expansivas que puedan socavar la confianza.

Política fiscal

La crisis mundial está afectando fuertemente a las finanzas públicas en todos los países de la región de ALC. Los ingresos fiscales están disminuyendo debido a la desaceleración de la actividad económica y a la caída de los precios de las materias primas y de los activos. Asimismo, muchos países están formulando políticas de

expansión del gasto público, lo que debilitará aún más las posiciones fiscales en los próximos años.

En principio sería conveniente aplicar una política fiscal anticíclica para reducir el riesgo de una desaceleración económica prolongada. Sin embargo, el margen para aplicar medidas de estímulo fiscal varía según el país, y deben evaluarse detenidamente las ventajas e inconvenientes en cada caso. Las condiciones de financiamiento para los mercados emergentes seguirán siendo restrictivas, y podrían empeorar aún más, lo que limitará el margen para una expansión fiscal. Además, si se considera que el estímulo fiscal puede poner en peligro a la sostenibilidad, podría provocar una reacción negativa del mercado, lo que podría socavar la estabilidad y complicar aún más la posición fiscal y las perspectivas de crecimiento. También es importante mantener una estrecha coordinación entre la política monetaria y la política fiscal (recuadro 2.5).

En este sentido, los países de la región de ALC enfrentan limitaciones diferentes. El espacio fiscal es obviamente más amplio en los países que reforzaron sus marcos fiscales en los últimos años, fortalecieron su credibilidad durante el período de precios altos de las materias primas y redujeron sus vulnerabilidades. De hecho, los mercados han marcado diferencias entre los países, y los diferenciales de bonos soberanos aumentaron menos en los países que han sido prudentes durante la fase expansiva del ciclo económico. No obstante, incluso para estos países, las condiciones financieras actuales son más restrictivas, lo cual aumenta la incertidumbre con respecto al futuro. En estas circunstancias, es posible que algunos países deban moderar sus medidas de estímulo fiscal este año, dejando margen para mantener el estímulo en 2010.

A fin de asegurar la solvencia fiscal y evitar una reacción adversa de los mercados que afecte la confianza, convendría tener en cuenta tres condiciones particularmente importantes: i) el estímulo fiscal debe ser realmente transitorio y

bien focalizado, ii) los marcos fiscales a mediano plazo deben explícitamente comprometer al gobierno a una corrección fiscal cuando las condiciones económicas mejoren y iii) deben implementarse reformas estructurales para reforzar el crecimiento y, por lo tanto las perspectivas de los ingresos fiscales a mediano plazo.

Algunos países de la región enfrentan serias restricciones para financiar el estímulo fiscal de forma sostenible. Algunos, especialmente los del Caribe, están ya enfrentando niveles de deuda pública elevados. En muchos de los países exportadores de materias primas que no aplican metas de inflación se prevén considerables pérdidas de ingresos debido a la caída de precios de las materias primas y se proyecta un deterioro de los saldos fiscales por un margen significativo en 2009–10. Además, para estos países las condiciones de financiamiento son mucho más difíciles. A corto plazo, la utilización de las reservas internacionales puede cubrir el déficit de financiamiento, y ésta es de hecho la estrategia adoptada por algunos países. No obstante, la sostenibilidad de esta estrategia es dudosa, especialmente si la desaceleración económica y el deterioro de los términos de intercambio son prolongados. Otras estrategias de financiamiento *ad hoc* pueden agravar los problemas de credibilidad y poner en peligro la sostenibilidad fiscal. En algunos de estos países, las circunstancias pueden exigir contener, e incluso recortar significativamente el gasto a pesar del efecto desfavorable de esta medida en la demanda interna.

Políticas sociales

La crisis mundial y su impacto en la región ya golpean a los grupos más vulnerables. El debilitamiento de las remesas y de las perspectivas del turismo está afectando mucho más a los países de bajo ingreso de la región. Además, la

Recuadro 2.5. Políticas fiscales anticíclicas en marcos alternativos de política monetaria

El FMI ha recomendado que los países usen la política fiscal para tratar de suavizar los efectos de la recesión mundial, en la medida en que cada país tenga espacio para hacerlo con éxito. Como la distensión fiscal tiene el potencial de mitigar las pérdidas de producto y de empleo, muchos países exploran hoy la factibilidad y eficacia de esa alternativa. Ya se están aplicando políticas fiscales anticíclicas en muchas economías avanzadas y también en América Latina.

Se ha analizado mucho la factibilidad de las políticas fiscales anticíclicas y la posibilidad de que la distensión fiscal resulte ineficaz o incluso contraproducente en algunas circunstancias. La factibilidad de esas políticas en cada país dependerá de cuáles sean el balance fiscal preexistente, el nivel y las necesidades de refinanciar deuda pública y las posibilidades de refinanciamiento, factores que varían ampliamente entre los diversos países de América Latina. También depende de la percepción que exista acerca de la credibilidad del gobierno para implementar una política fiscal sostenible. De hecho, la aplicación de una política fiscal expansiva podría ser contraproducente durante una recesión en los países muy endeudados o en aquellos cuyas políticas carecen de credibilidad. El relajamiento de la posición fiscal durante una caída de la economía exige luego un ajuste en momentos de auge; el compromiso de hacerlo puede ser suficiente para mantener la confianza durante una recesión en los países que gozan de un buen historial en materia de implementación de políticas. En otros países, los inversionistas pueden mostrarse escépticos ante una relajación de la posición fiscal, si les preocupa que el gobierno no logre endurecerla en el futuro y finalmente sea mayor la probabilidad de que éste caiga en cesación de pagos. Esto puede determinar un alza de las tasas de interés, la que a su vez quizá deprima la demanda del sector privado. Por lo tanto, la aplicación de una política fiscal anticíclica podría terminar siendo ineficaz o bien procíclica. Este tema fue estudiado en la edición de abril de 2008 de *Perspectivas*¹.

Otro aspecto importante es la interacción entre las políticas fiscales anticíclicas y el régimen de política monetaria de un país. Para analizarlo, se utiliza una versión del modelo monetario y fiscal integrado mundial (GIMF, por sus siglas en inglés), desarrollado por el FMI (Kumhof y Laxton, 2007). La estructura de este modelo prevé que una política fiscal anticíclica es factible: puede compensar (parcialmente) el efecto en el producto de un colapso de la demanda externa y un aumento del costo del financiamiento externo. El modelo está calibrado para representar las interacciones entre una economía grande (por ejemplo, Estados Unidos o todas las economías avanzadas en su conjunto) y una economía más pequeña de América Latina. En el análisis se estudian los efectos que ejerce en la economía pequeña un escenario asociado con tensiones financieras en la economía grande que limita los fondos disponibles para la inversión y eleva la prima por riesgo. Este shock genera una pronunciada brecha del producto, un descenso de la inflación y tasas de interés más bajas en la economía grande, lo que a su vez determina una fuerte reducción de las perspectivas de crecimiento de la economía pequeña. El impacto macroeconómico en esta última, no obstante, dependerá en parte de las políticas fiscal y monetaria en vigor.

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

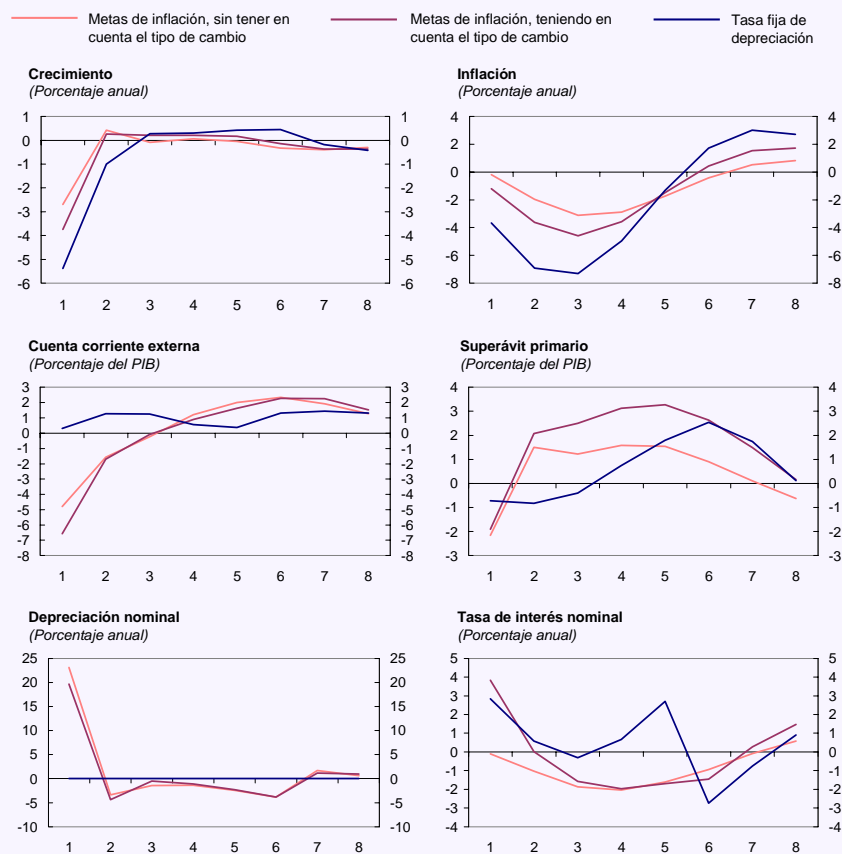
¹ Véase el recuadro 1.6 de la edición de abril de 2008 de *Perspectivas económicas: Las Américas*. Además, Clements *et al.* (2009) y Leigh (2008 y 2009) han calibrado el modelo GIMF para aplicarlo a los casos de Colombia y Perú como países exportadores de materias primas y lo emplean para comparar una orientación de política fiscal neutral con una política fiscal procíclica sometida a una regla de equilibrio presupuestario en un país que fija metas de inflación. También estudian la reacción de la política fiscal ante diversos tipos de shocks, como la falta de financiamiento disponible y la dinámica de auge y caída.

Recuadro 2.5 (continúa de la página anterior)

Para ilustrar el papel que cumple la política monetaria como factor de refuerzo de las iniciativas fiscales anticíclicas, se analiza el efecto del escenario de tensión mundial y las políticas fiscales anticíclicas en tres marcos de política monetaria: i) un sistema de metas de inflación y libre flotación cambiaria, ii) un sistema de metas de inflación en el que se presta atención al tipo de cambio y iii) un sistema de paridad cambiaria móvil. En el primer caso se comparan los efectos de una regla de déficit global constante con la regla de la política impositiva y de gasto anticíclica como en el estudio de Kumhof y Laxton (2007)². Posteriormente, la regla de política anticíclica también exige un importante esfuerzo de contracción fiscal. El principal resultado es

Impacto del contagio internacional sobre una economía que aplica una regla de política fiscal anticíclica en distintos marcos de política monetaria

(Desviaciones con respecto al estado estable en cada régimen)



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

² La regla del déficit global constante considerada aquí también fija el consumo e inversión públicas como porcentajes fijos del PIB, mientras que los impuestos se ajustan para mantener el déficit global constante dadas las variaciones del gasto por intereses. La regla de política fiscal anticíclica aumenta el gasto público durante una recesión al tiempo que se ajustan los impuestos para garantizar la sostenibilidad de la deuda a mediano plazo.

Recuadro 2.5 (conclusión)

que la recesión puede ser peor en los países con menor flexibilidad cambiaria dada la interacción compleja entre las reglas de política monetaria y fiscal (véase el gráfico). Tres observaciones permiten extraer algunas conclusiones intuitivas. Primero, en comparación con los países donde rige un sistema puro de metas de inflación y que reaccionan ante la evolución de la inflación y la brecha del producto, las tasas de interés de los países que tienen una flexibilidad cambiaria limitada tienden a ser más altas porque estos países también deben enfrentar presiones que impulsan una depreciación de la moneda. Segundo, la pérdida de producto es menor en los países que fijan metas de inflación sin descuidar el tipo de cambio que en aquellos que aplican una paridad móvil porque la depreciación de su moneda permite proteger a los sectores exportadores frente al colapso de la demanda externa. Por último, la aplicación de una misma regla de política fiscal puede tener resultados diferentes en el balance fiscal según el marco de política monetaria vigente, dadas las diferentes trayectorias de equilibrio del producto, las tasas de interés y los tipos de cambio. En el análisis comentado, los países que fijan metas de inflación pueden proporcionar un mayor estímulo fiscal inicial medido en términos de un mayor déficit primario, a costa de tener que obtener mayores superávits primarios en el futuro. Este mayor estímulo fiscal al inicio, combinado con las menores tasas de interés y la mayor debilidad del tipo de cambio, también contribuye al logro de un mayor crecimiento. Es importante que exista una estrecha coordinación entre las políticas monetaria y fiscal, especialmente en momentos de tensión, para que se tomen en consideración las interacciones entre ambas al diseñar la respuesta de política a un determinado shock macroeconómico.

desaceleración generalizada de la actividad económica se ha traducido en un incremento del desempleo y pérdidas de puestos de trabajo, y una migración del empleo formal al sector informal. La desaceleración del crecimiento y el aumento de la desigualdad, junto con los altos precios de los alimentos durante la mayor parte del pasado año, pueden poner en peligro los avances logrados en la reducción de la pobreza en la región.

Es alentador que muchos países ya hayan adoptado medidas para reforzar los sistemas de seguro de desempleo. Estas medidas ayudarán a mitigar los efectos de la interacción negativa entre el sector financiero y el sector real. No obstante, en muchos países los sistemas de seguro de desempleo tienen una cobertura limitada y no llegan a los hogares más pobres, ya que estos participan generalmente en los mercados de trabajo informales. En este contexto, ahora más que nunca es importante preservar el gasto prioritario focalizado en reducir la pobreza

durante la desaceleración económica. Además, el crecimiento permanecerá deprimido por cierto tiempo, lo que subraya la importancia de fortalecer lo antes posible las redes de protección social en la región.

Políticas comerciales

Hasta el momento, el avance del proteccionismo comercial no ha sido la norma en los países de la región de ALC. Sin embargo, algunos países han aumentado los aranceles de importación como respuesta a la contracción de los flujos externos. Si bien el aumento de los aranceles de importación es la forma más evidente de proteccionismo, existen otras medidas no arancelarias que también afectan negativamente a la eficiencia económica (por ejemplo, los subsidios a las industrias nacionales con claros efectos potenciales sobre las empresas extranjeras con las que compiten, o las disposiciones para incorporar un elemento de “sesgo nacional” en las políticas

de financiamiento interno). Esta última cuestión es un tema que afecta particularmente a aquellos países cuyo financiamiento interno proviene primordialmente de bancos extranjeros, los cuales han recibido, a su vez, un flujo sustancial de recursos públicos de sus gobiernos. De cara al futuro, es importante resistir las presiones a favor de la adopción de políticas proteccionistas con poca visión de futuro ya que éstas podrían ser contraproducentes y empeorar la situación de todos los países.

Agenda de política económica a mediano plazo

La experiencia de la crisis financiera mundial hasta el momento pone de relieve algunas enseñanzas clave de política económica de cara al futuro. La importancia de una mejor preparación mediante el fortalecimiento de las políticas económicas durante los “períodos de bonanza” y el aumento de la capacidad de resistencia (pero no la inmunidad) a shocks negativos en el futuro es una enseñanza general para la región de ALC. En este sentido, cuando ocurren los shocks, las medidas preparatorias implementadas en los años anteriores determinarán en gran medida el margen de maniobra que tiene un país para adoptar respuestas de política que permitan aliviar el impacto negativo de estos shocks. La experiencia reciente debería proporcionar motivos suficientes para implementar políticas acertadas hacia el futuro.

El entorno macroeconómico menos favorable previsto para el mediano plazo subraya la

importancia de acelerar las reformas estructurales a fin de aumentar la inversión, el crecimiento y reducir la pobreza. Con respecto al sector privado, los objetivos prioritarios son aumentar la intermediación y el acceso al financiamiento proporcionado por los bancos y los mercados de capital para las pequeñas empresas, fortalecer la infraestructura financiera y mejorar el entorno empresarial. Otros desafíos pendientes en América Latina son el aumento del nivel de inversión pública y el mejoramiento de la calidad de los servicios públicos, tanto con respecto a la infraestructura física como a la social. Es esencial reducir las rigideces presupuestarias y eliminar progresivamente los subsidios no focalizados a los pobres con el objetivo de proporcionar el espacio fiscal necesario para proyectos de inversión pública y social en la región.

El nuevo debate mundial sobre la reforma financiera también influirá en la agenda de la región. Este debate se centra en las reformas necesarias a más largo plazo para cerrar las brechas en materia de supervisión financiera que contribuyeron a crear las condiciones que llevaron a la crisis actual. Estas reformas también contribuirían a reforzar los sistemas financieros, especialmente a medida que los mercados financieros sean más profundos y complejos. Dos cuestiones particularmente importantes para ALC en la coyuntura actual son la necesidad de reforzar aún más la supervisión consolidada y transfronteriza y la necesidad de reducir la prociclicidad existente en la regulación prudencial (capítulo 3).

Anexo. Canales de transmisión

2.1. Los shocks globales y el rendimiento de los bonos soberanos

Nota: El autor de esta sección es Jorge Iván Canales-Kriljenko.

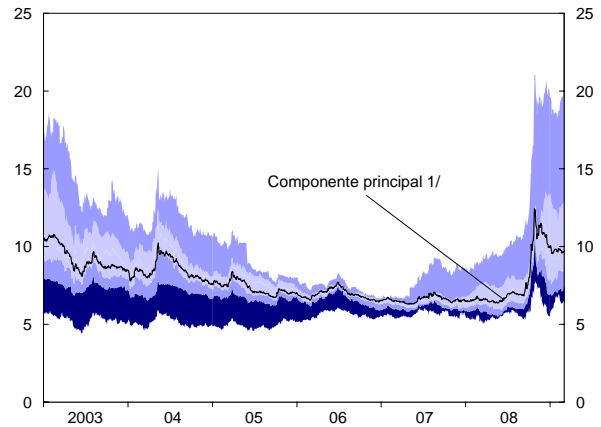
La crisis financiera mundial ha elevado significativamente tanto el nivel como la dispersión de los rendimientos de los bonos soberanos de América Latina. Tras el colapso de Lehman Brothers, la mediana de los rendimientos de los bonos soberanos de América Latina incluidos en el índice EMBIG de JPMorgan trepó de 5,6% a 10% durante el último trimestre de 2008, variación que en su mayor parte se produjo en el curso de unas pocas semanas. Los diferenciales se han mantenido altos desde entonces⁷. Sin embargo, los rendimientos no aumentaron de manera uniforme entre los diversos países, ya que su dispersión se amplió fuertemente. En este sentido, en el último trimestre de 2008, los rendimientos oscilaban entre 6,6% y 36,4%, mientras que antes del colapso de Lehman Brothers se ubicaban entre 5,6% y 11,4%. Si se excluye el 20% más alto de la distribución para eliminar valores extremos, el rango de rendimientos aproximadamente se duplicó, pasando de 5,6%–10,7% en septiembre de 2008 a 6,6%–18,1% a fines de 2008. En general, mientras que se amplió drásticamente la dispersión de los rendimientos, los países conservaron la posición relativa que tenían antes de la crisis, con sólo unas pocas excepciones. Pero si bien la diferenciación relativa entre los países no se ha modificado demasiado, resulta claro, a juzgar por el alza de los precios en el mercado secundario, que para muchos países la posibilidad de colocar nuevas emisiones está ahora esencialmente congelada.

La mayor parte del aumento de los rendimientos soberanos puede atribuirse a la evolución mundial

⁷ Los países considerados son Argentina, Brasil, Chile, Colombia, Ecuador, El Salvador, México, Panamá, Perú, la República Dominicana, Uruguay y Venezuela.

Dispersión de los rendimientos de bonos soberanos en América Latina

(Porcentaje, excluye el quintil más alto)



Fuentes: JPMorgan; y cálculos del personal técnico del FMI.
1/ Ajustado a la escala del índice EMBIG.

de las variables financieras internacionales. Es evidente que los rendimientos soberanos se mueven en sincronía entre sí, y que variables financieras mundiales están fuertemente relacionadas con ellos. En nuestro análisis empírico, descomponemos los rendimientos extranjeros como la suma de los diferenciales soberanos (como variable representativa del riesgo soberano) y el rendimiento del bono de Estados Unidos a 10 años. Se observa que tres variables financieras presentan una vinculación lineal con los diferenciales soberanos de América Latina y explican la mayor parte de las fluctuaciones de los rendimientos registradas en los últimos cinco años, tanto en las épocas malas como en las buenas. Las variables que presentan una vinculación positiva son el índice de volatilidad elaborado por el Mercado de Opciones de Chicago (VIX)⁸ y la prima por plazo de Estados Unidos (medida según la diferencia entre el rendimiento de

⁸ El índice VIX mide la volatilidad implícita de las opciones del índice S&P500 y a menudo se considera que representa la expectativa del mercado en cuanto a la volatilidad del mes siguiente; en el VIX también influyen los cambios en la determinación del precio de esa volatilidad por parte de los inversionistas (es decir, su propensión al riesgo).

Sensibilidad de los bonos soberanos a las tendencias del mercado 1/

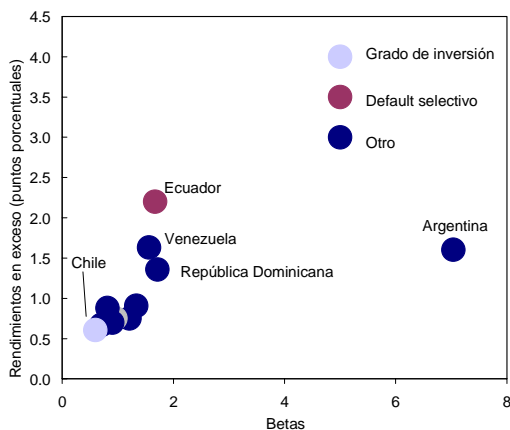
	2005	2006	2007	2008
Argentina	8.2	9.2	9.0	7.0
República Dominicana	1.5	1.7	1.7	1.7
Ecuador	1.5	1.4	1.2	1.7
Venezuela	1.8	1.7	1.5	1.6
Uruguay	1.7	1.5	1.5	1.3
Brasil	1.5	1.4	1.4	1.2
Colombia	1.0	1.0	1.1	1.0
Perú	1.0	1.0	1.0	0.9
Panamá	0.8	0.9	0.9	0.8
El Salvador	0.7	0.7	0.8	0.8
México	0.7	0.7	0.7	0.7
Chile	0.7	0.6	0.6	0.6
Principal	1.0	1.0	1.0	1.0

Fuentes: JPMorgan; y cálculos del personal técnico del FMI.
1/ Medido por su beta en:

$$(rend_t^i - tasa\ del\ FED) = c + beta^i (rend.\ est.\ _t - tasa\ del\ FED)$$

donde rendimiento estimado (rend. est.) se estima sobre la base del primer componente principal de los bonos soberanos incluidos en el índice EMBIG de JPMorgan.

Rendimientos en exceso y betas 1/



Fuentes: JPMorgan; y cálculos del personal técnico del FMI.
1/ Rendimientos en exceso en 2008, representados por:

$$\frac{E[rend_t^i - tasa\ del\ FED]}{E[rend.\ est.\ _t - tasa\ del\ FED]}$$

Nota: La variable rendimiento estimado (rend. est.) corresponde al valor ajustado del primer componente relativo al principal de los diferenciales soberanos de ALC en regresión sobre variables financieras externas.

los bonos a 10 años del Tesoro de Estados Unidos y la tasa de los fondos federales de ese país). El índice VIX es una variable representativa de la actitud de los inversionistas mundiales y del ciclo económico de Estados Unidos. El índice bursátil S&P500 presenta una vinculación negativa.

La creciente dispersión de los rendimientos refleja probablemente la percepción que tienen los inversionistas acerca de las diferencias del riesgo país durante un período en el cual estos modificaron rápidamente su valoración del riesgo en general. Aunque los diferenciales soberanos se mueven juntos, los correspondientes a aquellos países que se perciben como más riesgosos suben más rápidamente que el promedio cuando los acontecimientos mundiales provocan aumentos de los diferenciales, y viceversa. Esto sugeriría que la revaloración del riesgo puede producirse rápidamente, pero la percepción del riesgo país suele cambiar lentamente en el tiempo y es un reflejo de factores estructurales, las instituciones políticas y los marcos de política macroeconómica. En nuestro estudio se observa que los diferenciales soberanos más altos efectivamente se correlacionan con calificaciones de riesgo mayores y, además, que son más sensibles a la evolución de los mercados mundiales.

En el presente estudio se comprueba también que la vinculación entre los diferenciales soberanos y las variables financieras mundiales es robusta. La robustez de dicha vinculación se puede determinar mediante diversos métodos econométricos respecto de diferentes períodos de tiempo⁹. Los factores mundiales explican no solo los movimientos de las fluctuaciones agregadas (medidas técnicamente por el componente de principal de los diferenciales comprendidos en el índice EMBIG), sino también los de cada uno de los diferenciales soberanos incluidos en su cómputo. La relación también ha

⁹ Entre ellos se incluyen métodos básicos como el de los mínimos cuadrados ordinarios (MCO), y también otros más complejos como el método generalizado de momentos (MGM) y las técnicas de cointegración, que permiten detectar una relación de cointegración a largo plazo.

sido robusta a la inclusión de otros factores plausibles (los precios del petróleo y los índices agregados de precios de las materias primas, la producción industrial de Estados Unidos, los diferenciales de los bonos privados de Estados Unidos, el diferencial del *swap* de tasa de interés de un día (*overnight*) con respecto a la tasa LIBOR), los que se eliminaron de la especificación final porque no eran estadísticamente significativos o bien porque su parámetro estimado cambiaba de signo al reducirse la muestra. Cabe notar que en la mayoría de las regresiones correspondientes a los países individualmente considerados puede observarse que los precios de exportación de materias primas propios de cada país son estadísticamente significativos y afectan negativamente a los diferenciales soberanos, al menos en el caso de la muestra completa.

También puede encontrarse respaldo empírico a la idea de que los diferenciales soberanos pueden agruparse en diferentes clases de riesgo¹⁰. En el espíritu del modelo de determinación del precio de los activos de capital (CAPM, por sus siglas en inglés), se realizó una regresión de los rendimientos de los distintos países, netos de la tasa de fondos federales de Estados Unidos, un término constante y el correspondiente rendimiento excedente vinculado a las fluctuaciones agregadas del mercado atribuibles a las variables financieras mundiales¹¹. En este sentido, mayores excedentes de rentabilidad van asociados a betas más elevados.

En términos generales, estas observaciones permiten inferir que los bonos soberanos de América Latina han sufrido el efecto de contagio de la crisis financiera internacional y que no es evidente un desacoplamiento. Si bien en estos últimos trimestres la reevaluación del riesgo relativo de cada país puede haber sido relativamente escasa, se ha

producido un cambio muy importante en la valoración del riesgo en el mercado mundial de capital, que golpea con más fuerza a los países que suscitan la mayor percepción de riesgo. Los resultados indican que el impacto de los acontecimientos mundiales en el precio de los bonos soberanos afecta de manera discriminada a los países, siendo los menos perjudicados aquellos que gozan de una buena calificación crediticia.

2.2. Condiciones de financiamiento para las empresas

Nota: Los autores de esta sección son Herman Kamil y Bennett Sutton.

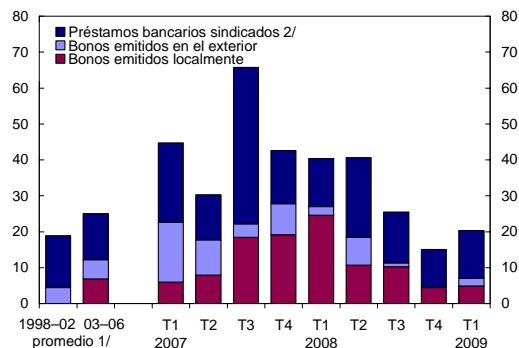
La contracción mundial del crédito ha impactado las economías de mercados emergentes a través de una reducción del acceso al financiamiento de las empresas de la región de ALC hacia fines de 2008. La emisión de bonos y préstamos por empresas latinoamericanas, incluidas las emisiones cuasi-estatales, alcanzó un máximo en el tercer trimestre de 2007, debido a que el auge de las materias primas y las perspectivas económicas positivas promovían la demanda de los inversionistas. Pero desde que los mercados financieros mundiales comenzaron a deteriorarse, ese proceso ha registrado una marcada desaceleración. El desapalancamiento de las empresas comenzó con una fuerte caída de los préstamos sindicados y los bonos emitidos en el exterior y los emisores privados habían prácticamente desaparecido de los mercados de bonos externos hacia fines de 2008. A raíz de la creciente turbulencia en los mercados de financiamiento en dólares a partir del segundo semestre de 2007, las empresas recurrieron cada vez más a los mercados internos de bonos, los cuales cubrieron el 60% de las necesidades de financiamiento de deuda de las empresas de América Latina en el primer trimestre de 2008. No obstante, esos mercados internos de bonos finalmente sucumbieron ante una revaloración del riesgo que hizo decaer el interés por nuevos bonos corporativos de cualquier tipo, con lo cual las emisiones internas cayeron pronunciadamente en el cuarto trimestre de 2008.

¹⁰ El nivel más elevado de los excedentes de rentabilidad también es reflejo de las variables económicas fundamentales, como lo explican Hartelius y Kamil, en base a una metodología diferente, en el recuadro 2.1 de la edición de octubre de 2008 de *Perspectivas económicas: Las Américas*.

¹¹ Medido según el valor ajustado del primer componente de principal del EMBIG.

Financiamiento corporativo privado y cuasi-estatal en América Latina

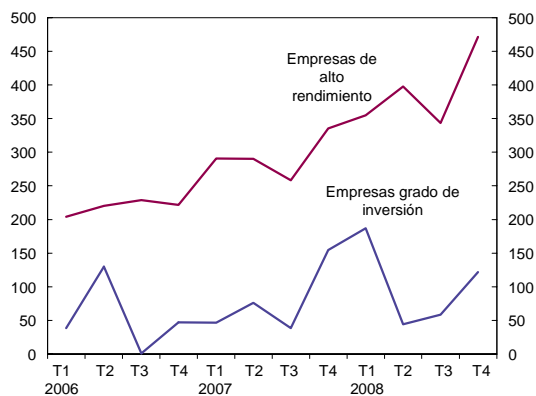
(Miles de millones de dólares de EE.UU.)



Fuentes: Dealogic; y cálculos del personal técnico del FMI.
 1/ Promedio de los períodos 1998T1–2002T4 y 2003T1–2006T4.
 2/ Incluye bonos emitidos en el país y en el exterior. El valor de los bonos en moneda nacional se convierte a dólares de EE.UU. a la cotización vigente al momento de la emisión.

Diferenciales de referencia de préstamos sindicados a empresas latinoamericanas al momento de la emisión

(Puntos básicos; promedio simple)



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

Además del financiamiento a través del mercado de capital, otras formas de captación de fondos han sufrido los efectos de la tensión financiera mundial. Evidencia anecdótica indica que la disponibilidad de financiamiento comercial a corto plazo se ha contraído significativamente desde el estallido de la crisis, como resultado de las menores líneas de crédito ofrecidas por contrapartes bancarias y las restricciones a la capacidad crediticia de compradores y vendedores¹². Asimismo, las filiales locales de empresas extranjeras también podrían enfrentar déficits de financiamiento al agotarse el crédito provisto por las casas matrices debido al aumento en sus propios costos de financiamiento.

Los costos de endeudamiento también están en alza. Los diferenciales de los préstamos sindicados para empresas de América Latina (con respecto al rendimiento de los títulos del Tesoro de Estados Unidos) subieron más de 100 puntos básicos en el último trimestre de 2008, tanto para las empresas con grado de inversión como para las encuadradas en la categoría de alto rendimiento. La brecha trepó a un máximo sin precedentes a mediados de diciembre, cuando la crisis crediticia mundial dio lugar a pérdidas y desvalorización de activos de las empresas financieras por un monto superior a US\$1 billón.

Las empresas de ALC podrían enfrentar mayores presiones de financiamiento en 2009 y 2010. La retracción de los flujos bancarios transfronterizos, unida a la disminución de los ingresos como consecuencia de la caída de la economía, genera

¹² Según evidencia anecdótica, los exportadores han restringido los montos y plazos del crédito que están dispuestos a ofrecer a sus clientes. Esto, a su vez, refleja la reducción del acceso a capital de trabajo para los exportadores y un aumento del riesgo de contraparte debido a que los importadores enfrentan una situación económica y financiera más difícil. Esta contracción del financiamiento comercial podría explicar en parte la fuerte caída del comercio regional en los últimos meses. No obstante, es difícil medir el impacto definitivo de una contracción de la oferta de crédito en el comercio porque la causalidad puede operar en sentido contrario; es decir, una caída del comercio causada por la desaceleración de la demanda mundial puede reducir la demanda de crédito comercial.

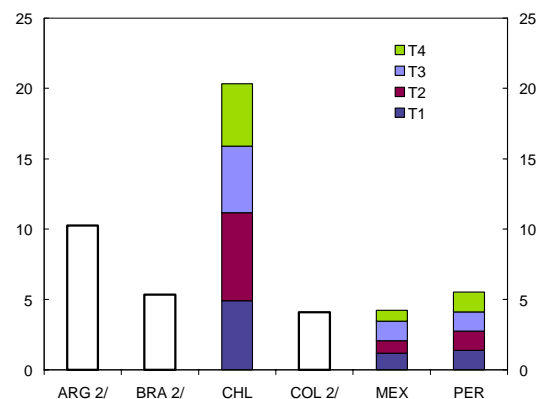
preocupación acerca de la capacidad del sector privado para pagar o refinanciar su deuda externa¹³. Las estimaciones realizadas en este estudio indican que las empresas financieras y no financieras de AL6 deben pagar o refinanciar aproximadamente US\$148.000 millones de deuda contraída con residentes externos (que incluye bonos, préstamos, financiamiento comercial a corto plazo y préstamos entre empresas) en 2009. En términos del PIB, Argentina, Chile y Perú son los países con las mayores necesidades de financiamiento. Las monedas de varias economías de América Latina han caído más de 20% frente al dólar en el último año, elevando el costo del servicio de las obligaciones en moneda extranjera. Sin embargo, muchas de esas empresas que tienen obligaciones en moneda extranjera son exportadoras (o pueden tener activos líquidos denominados en moneda extranjera).

Ante la creciente dificultad de obtener financiamiento externo, las empresas de América Latina han optado por recurrir a los mercados internos. Algunas han logrado encontrar una nueva fuente de financiamiento en los bancos, aunque es probable que con ello desplacen a las empresas más pequeñas y a los hogares del acceso al crédito bancario. En Chile, por ejemplo, algunas empresas han recurrido a mercados de capital nacionales. Las empresas chilenas también han reemplazado deuda externa a corto plazo por deuda interna a largo plazo, reduciendo el riesgo de refinanciamiento y el riesgo cambiario. En México, la asociación de fondos de pensiones se ha comprometido a aplicar la expansión de sus carteras a la compra de valores emitidos en el mercado interno.

De todos modos, algunas empresas quizá tengan que renegociar con sus acreedores o buscar ayuda del Estado a través de los bancos de desarrollo para

¹³ En Brasil, Chile y México, el stock de deuda en moneda extranjera está muy concentrado en las empresas más grandes. En Argentina, el 80% de la deuda privada externa a corto plazo corresponde a crédito para comercio exterior o préstamos entre empresas.

Amortización de deuda externa de empresas en 2009 1/
(Porcentaje del PIB de 2009)



Fuentes: Autoridades nacionales; y cálculos del personal técnico del FMI.
1/ Incluye pagos por amortización e intereses de deuda a corto y largo plazo frente a no residentes que vence en 2009, correspondiente a empresas financieras y no financieras. Comprende bonos, préstamos sindicados y bilaterales, financiamiento comercial y préstamos entre empresas.
2/ Datos trimestrales no disponibles.

mantenerse al día con sus obligaciones externas¹⁴. En un esfuerzo por paliar los riesgos de refinanciamiento de la deuda externa, los bancos centrales de varios países de la región han ofrecido a los bancos crédito en moneda extranjera, con la condición de que los fondos se presten a empresas locales para hacer frente a vencimientos de su deuda externa. Los préstamos se han financiado con reservas en divisas. En febrero de 2009, por ejemplo, el banco central de Brasil anunció planes que contemplan el otorgamiento de más de US\$20.000 millones para ayudar a más de 4.000 empresas a atender pagos de deuda externa este año. Algunas empresas de México están recibiendo financiamiento de bancos públicos de desarrollo, incluso a través de garantías de crédito¹⁵. Hace poco, México utilizó parte del mecanismo de *swap* con la Reserva Federal (US\$30.000 millones) para ayudar a financiar el sector empresarial.

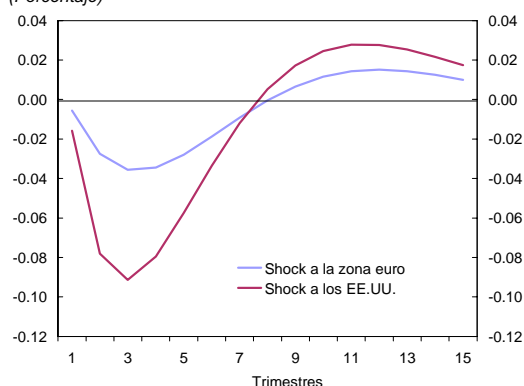
¹⁴ De acuerdo a Moody's (2009), aproximadamente la mitad de las empresas en la región que han emitido deuda externa tienen una alta exposición a riesgos de financiamiento

¹⁵ En Chile, se otorgan líneas de financiamiento con garantía del Estado para respaldar a empresas pequeñas y medianas y a exportadores, que también se vieron particularmente afectados por condiciones de crédito interno más restrictivas.

2.3. La concentración geográfica de las exportaciones de ALC y su exposición a los shocks en Estados Unidos y Europa

Nota: Los autores de esta sección son Roberto García-Saltos y Carolina Saizar.

Respuesta de la brecha del producto de AL5 a un shock negativo de 0.4 por ciento en la brecha del producto de los EE.UU. o de la zona euro (Porcentaje)

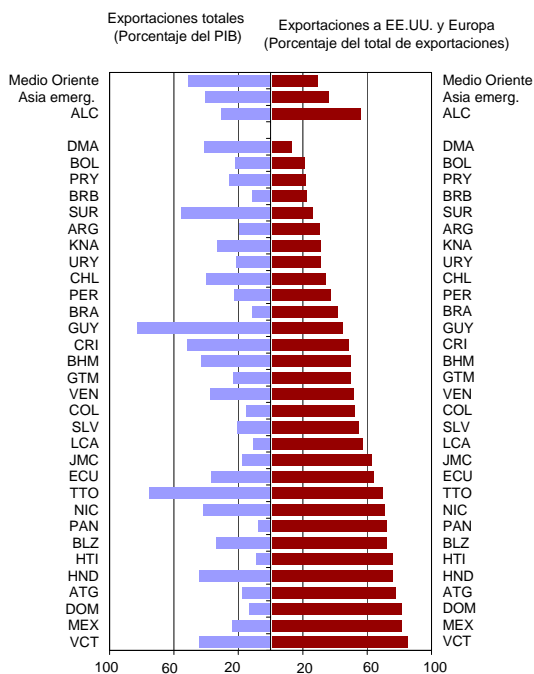


Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.
1/ El tamaño del shock corresponde a una desviación estándar en el caso de los EE.UU. y a 1.2 en el caso de la zona euro.

La súbita caída de las exportaciones de la región es una consecuencia clara de la recesión mundial. Si bien esta situación no es diferente de la observada en otras regiones, la insuficiente diversificación geográfica de las exportaciones de ALC podría constituir un obstáculo para la recuperación económica. En este sentido, los shocks que afectan a un socio comercial común —como el shock actual— pueden propiciar un efecto de cascada al reducir el comercio y afectar adversamente el crecimiento¹⁶.

El alto grado de exposición de ALC a las condiciones imperantes en Estados Unidos y Europa es motivo de especial inquietud, dada la fuerte disminución del ritmo de crecimiento prevista en esas economías. Estados Unidos y Europa siguen siendo los principales socios comerciales de la mayoría de los países de ALC y, en el corto plazo, las posibilidades de sustituir la decreciente demanda de esos países mediante el comercio intrarregional o el comercio con otras regiones son limitadas. Comparadas con otras regiones, las exportaciones de los países latinoamericanos están más expuestas geográficamente a la situación en Estados Unidos y Europa. Si bien el comercio intrarregional y el comercio con Asia han aumentado en los últimos años, también ha aumentado la sincronización de los ciclos económicos entre ALC y Estados Unidos y Europa¹⁷. En efecto, los impulsos-respuesta derivados del modelo de proyección mundial y regional muestran un alto grado de sincronización

América Latina: Exportaciones totales y participación de los EE.UU. y Europa en 2008 1/



Fuentes: FMI, Dirección de estadísticas de comercio; y cálculos del personal técnico del FMI.
1/ Datos provisionales para 2008T4.

¹⁶ Como se señala en otros documentos, incluidas ediciones anteriores de *Perspectivas*, generalmente se ha considerado que la falta de diversificación de los productos exportados es uno de los principales factores asociados con una mayor volatilidad del PIB; véase también Malik y Temple (2006).

¹⁷ Por ejemplo, véanse Chiquiar y Ramos-Francia (2005), Aiolfi, Catão y Timmermann (2006) y Roache (2008).

en la respuesta de la brecha del producto del grupo AL5 a un shock adverso en Estados Unidos o en Europa¹⁸. Si bien la intensidad de la respuesta varía, el efecto negativo del shock se prolonga por unos ocho trimestres. Además, los países con un nivel relativamente moderado de exposición directa a Estados Unidos o Europa también pueden ser afectados si exportan un gran volumen a socios comerciales que tienen vínculos fuertes con esas economías avanzadas (o sea, si tienen una exposición indirecta). Entre los países donde esta situación es importante se incluyen Bolivia, Paraguay, Suriname y Uruguay en América del Sur, y Barbados, Dominica y Granada en el Caribe.

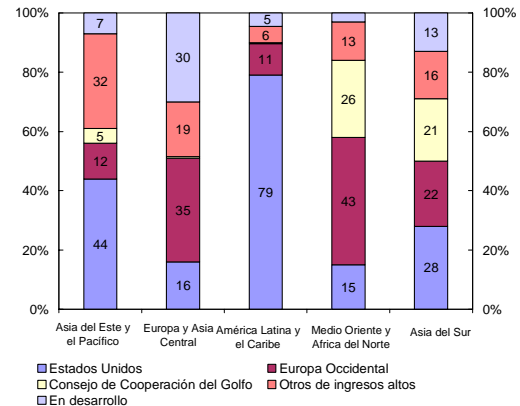
2.4. El flujo decreciente de remesas de trabajadores

Nota: Las autoras de esta sección son Ewa Gradzka y Carolina Saizar.

Desde que se inició la crisis mundial, los flujos de remesas hacia la región de ALC se han desacelerado marcadamente. Si bien el ritmo de crecimiento de las remesas había empezado a disminuir a mediados de 2006, en muchos países esa reducción se aceleró al propagarse la crisis financiera y disminuir el ritmo de crecimiento en las economías avanzadas. En varios países de ALC (por ejemplo, en Argentina, México y Ecuador) se registró una disminución de las remesas a fines de 2008.

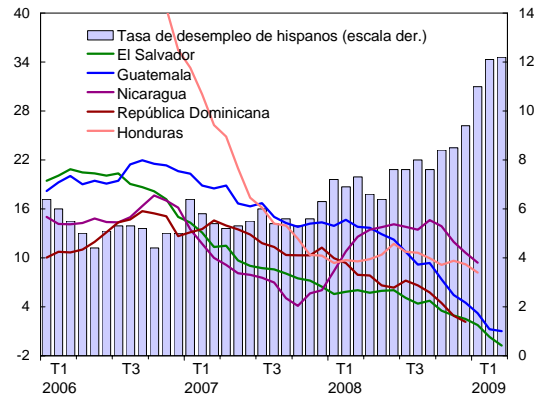
Esta tendencia probablemente continuará, dadas las sombrías perspectivas económicas en Estados Unidos y España, las dos principales fuentes de remesas de ALC, en ese orden. La actual recesión en esos países está teniendo un fuerte impacto en las perspectivas de empleo de los inmigrantes hispanos, con el consiguiente efecto en los flujos de remesas. La tasa de desempleo entre hispanos o latinos en Estados Unidos aumentó del 7,3% en marzo de 2008 al 12,2% en marzo de 2009. En el pasado, los flujos de remesas hacia ciertos países han sido particularmente sensibles a las condiciones

Fuente de remesas por regiones (2008)



Fuente: Banco Mundial, 2008.

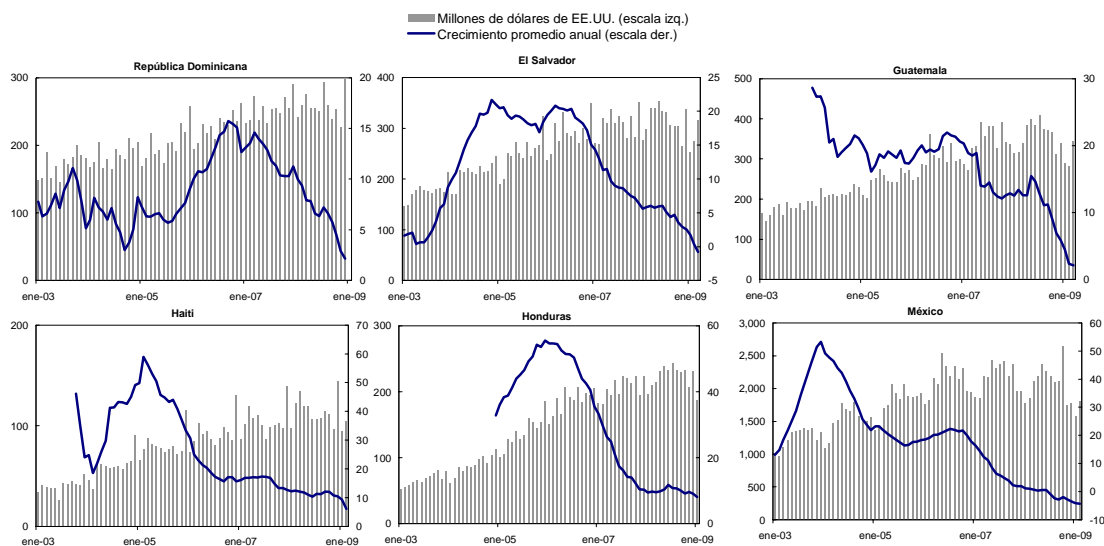
Crecimiento anual de las remesas y desempleo de hispanos en EE.UU. (Porcentaje)



Fuentes: Encuesta Actual de la Población de la Oficina de Estadísticas Laborales (BLS); Haver Analytics; y autoridades nacionales.

¹⁸ Para una descripción detallada del modelo, véase Canales-Krijlenko *et al.* (2009).

Flujo bruto de remesas por país



Fuentes: Haver Analytics; y autoridades nacionales.

imperantes en el sector de la construcción de Estados Unidos. No obstante, actualmente todos los sectores de la economía estadounidense han sido afectados, lo cual empeora el panorama para las remesas incluso si la crisis de la construcción tocara fondo. Además, Estados Unidos ha venido haciendo más estricta la legislación sobre la inmigración, lo cual ha inducido a los empleadores a despedir a trabajadores inmigrantes. En España, el nivel de desempleo (del 14%) es uno de los más elevados de la UE, y el gobierno está ofreciendo incentivos monetarios a los inmigrantes para que vuelvan voluntariamente a sus países de origen.

Los pronósticos del personal técnico del FMI indican que los flujos se reducirán aún más en 2009. En el caso de México, se estima que las remesas —calculadas en dólares— disminuirán 10% y sólo se recuperarán gradualmente a medida que se recupere el crecimiento en Estados Unidos. También se prevé que, en promedio, disminuirán en alrededor del 5% en América Central y el 7% en Haití. Para la región de ALC en su conjunto, el Banco Mundial estima en su escenario de referencia que en 2009 las remesas se reducirán en alrededor del 4,4%, y en un escenario más pesimista (que supone que los inmigrantes recientes vuelven a su país de origen), hasta un

7,7% (Ratha y Mohapatra, 2009). Incluso una contracción moderada representa una pérdida importante en relación con el acelerado aumento de las remesas al que se habían acostumbrado muchos países de ALC en los últimos años.

Si bien las remesas —medidas en moneda extranjera— se están reduciendo, la reciente depreciación del tipo de cambio real en algunos países ha amortiguado el efecto en los destinatarios. Anteriormente, los crecientes niveles de inflación observados desde mediados de 2007 y durante gran parte de 2008, combinados con la apreciación del tipo de cambio en muchos países de ALC, había contribuido a reducir el valor real de las remesas en moneda nacional. No obstante, al profundizarse los shocks el ritmo de inflación se ha ido desacelerando. Además, los tipos de cambio nominales se depreciaron marcadamente en algunos de los países de ALC, entre ellos México, lo cual ha compensado con creces la reducción de las remesas en moneda extranjera. Sin embargo, el continuo descenso de los flujos en dólares está erosionando los beneficios de la depreciación. Cabe destacar que en las economías dolarizadas, como El Salvador, la reducción de las

Remesas en términos nominales y reales
(Promedio anual de la tasa de crecimiento mensual)

	En dólares EE.UU.		En moneda local		En términos reales	
	ene-set 2008	oct-dic 2008	ene-set 2008	oct-dic 2008	ene-set 2008	oct-dic 2008
México	-3.9	-3.1	-7.7	16.6	-11.8	9.8
El Salvador	5.4	-5.5	5.4	-5.5	-2.1	-10.9

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

remesas en dólares no puede ser amortiguada por una depreciación del tipo de cambio.

Esta disminución de las remesas puede tener efectos considerables en la balanza de pagos externos, el crecimiento y la situación social en los países receptores. Las remesas de trabajadores han pasado a ser una fuente importante de flujos externos para muchos países de ALC. La región recibe el mayor volumen mundial de remesas, las que en 2007 ascendieron a US\$61.000 millones, seguida por Asia oriental y el Pacífico, donde alcanzaron US\$58.000 millones. En algunos países, las remesas constituyen una proporción importante del PIB. Por ejemplo, Haití tiene la proporción más alta, equivalente a un 19,7% del PIB en 2008, seguido por Honduras (19,1% del PIB), El Salvador (17,2%), Nicaragua (13%) y Guatemala (12%). En México, que recibe el mayor volumen de remesas expresadas en dólares, éstas representan menos del 3% del PIB, lo cual podría limitar los efectos en la economía nacional como un todo. En economías dolarizadas, como El Salvador, un bajo nivel de remesas podría reducir la capacidad del país para adquirir bienes y servicios del exterior. Se estima que una gran proporción de las remesas se destinan principalmente al consumo, de modo que su reducción producirá una caída de la demanda interna. Además, las remesas han sido una fuente crucial de ingreso personal y, por tanto, un factor importante en la reducción de la pobreza (Acosta *et al.* 2007; Adams y Page, 2005). Según un estudio de Acosta *et al.* que incluye 11 países de ALC, un incremento de un punto porcentual de la proporción de remesas en relación con el PIB reduce en alrededor del 0,4% (en promedio) la

fracción de población que vive en condiciones de pobreza moderada.

2.5 El fuerte deterioro de la demanda de servicios de turismo en el Caribe: Opciones de política

Nota: Los autores de esta sección son Bernhard Fritz-Krockow y Yan Sun.

Las economías del Caribe¹⁹ se cuentan entre las que más dependen del turismo en todo el mundo. En la mayoría de ellas ese sector es la principal fuente de crecimiento económico, empleo e ingresos en divisas. De los 20 países que más dependen del turismo, clasificados en base al promedio de ingresos por viajes como porcentaje del PIB durante el período 1980–2007, 10 pertenecen a la región del Caribe. En Antigua y Barbuda, el país más dependiente del turismo en la región, los ingresos del turismo han representado, en promedio, casi un 50% del PIB durante las últimas tres décadas. En estas economías, el impacto del turismo en el empleo es considerable. Además, las actividades de construcción relacionadas con el turismo promueven el empleo y el crecimiento económico en la región, y la inversión extranjera directa que trae consigo refuerza la balanza de pagos. Se estima que en Barbados y Las Bahamas la construcción asociada con el turismo representó entre el 4% y el 5% del PIB en el período 2003–07.

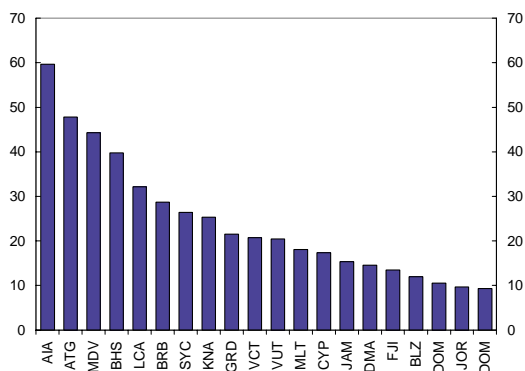
La desaceleración económica que aún no ha concluido en las economías avanzadas está afectando al turismo, lo cual tiene importantes consecuencias económicas para los países del Caribe. Históricamente, el volumen de turistas ha estado estrechamente correlacionado con la actividad económica en sus países de origen.²⁰ Por

¹⁹ A menos que se indique lo contrario, la región del Caribe incluye a los estados miembros de CARICOM, excluido Haití.

²⁰ Véase en Tsounta (2008) un análisis de los factores que determinan la demanda de servicios de turismo en los países de la Unión Monetaria del Caribe Oriental (ECCU). Los miembros de la ECCU son Antigua y Barbuda, Dominica,

(continúa)

Ingresos provenientes de viajes en los países dependientes del turismo, promedio 1980-2007
(Porcentaje del PIB)



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

ejemplo, durante la recesión de 2001, el número de turistas en la región se redujo en un porcentaje acumulado del 8,6%, y en un 2,9% durante la recesión de 1981. Se estima que, tras recuperarse en el primer semestre de 2008, el turismo con hospedaje en el Caribe se redujo en alrededor del 5% durante el segundo semestre del año. Para 2009, se prevé que los ingresos del turismo sigan disminuyendo (en promedio, un 15%), aunque la baja del número de turistas con hospedaje podría ser más moderada, pues los hoteles están ofreciendo importantes descuentos. En vista del debilitamiento del turismo, se prevé también que este año el PIB se reducirá en promedio en un ½%.

La desaceleración de la llegada de turistas y de los proyectos de desarrollo relacionados con ese sector está reduciendo los ingresos de divisas. En cierta medida, el impacto negativo en la cuenta corriente externa de los países del Caribe será contrarrestado por una caída de las importaciones debido a una disminución de la actividad interna y por la acusada baja de los precios de importación

Granada, Saint Kitts y Nevis, Santa Lucía y San Vicente y las Granadinas, que son países miembros del FMI, y los territorios de Anguila y Montserrat, que pertenecen al Reino Unido.

del petróleo. No obstante, dado que se proyecta una disminución de los flujos de capital, incluidos los destinados a proyectos de construcción relacionados con el turismo, aumentarán las presiones sobre las reservas internacionales y/o las monedas locales, pues muchos países de la región tienen un tipo de cambio fijo. El aumento de los despidos y la reducción de los márgenes de ganancia en el sector de turismo también pondrán presión sobre la situación fiscal en muchos de estos países.

Algunos países del Caribe han adoptado medidas de política destinadas a mitigar el shock sobre la industria del turismo. Varios gobiernos han ofrecido exoneraciones fiscales a corto plazo a los hoteles y a otros operadores de turismo, y han reducido las tarifas de electricidad, agua y otros insumos para los servicios de turismo (por ejemplo, en Antigua y Barbuda, Jamaica, Saint Kitts y Nevis, San Vicente y las Granadinas), en algunos casos a condición de que se adopten medidas activas para proteger el empleo, aumentar la eficiencia de las operaciones y reducir los costos. Además, muchos gobiernos están respaldando programas de comercialización dinámicos, incluidas importantes campañas de publicidad (por ejemplo, Las Bahamas, Barbados, Jamaica, Santa Lucía, San Vicente y las Granadinas). En Jamaica, en particular, la campaña publicitaria y los programas de vacaciones con descuentos parecen haber dado buenos resultados, pues el número de turistas con hospedaje aumentó en alrededor del 3% durante los dos primeros meses de 2009 en comparación con el mismo período del año anterior.

Las opciones de política macroeconómica podrían ser limitadas. El margen para aplicar políticas fiscales anticíclicas frente a la desaceleración de la economía mundial está restringido por el alto nivel de endeudamiento que ya registran muchos países del Caribe. Incluso en los casos en que una política expansiva no haría peligrar la sostenibilidad fiscal, el deterioro de los ingresos del turismo y del ingreso fiscal conexo, podría hacer necesario un endurecimiento de la

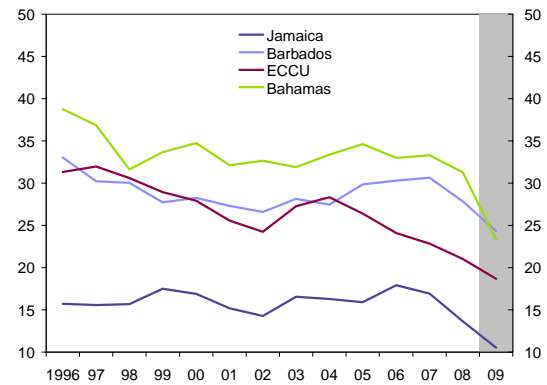
política macroeconómica a fin de mantener los tipos de cambio fijos que caracterizan a muchos países de la región, sobre todo si las entradas de capital se mantienen en un nivel bajo. Por ahora, los sistemas financieros del Caribe han resistido bien las

perturbaciones mundiales; no obstante, en vista de los shocks recientes en la región (CL Financial en Trinidad y Tobago y Stanford Group en Antigua y Barbuda), será importante seguir muy de cerca la evolución del sistema financiero. Una desaceleración prolongada de la economía mundial podría traducirse en un mayor nivel de desempleo, dificultades financieras y quiebras en el sector de turismo, lo cual podría tener repercusiones adversas en el sistema bancario y obstaculizar la recuperación en la fase ascendente del ciclo.

Frente a la disminución de los ingresos del turismo, varios países del Caribe han solicitado asistencia financiera al FMI. San Vicente y las Granadinas (seguido poco después por Dominica y Santa Lucía) es el primer país de las Américas que solicita el uso del Servicio para Shocks Exógenos del FMI, a fin de afrontar el descenso transitorio de sus ingresos del turismo. Del mismo modo, Granada ha solicitado un incremento de los recursos de su Servicio para el Crecimiento y la Lucha contra la Pobreza a fin de ayudar a absorber el shock en la balanza de pagos ocasionado por la disminución de los ingresos del turismo. Belice ha recibido asistencia a través del Servicio de Asistencia de Emergencia para Catástrofes Naturales (ENDA, por sus siglas en inglés) a fin de atenuar los efectos adversos de las recientes inundaciones sobre las reservas internacionales. Saint Kitts y Nevis también ha solicitado esa asistencia de emergencia a través del ENDA para ayudar a afrontar el impacto de un huracán en la balanza de pagos.

Ingresos por turismo

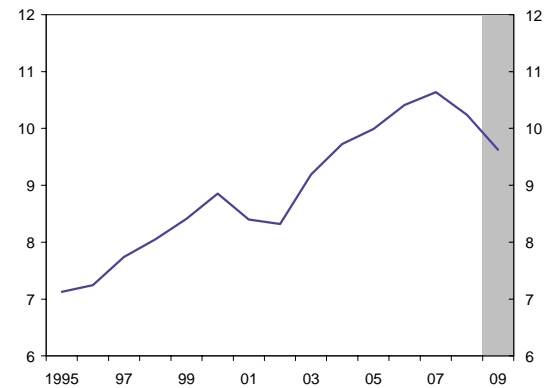
(Porcentaje del PIB)



Fuentes: Banco Central del Caribe Oriental; FMI, *Balance of Payments Statistics*; y cálculos del personal técnico del FMI.

Turistas de paso 1/

(Millones de personas)



Fuentes: *Caribbean Tourism Organization*; y cálculos del personal técnico del FMI.

1/ Incluye Anguilla, Antigua y Barbuda, Bahamas, Barbados, Belice, República Dominicana, Dominica, Granada, Guyana, Jamaica, Martinica, St. Kitts y Nevis, Santa Lucía, San Martín, San Vicente y las Granadinas, Suriname, y Trinidad y Tobago.

América Latina y el Caribe
Principales indicadores económicos

	Crecimiento del producto (Variación porcentual anual)							Inflación (Fin de período, porcentaje) 1/							Cuenta corriente externa (Porcentaje del PIB)						
	1995-2004			2005-2010				1995-2004			2005-2010				1995-2004		2005-2010				
	Prom.	2005	2006	2007	2008	2009	2010	Prom.	2005	2006	2007	2008	2009	2010	Prom.	2005	2006	2007	2008	2009	2010
América del Norte 2/	3.1	3.0	3.0	2.2	1.1	-2.8	0.1	3.4	3.3	3.2	2.9	4.2	0.2	0.8	-3.0	-4.9	-5.0	-4.5	-4.0	-2.6	-2.6
Estados Unidos	3.1	2.9	2.8	2.0	1.1	-2.8	0.0	2.5	3.7	2.2	4.1	0.8	-0.1	0.1	-3.3	-5.9	-6.0	-5.3	-4.7	-2.8	-2.8
Canadá	3.3	2.9	3.1	2.7	0.5	-2.5	1.2	2.1	2.3	1.4	2.5	1.9	-0.2	0.9	0.8	1.9	1.4	0.9	0.6	-0.9	-0.7
México	2.7	3.2	5.1	3.3	1.3	-3.7	1.0	15.4	3.3	4.0	3.7	6.5	3.5	3.1	-1.8	-0.5	-0.5	-0.8	-1.4	-2.5	-2.2
América del Sur 2/	2.4	5.3	5.7	6.6	5.3	-0.8	1.8	10.5	6.8	5.4	7.0	8.8	7.8	7.8	-1.5	2.7	2.8	1.3	0.1	-1.7	-1.0
Argentina	1.3	9.2	8.5	8.7	7.0	-1.5	0.7	4.9	12.3	9.8	8.5	7.2	7.2	7.2	-0.5	1.7	2.3	1.6	1.4	1.0	1.8
Bolivia	3.3	4.4	4.8	4.6	5.9	2.2	2.9	5.0	4.9	4.9	11.7	11.8	6.0	5.5	-3.8	6.5	11.3	13.2	11.5	-2.1	-1.1
Brasil	2.5	3.2	4.0	5.7	5.1	-1.3	2.2	8.6	5.7	3.1	4.5	5.9	4.2	4.0	-2.4	1.6	1.3	0.1	-1.8	-1.8	-1.8
Chile	4.8	5.6	4.6	4.7	3.2	0.1	3.0	4.2	3.7	2.6	7.8	6.9	2.2	3.0	-1.8	1.2	4.9	4.4	-2.0	-4.8	-5.0
Colombia	2.4	5.7	6.9	7.5	2.5	0.0	1.3	12.0	4.9	4.5	5.7	7.7	4.6	3.6	-2.1	-1.3	-1.8	-2.8	-2.8	-3.9	-3.3
Ecuador	2.8	6.0	3.9	2.5	5.3	-2.0	1.0	31.4	3.1	2.9	3.3	8.8	2.0	2.5	-1.8	0.8	3.9	2.3	2.4	-3.5	-2.3
Paraguay	1.5	2.9	4.3	6.8	5.8	0.5	1.5	8.9	9.8	12.5	5.9	7.5	5.5	5.0	-1.7	0.3	0.5	0.7	-1.4	-1.0	-0.9
Perú	3.5	6.8	7.7	8.9	9.8	3.5	4.5	4.9	1.2	1.1	3.9	6.7	2.5	2.0	-3.7	1.4	3.0	1.4	-3.3	-3.3	-3.2
Uruguay	0.4	7.5	4.6	7.6	8.9	1.3	2.0	14.0	4.9	6.4	8.5	9.2	6.4	6.5	-1.1	0.0	-2.3	-0.8	-3.6	-1.7	-2.4
Venezuela	1.3	10.3	10.3	8.4	4.8	-2.2	-0.5	35.1	14.4	17.0	22.5	30.9	42.0	45.0	6.5	17.7	14.7	8.8	12.3	-0.4	4.1
América Central 2/	3.7	4.7	6.3	6.9	4.3	1.1	1.8	7.6	8.0	6.0	8.6	9.6	5.7	5.0	-5.2	-4.8	-4.7	-7.0	-9.2	-6.1	-7.1
Costa Rica	4.3	5.9	8.8	7.8	2.9	0.5	1.5	12.4	14.1	9.4	10.8	13.9	8.0	7.0	-3.8	-4.9	-4.5	-6.3	-8.9	-5.3	-5.3
El Salvador	3.0	3.1	4.2	4.7	2.5	0.0	0.5	4.0	4.3	4.9	4.9	5.5	2.5	2.3	-2.4	-3.3	-3.6	-5.5	-7.2	-2.3	-3.9
Guatemala	3.4	3.3	5.4	6.3	4.0	1.0	1.8	7.4	8.6	5.8	8.7	9.4	5.5	4.7	-5.2	-4.5	-5.0	-5.2	-4.8	-4.0	-4.9
Honduras	3.7	6.1	6.6	6.3	4.0	1.5	1.9	13.4	7.7	5.3	8.9	10.8	9.4	8.1	-4.6	-3.0	-3.7	-10.3	-14.0	-8.0	-9.2
Nicaragua	4.3	4.3	3.9	3.2	3.0	0.5	1.0	8.5	9.6	9.5	16.9	13.8	7.0	7.4	-20.6	-14.6	-13.6	-18.3	-23.2	-15.5	-14.5
Panamá	4.4	7.2	8.5	11.5	9.2	3.0	4.0	0.9	3.4	2.2	6.4	6.8	3.2	2.5	-5.3	-4.9	-3.1	-7.3	-12.4	-10.1	-11.6
El Caribe 2/	3.9	5.8	8.2	5.8	3.0	-0.2	1.5	9.7	8.3	5.9	9.0	8.9	5.3	5.2	-3.1	0.3	2.1	-1.5	-2.8	-5.1	-4.1
Las Bahamas	3.0	3.3	4.6	2.8	-1.3	-4.5	-0.5	1.7	1.2	2.3	2.9	4.5	1.0	0.2	-10.4	-10.0	-20.4	-18.2	-13.4	-9.5	-10.4
Barbados	2.2	3.9	3.2	3.4	0.6	-3.5	0.5	2.5	7.3	5.6	4.8	8.9	-3.6	7.6	-4.0	-12.8	-8.4	-5.2	-8.4	-7.2	-6.9
Belice	5.5	3.0	4.7	1.2	3.0	1.0	2.0	1.8	4.2	2.9	4.1	4.4	2.5	2.5	-11.5	-13.6	-2.1	-4.0	-11.4	-6.7	-6.2
República Dominicana	4.9	9.3	10.7	8.5	4.8	0.5	2.0	13.0	7.4	5.0	8.9	4.5	6.0	5.0	-0.8	-1.4	-3.6	-5.0	-9.7	-6.8	-6.9
ECCU 3/	2.5	5.6	6.3	5.2	1.8	-2.4	-0.1	1.5	4.2	2.8	5.7	5.0	2.4	2.3	-16.2	-22.4	-29.7	-34.8	-33.9	-24.2	-24.1
Guyana	2.4	-1.9	5.1	5.4	3.2	2.6	3.4	5.4	8.3	4.2	14.0	6.4	5.0	5.0	-12.0	-14.8	-20.9	-18.0	-20.8	-18.1	-15.6
Haití 4/	1.8	1.8	2.3	3.4	1.3	1.0	2.0	8.6	14.8	12.4	7.9	20.8	3.0	5.0	-1.0	2.6	-1.4	-0.3	-3.1	-3.3	-2.8
Jamaica	0.7	1.0	2.7	1.4	-1.2	-2.6	-0.3	11.5	12.6	5.7	16.8	16.8	8.9	8.9	-5.7	-9.4	-10.2	-14.9	-15.3	-12.5	-10.9
Suriname	3.2	4.5	4.8	5.5	6.5	2.8	2.5	15.4	15.8	4.7	8.4	9.3	9.5	8.0	-7.2	-4.3	1.8	2.9	0.2	-7.8	-1.9
Trinidad y Tobago	7.6	5.4	13.3	5.5	3.4	0.5	2.0	3.8	7.2	9.1	7.6	14.5	5.0	5.0	2.0	22.4	37.5	24.8	26.8	7.4	10.2
Item de Memorando:																					
América Latina y el Caribe 2/	2.6	4.7	5.7	5.7	4.2	-1.5	1.6	11.4	5.9	5.0	6.2	8.1	6.2	6.1	-1.9	1.3	1.5	0.4	-0.7	-2.2	-1.6

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

1/ Tasas de final de período, esto es, diciembre a diciembre. Estas generalmente diferirán de las tasas de inflación anual presentadas en

Perspectivas de la economía mundial, si bien ambas están basadas en idénticas proyecciones.

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

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

4/ Datos para año fiscal.

América Latina y el Caribe
Principales indicadores fiscales 1/

	Ingreso del sector público (Porcentaje del PIB)						Gasto primario del sector público (Porcentaje del PIB)						Balance total (Porcentaje del PIB)						Balance primario (Porcentaje del PIB)					
	2005	2006	2007	2008 Est.	2009 Proy.	2010 Proy.	2005	2006	2007	2008 Est.	2009 Proy.	2010 Proy.	2005	2006	2007	2008 Est.	2009 Proy.	2010 Proy.	2005	2006	2007	2008 Est.	2009 Proy.	2010 Proy.
América Latina y el Caribe 2/	30.6	31.2	31.4	31.9	30.6	30.9	27.2	27.9	28.5	29.1	30.7	30.1	-1.2	-0.9	-1.0	-0.8	-3.3	-2.3	3.4	3.3	2.9	2.8	-0.1	0.8
América del Sur y México 2/	31.4	31.9	32.1	32.7	31.3	31.6	27.8	28.5	29.1	29.8	31.4	30.8	-1.2	-0.9	-1.0	-0.8	-3.3	-2.3	3.5	3.4	2.9	2.9	0.0	0.8
Argentina	29.4	29.9	31.6	33.1	33.5	33.3	25.0	25.9	29.2	30.1	33.1	32.9	-1.8	-1.1	-2.0	-0.5	-3.3	-2.8	4.4	4.0	2.4	3.0	0.4	0.4
Bolivia	30.9	34.3	34.5	37.4	29.4	29.4	30.2	27.3	30.4	33.2	32.6	30.4	-2.2	4.5	1.6	2.3	-5.2	-3.0	0.8	7.0	4.2	4.2	-3.2	-1.0
Brasil	42.5	42.6	42.9	42.9	41.2	41.3	38.1	38.8	38.9	38.3	39.1	38.0	-3.0	-2.9	-2.2	-1.5	-2.3	-0.5	4.4	3.8	3.9	4.6	2.0	3.3
Chile	25.9	27.8	29.5	27.9	24.8	26.6	20.4	19.2	19.9	23.2	27.6	26.4	4.7	7.9	9.0	4.4	-3.8	-0.9	5.6	8.6	9.6	4.7	-2.8	0.1
Colombia	26.1	27.3	27.3	26.2	26.2	25.1	22.7	24.4	24.1	22.9	25.6	24.8	0.0	-0.7	-0.6	-0.1	-2.9	-3.0	3.4	2.9	3.2	3.3	0.6	0.3
Ecuador	24.2	27.4	28.8	34.0	28.9	30.6	21.4	21.6	24.8	33.7	31.2	30.8	0.7	3.7	2.2	-1.1	-3.9	-1.7	2.9	5.8	4.1	0.3	-2.3	-0.2
México	20.8	21.5	21.5	22.7	22.6	22.6	19.3	19.3	20.3	22.0	23.5	23.5	-1.3	-0.6	-1.4	-1.8	-3.6	-3.7	1.6	2.2	1.3	0.8	-0.9	-0.9
Paraguay	23.3	24.6	23.1	22.9	22.1	22.5	20.8	22.2	20.1	19.0	21.8	22.3	0.9	0.8	1.5	2.7	-0.7	-0.8	2.5	2.4	3.0	3.9	0.3	0.2
Perú	24.2	25.4	25.8	26.5	24.4	24.2	22.5	21.3	20.9	22.8	24.2	24.1	-0.3	2.2	3.3	2.0	-1.2	-1.3	1.6	4.1	5.1	3.6	0.2	0.0
Uruguay	30.8	30.7	30.4	28.0	29.2	29.6	26.9	27.2	27.0	26.7	27.4	27.4	-0.6	-0.5	0.0	-1.4	-1.5	-1.0	3.8	3.5	3.4	1.4	1.8	2.2
Venezuela	37.6	37.3	33.1	34.2	27.9	31.2	30.6	36.7	34.1	32.3	34.8	34.2	4.1	-1.5	-2.6	0.8	-9.1	-5.8	7.1	0.6	-1.0	1.9	-6.9	-3.0
América Central 2/	18.7	19.6	20.6	20.2	19.4	19.7	18.1	18.5	18.5	19.5	20.0	20.1	-1.7	-1.0	0.3	-0.9	-2.3	-2.3	0.6	1.0	2.1	0.7	-0.6	-0.4
Costa Rica	20.9	21.2	22.8	23.2	23.0	23.5	18.4	18.2	18.7	21.1	24.5	24.8	-1.2	0.5	1.9	0.4	-3.1	-3.2	2.5	2.9	4.1	2.1	-1.5	-1.3
El Salvador	16.6	17.2	17.1	16.9	16.3	16.7	16.8	17.6	16.6	17.6	16.8	17.5	-2.4	-2.9	-1.9	-3.1	-2.8	-3.4	-0.2	-0.5	0.5	-0.7	-0.5	-0.8
Guatemala	12.0	12.7	12.9	12.0	11.3	11.5	11.8	12.7	11.9	11.1	12.0	11.8	-1.2	-1.5	-0.6	-0.5	-2.2	-2.0	0.2	-0.1	0.9	0.9	-0.7	-0.4
Honduras	24.2	24.1	24.4	25.5	24.0	24.5	25.7	26.4	26.5	28.1	26.9	27.1	-1.4	-1.9	-1.6	-1.7	-2.5	-2.1	-1.5	-2.3	-2.2	-2.6	-2.8	-2.6
Nicaragua	26.9	28.8	29.6	29.2	28.7	29.7	25.9	25.9	27.2	29.3	29.1	28.6	-1.3	0.8	0.9	-1.7	-2.2	-1.6	0.9	2.8	2.4	-0.1	-0.3	1.1
Panamá	22.3	24.9	28.2	26.0	24.0	24.0	20.5	20.1	21.2	22.5	21.8	21.8	-2.6	0.5	3.5	0.4	-1.0	-1.0	1.8	4.8	7.0	3.5	2.2	2.2
El Caribe 2/	22.2	22.2	23.0	21.3	20.9	21.3	17.9	19.1	19.7	19.4	20.2	18.7	-1.6	-1.9	-1.1	-2.5	-3.7	-3.3	4.3	3.0	3.3	1.9	0.7	2.6
República Dominicana	15.6	16.2	17.6	15.1	16.0	16.8	14.5	15.8	15.9	15.5	16.9	14.6	-3.0	-3.1	-1.4	-3.8	-3.5	-3.0	1.0	0.4	1.7	-0.4	-0.9	2.2
Jamaica	30.2	27.3	28.4	25.9	27.8	28.8	18.8	19.2	20.4	20.2	21.2	21.3	-4.2	-4.8	-3.8	-5.5	-6.5	-5.6	11.5	8.1	8.0	5.7	6.7	7.4
Trinidad y Tobago	31.6	32.1	32.1	33.6	27.5	27.5	23.2	24.8	27.0	27.2	26.3	26.2	6.0	5.2	3.1	4.5	-1.0	-1.1	8.5	7.3	5.1	6.5	1.2	1.4
ECCU 3/	29.9	31.3	30.7	31.0	28.9	29.0	30.4	32.4	31.5	31.7	31.2	31.2	-4.4	-5.1	-4.4	-4.7	-6.7	-6.8	-0.5	-1.1	-0.8	-0.7	-2.2	-2.2

Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

1/ Los datos del balance total del sector público incluyen el gobierno general y las empresas públicas.

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

3/ Unión Monetaria del Caribe Oriental.

III. La crisis mundial y los sistemas bancarios de América Latina y el Caribe

Los retos planteados por la crisis mundial

La crisis mundial plantea una serie de interrogantes fundamentales sobre los sistemas financieros de ALC y el resto del mundo. A corto plazo, es importante comprender las repercusiones que la crisis pueda tener sobre los sistemas bancarios de la región y sus implicaciones para las perspectivas y las respuestas de política económica en el corto plazo. Por otro lado, las lecciones que las economías avanzadas están extrayendo de la crisis están sugiriendo una agenda de reformas en sus marcos regulatorios y de supervisión, por lo que cabe preguntarse qué implican estas propuestas de reforma para la región.

Para responder a estos interrogantes, el presente capítulo empieza por analizar la situación inicial desde la cual los sistemas bancarios de ALC enfrentan a la crisis mundial. El análisis gira en torno a los sistemas bancarios porque estos dominan el sector financiero de la mayoría de los países de la región (recuadro 3.1). A continuación se describen cuatro canales críticos por los cuales se transmiten las repercusiones desfavorables de la crisis mundial y se evalúan los efectos probables de cada una de estas “pruebas de estrés en tiempo real”. Por último, se examinan las medidas a corto plazo que permitirían limitar los efectos negativos sobre el sector financiero y el sector real, así como el margen que existe para fortalecer

más la regulación y la supervisión financiera en los años venideros.

Nuestra conclusión es que, en términos generales, los sistemas financieros de ALC se encuentran mucho mejor preparados, y son más resistentes, que en el pasado porque redujeron sustancialmente sus puntos débiles —como por ejemplo la exposición al riesgo cambiario o la dependencia del financiamiento externo— y establecieron reservas de capital importantes. Esto explica en parte por qué, tras seis meses de la crisis financiera internacional, los sistemas bancarios de ALC han manejado bien las presiones sobre sus economías. Además de las principales mejoras en el marco macroeconómico y los indicadores de vulnerabilidad, la ejecución satisfactoria —aunque aún en etapa de implementación en distintos grados en cada país— de una “primera generación” de reformas en los ámbitos de la regulación y supervisión financiera ha cumplido un papel trascendental. Entre las repercusiones que están sufriendo los bancos de la región, la que merece mayor atención es, a nuestro juicio, la del riesgo crediticio, ya que la recesión mundial reduce la rentabilidad y el ingreso de las empresas y los hogares que toman préstamos bancarios. A corto plazo, las políticas financieras deberán continuar enfrentando las dificultades inmediatas que surjan en varios frentes. A mediano plazo, quizá convenga que las autoridades evalúen seriamente la segunda generación de reformas regulatorias a nivel mundial que se está perfilando como consecuencia de la crisis internacional.

Nota: Este capítulo fue preparado por Jorge Iván Canales-Kriljenko. Se basa en parte en un estudio sobre las implicaciones de la reforma financiera y regulatoria mundial para ALC (Rennhack *et al.*, de próxima publicación).

Recuadro 3.1. Sistemas financieros de América Latina y el Caribe

Los bancos dominan los sistemas financieros latinoamericanos y son las únicas instituciones financieras con acceso a mecanismos de provisión de liquidez y otros componentes de la red de protección financiera. Los bancos extranjeros tienen una presencia significativa a través de sucursales y subsidiarias en unos 10 países de la región (véase el capítulo 4) y son los operadores dominantes en otros, como los integrantes de la Unión Monetaria del Caribe Oriental (ECCU), El Salvador, México y Panamá. Los bancos estatales controlan más del 10% de los depósitos en Argentina, Brasil, Chile, Costa Rica, la República Dominicana, Uruguay y Venezuela.

Algunos países (Brasil, Colombia, Chile, México, Perú, Panamá y Trinidad y Tobago) tienen mercados bien establecidos de acciones y bonos corporativos, así como fondos de pensiones, y unos pocos mantienen vínculos bastante estrechos con los mercados de capital mundiales. Con todo, los mercados de capital latinoamericanos son relativamente pequeños en comparación con los de las economías avanzadas.

Los fondos de pensiones privados manejan activos importantes y en crecimiento, que equivalen a entre 8 y 20% del PIB en Bolivia, Brasil, Colombia, El Salvador, México, Perú y Uruguay y 60% en Chile.

Situación inicial de los sistemas bancarios de ALC

De acuerdo con los indicadores de solidez financiera, los bancos de ALC están en posición de tolerar un estrés moderado. Concretamente, a juzgar por los indicadores elaborados a partir de datos nacionales agregados, los bancos de ALC son solventes y rentables, al menos en promedio, y las reservas de capital y liquidez a nivel de todo el sistema están ayudando a soportar la turbulencia financiera.

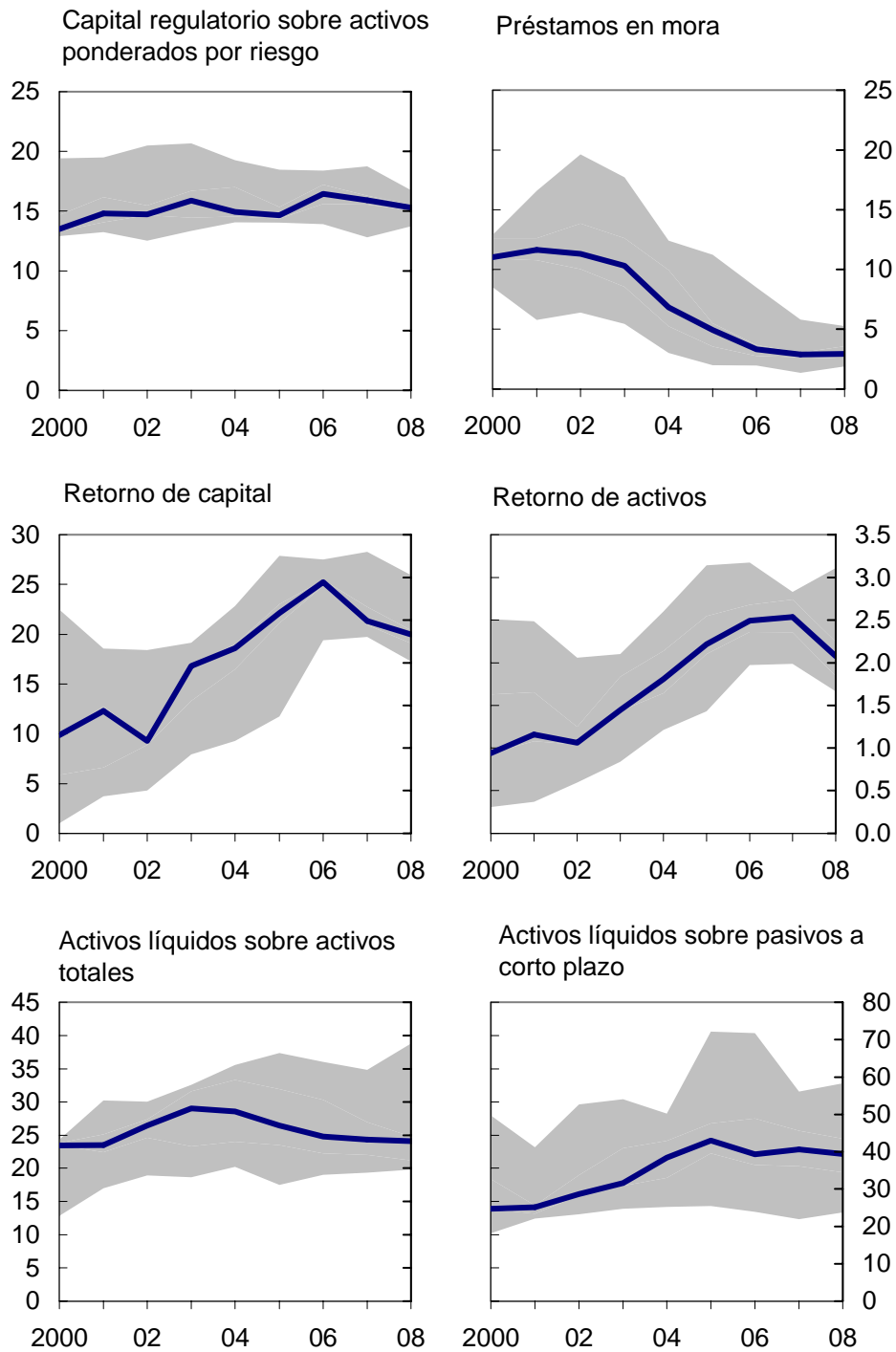
- La mayoría de los sistemas bancarios mantienen cocientes de solvencia patrimonial saludables, con una mediana que ronda el 15%, es decir, muy por encima del 8% que exige Basilea y de los límites regulatorios nacionales que son aún más elevados.
- La morosidad de la cartera de crédito ha venido bajando desde hace unos años y su mediana es de alrededor del 2,5%, aunque en 2008 aumentó ligeramente en algunos países importadores de materias primas.
- El retorno sobre capital es elevado en todos los países: la mediana fue de 20% en 2008, aunque está en descenso desde el año 2006.

- El retorno sobre activos es positivo en todos los países, con una mediana del 2% por año y poca dispersión, aunque esta última aumentó ligeramente en 2008.
- Si bien las razones de liquidez están disminuyendo, los activos líquidos representaban aún alrededor del 20% del total de activos y el 40% de los pasivos a corto plazo a fines de 2008 (gráfico 3.1), es decir, un nivel cómodo en situaciones que no son de crisis¹.

Aunque este panorama es alentador, hay que tener en cuenta que los indicadores de solidez financiera tienen limitaciones, entre ellas que a menudo son retrospectivos y que pueden ser reflejo de un largo período de crecimiento que quizá ya haya cambiado de dirección. Además, los datos a nivel del sistema pueden ocultar un deterioro de las condiciones financieras individuales de los bancos, sobre todo en el caso de bancos pequeños o medianos. Como en

¹ Los datos bancarios agregados son una referencia útil para describir las tendencias de los sistemas bancarios, pero obviamente no revelan el grado de estrés financiero de cada institución por separado. Aun así, en cierta medida son indicativos del estado de salud de los bancos sistemáticamente importantes, a los cuales les corresponden fuertes ponderaciones dentro del total.

Gráfico 3.1 América Latina y el Caribe: Indicadores de solidez financiera, 2000–08 1/



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

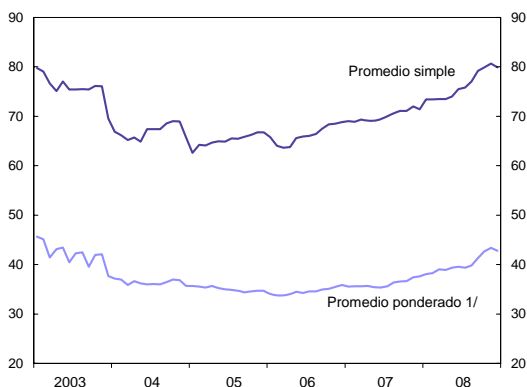
1/ La definición oficial de indicadores de solidez financiera varía de un país a otro. Las líneas sólidas indican la mediana de los indicadores de los países de la región, mientras que el área sombreada contiene del segundo al cuarto quintil.

cualquier otra recesión, no se puede descartar la posibilidad de tener que suministrar capital adicional a algunos bancos o incluso la quiebra de algún banco en particular.

Al igual que en otros mercados emergentes, los balances bancarios se expandieron rápidamente en ALC durante el último quinquenio. En 2008, el crecimiento de los activos bancarios continuó siendo vigoroso en los países que exportan materias primas, pero sufrió una desaceleración marcada en los países importadores de materias primas, lo que podría obedecer a efectos de riqueza derivados de los fuertes cambios en los precios relativos. Sin embargo, en la mayoría de los países de ALC el crecimiento del crédito disminuyó considerablemente en 2008. Entre 2004 y mediados de 2007, el crédito se había expandido a un ritmo muy rápido en toda la región, sobre todo en forma de préstamos para el consumo. La tendencia de la tasa mediana de crecimiento del crédito es claramente descendente desde entonces y ha caído a niveles del 10% frente al 30% que alcanzó en su punto máximo.

Préstamos bancarios al sector privado en América Latina y el Caribe

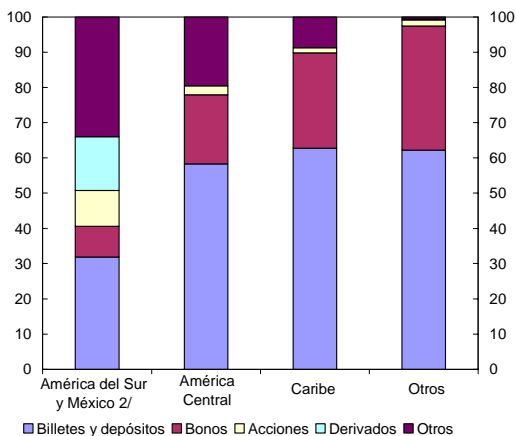
(Porcentaje de los depósitos locales privados)



Fuentes: Autoridades nacionales; y cálculos del personal técnico del FMI.
1/ Ponderado por el tamaño de los préstamos y depósitos expresados en dólares de EE.UU. en cada sistema bancario.

Estructura de activos externos, 2008 1/

(Porcentaje)

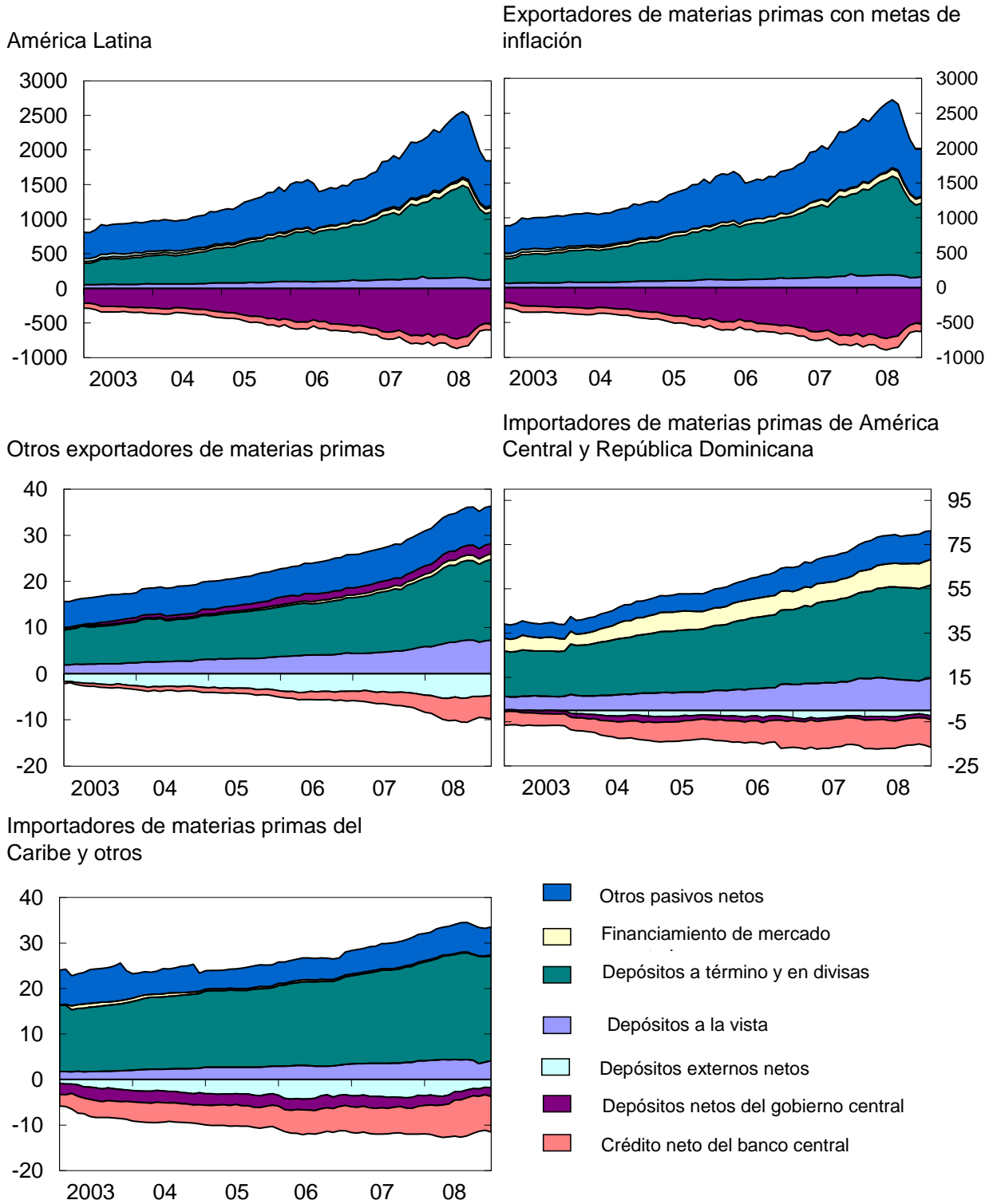


Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.
1/ En cada región, el gráfico muestra el promedio de la estructura porcentual en cada país.
2/ Incluye Brasil, Chile, Colombia, México y Uruguay.

- Las estructuras de los balances bancarios en ALC han venido mejorando con el correr del tiempo y parecen ser más sólidas que en otros mercados emergentes que están experimentando un estrés significativo (gráfico 3.2).
- Las carteras de préstamos de los bancos nacionales están adecuadamente cubiertas por una base de depósitos nacionales estable.
- Los bancos de ALC están poco expuestos a los activos "tóxicos" que causaron estragos en las economías avanzadas. La regulación prudencial en muchos países de la región estableció límites rígidos a la exposición

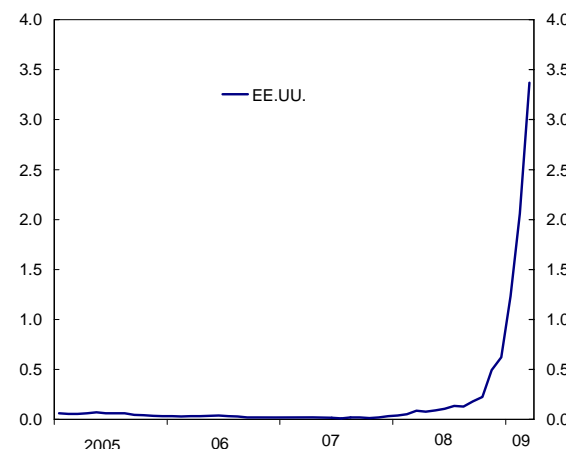
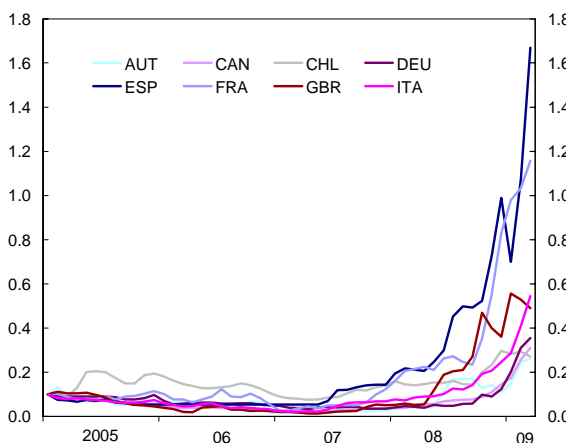
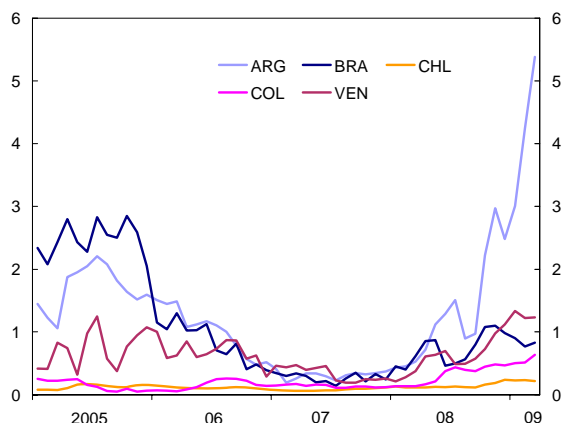
Gráfico 3.2. América Latina y el Caribe: Estructura de los pasivos netos de los bancos

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



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

Probabilidad esperada de incumplimiento 1/
(Porcentaje)



Fuente: Moody's KMV.
1/ Series de probabilidad esperada de incumplimiento (PEI) en el servicio de los pasivos bancarios están disponibles para los bancos que figuran en las bolsas de valores. Estos bancos representan entre el 30 y el 91 por ciento de los activos bancarios en los países de América Latina que se encuentran en el gráfico. La PEI de México fue excluida, ya que representa a sólo el 7 por ciento de los activos del sistema bancario.

bancaria a derivados complejos y productos financieros estructurados. La mayor parte de los activos externos de los bancos se encuentran invertidos en billetes y depósitos en divisas en el extranjero, aunque las economías latinoamericanas con mayor desarrollo financiero también operan con inversiones bursátiles y derivados.

- Los sistemas bancarios latinoamericanos mantienen posiciones de activos externos netos equilibradas o positivas, aun si se excluyen los encajes en moneda extranjera, particularmente en las economías dolarizadas. Ello contrasta con la situación de Europa emergente, por ejemplo, donde el crédito bancario se financiaba cada vez más con la afluencia de fondos externos.
- En los últimos años, tanto el activo como el pasivo del balance registraron una clara tendencia decreciente de la dolarización financiera, sobre todo en las economías sumamente dolarizadas como Bolivia, Paraguay y Perú. Esa tendencia se observa aún si se corrige por fluctuaciones del tipo de cambio real, aunque en los últimos meses la dolarización parecería haber aumentado levemente.
- Aunque los bancos internacionales son operadores importantes en los sistemas financieros de ALC, financian la mayoría de las actividades de sus subsidiarias y sucursales con depósitos captados en la región (véase el capítulo 4). Para la concesión del crédito no dependen principalmente del financiamiento al por mayor del exterior.

Aunque los indicadores de solidez financiera y las estructuras de los balances en la región son mayormente favorables, los analistas privados no tienen una impresión alentadora de la estabilidad del sector financiero de algunos países en la región. Por ejemplo, de acuerdo con las evaluaciones del riesgo país en el sector bancario

que lleva a cabo Standard & Poor's, los sistemas financieros de varios países de ALC — generalmente aquellos con elevados márgenes de riesgo en las tasas de interés de la deuda soberana— ocupan la categoría de riesgo más alta. Los indicadores de mercado apuntan a un aumento moderado de la probabilidad esperada de cesación de pagos en las obligaciones de deuda en algunos países de la región, aunque no tanto como en algunas economías avanzadas.

Impacto de algunos riesgos macroeconómicos en el sistema financiero

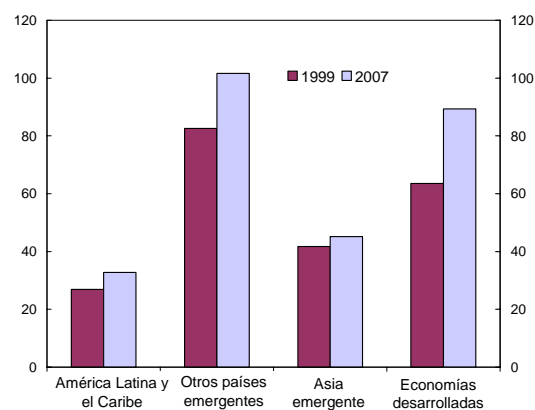
Hasta el momento, los sistemas bancarios latinoamericanos han manejado bien la crisis financiera internacional, pero la situación sigue siendo delicada. En la coyuntura actual, el factor de riesgo más importante para los sistemas financieros de ALC es el deterioro de la actividad económica y del comercio internacional, que bien podría afectar sustancialmente la calidad de las carteras de crédito bancarias. Existen también otros factores de riesgo que es necesario tener en cuenta, pero evaluando las estructuras de los balances agregados parecería que individualmente esos factores no tendrán un papel directo importante en la transmisión de la crisis mundial a los sistemas bancarios de ALC. Sin embargo, el efecto de los factores de riesgo se intensificaría si se materializaran al mismo tiempo. Asimismo, podrían afectar indirectamente a la salud de los bancos, a través de su impacto en las sociedades e instituciones financieras *on-shore* y *off-shore* que reciben crédito de los bancos nacionales o que están vinculadas a los bancos a través de su accionariado².

² Ejemplos recientes de este tipo de contagio son el colapso financiero de *CL Financial Group (CLICO)*, de Trinidad y Tobago, y los alegatos de fraude contra *Stanford Financial Group*, de Antigua y Barbuda.

Fuerte contracción del crecimiento y del comercio internacional

Las carteras de préstamos de los bancos de la región probablemente se verán afectadas a medida que la crisis financiera mundial siga su curso, se deteriore el entorno de negocios en ALC, aumente el desempleo y disminuyan los sueldos reales y las remesas, todo lo cual les podría complicar a los hogares el pago del crédito bancario. La fuerte desaceleración prevista de la expansión crediticia también tenderá a dejar al descubierto los préstamos problemáticos que podrían haber pasado inadvertidos gracias a las condiciones económicas generalmente favorables. Sin embargo, el empeoramiento de la calidad de las carteras de préstamos probablemente tenga menos implicaciones macroeconómicas que en otros mercados emergentes porque el crédito al sector privado como porcentaje del PIB es relativamente pequeño.

Crédito al sector privado 1/
(Porcentaje del PIB)



Fuente: FMI, International Financial Statistics.
1/ Ponderado por el PIB.

Las reservas de capital ofrecerán cierto margen de maniobra. Por ejemplo, el personal técnico del FMI estima que la razón de solvencia patrimonial del 18,3% que tenía Brasil en diciembre de 2008 bastaría para cubrir una pérdida de hasta el 10% de la cartera de préstamos a los sectores público y privado manteniéndose dentro del límite regulatorio del 11%. En el caso de México, se podría cubrir una pérdida de hasta el 11,8% de la

cartera de préstamos y mantenerse aún dentro del límite regulatorio del 8%.

Aunque las grandes reservas de capital brindan protección contra el riesgo de crédito, también deben servir frente al riesgo de mercado y otros riesgos a los cuales se exponen los bancos, derivados en algunos casos de transacciones fuera del balance. Muchas veces también son un resguardo ante los riesgos que asumen instituciones financieras pertenecientes al mismo grupo económico.

Interrupción repentina de flujos externos (*sudden stop*)

Los sistemas bancarios latinoamericanos parecen estar bien cubiertos contra el riesgo de liquidez en divisas derivado de una interrupción repentina de los flujos externos. En particular, la mayoría de los sistemas bancarios latinoamericanos dispone de suficientes activos en el extranjero para atender la liquidación de pasivos frente a no residentes. Salvo contadas excepciones (Costa Rica, Guatemala, Jamaica, Nicaragua y Santa Lucía), la posición de activos externos netos de los sistemas bancarios de ALC es positiva o muy baja en comparación con los depósitos nacionales.

La exposición de los bancos internacionales en ALC es sustancial (véase el capítulo 4), pero está financiada principalmente con depósitos captados en la región, no con endeudamiento externo. Además, los bancos internacionales que operan en ALC en general están considerados como “demasiado grandes para quebrar” (de hecho, algunos ya fueron objeto de rescates estatales). Sus operaciones en ALC se cuentan entre las más rentables y mejor capitalizadas de la región. Por lo tanto, quizá sea razonable asumir que estas instituciones mantendrán una presencia importante en ALC. No obstante, siempre existe el riesgo de que las subsidiarias locales de bancos internacionales reciban instrucciones de transferir grandes sumas a su casa matriz, por lo tanto, algunos supervisores han restringido los límites

para los préstamos a entidades relacionadas a fin de cubrir estos riesgos.

Otro riesgo es que la falta generalizada de acceso al crédito extranjero afecte indirectamente a los sistemas bancarios a través de su efecto en las empresas de la región que forman parte de su cartera de préstamos o pertenecen al mismo grupo económico que un banco. Cabe mencionar que hay bancos declarantes del Banco de Pagos Internacional (BPI) fuera de ALC que prestan alrededor de US\$300.000 millones a gobiernos y sectores privados de la región. Aunque los gobiernos y las empresas nacionales mantienen unos US\$200.000 millones en bancos declarantes del BPI, los prestatarios y los depositantes no siempre coinciden³.

Por otra parte, el acceso limitado al crédito extranjero de hecho podría ampliar las oportunidades comerciales de los bancos nacionales. Con menor competencia del extranjero, los bancos pueden atender las necesidades de empresas nacionales grandes que obtenían préstamos en el exterior. Eso podría ocurrir a costas de los hogares y de las empresas pequeñas y medianas, que podrían verse desplazados, algo que ya ocurre en algunos países de la región, lo que también puede incrementar el riesgo de crédito al elevar la concentración de la cartera de préstamos.

Riesgo cambiario

A diferencia del pasado, cuando resultó ser muchas veces el talón de Aquiles de la región de ALC, la exposición actual de los bancos al riesgo cambiario es mucho menor. Una rápida depreciación de la moneda nacional podría afectar a los bancos directa e indirectamente. El efecto directo ocurre a través de las posiciones abiertas netas en moneda extranjera en sus balances, y el indirecto, a través del deterioro de la calidad del crédito en moneda extranjera. Aunque no es fácil obtener información sobre las posiciones abiertas

³ Sin embargo, coinciden a menudo, dado el gran nivel de concentración de la riqueza en algunos países de la región.

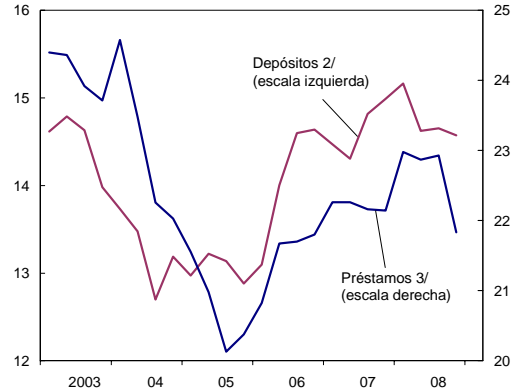
netas en moneda extranjera en la mayoría de los países de ALC, las autoridades competentes suelen monitorear diariamente las posiciones de todas las instituciones supervisadas, dado que se encuentran sujetas, en la mayoría de los casos, a límites prudenciales cuantitativos. Para analizar la exposición directa de los sistemas bancarios de los países que no publican regularmente estos datos, se calcularon las posiciones abiertas netas en moneda extranjera partiendo de la información bancaria estandarizada, agregada y detallada que se le presenta al FMI para el informe *International Financial Statistics*. El análisis confirma que las posiciones agregadas son positivas en la mayor parte de los países, pero con una tendencia descendente. En algunos casos (por ejemplo, Chile y Colombia), los bancos utilizan derivados para cubrir sus exposiciones cambiarias.

La exposición al riesgo de crédito en moneda extranjera es menor que en el pasado, pero sigue siendo sustancial en las economías más dolarizadas. Sin embargo, la desdolarización del crédito en el pequeño grupo de economías sumamente dolarizadas ha ayudado a reducir el riesgo crediticio generado por las fluctuaciones cambiarias. En varios países existen reglas prudenciales que en efecto lo limitan (Honduras, Perú y Uruguay, entre otros).

Por otra parte, desde la caída de Lehman Brothers no se registraron depreciaciones fuertes de la moneda más que en una minoría de grandes exportadores de materias primas. En estos casos, la depreciación contribuyó a neutralizar el efecto negativo que produjo el colapso de los precios de las materias primas en el sector exportador y, en última instancia, en la calidad del crédito a la exportación. Aún así, es demasiado pronto para determinar el efecto neto total en la calidad de las carteras bancarias de préstamo.

Las pérdidas empresariales cuantiosas vinculadas a fluctuaciones cambiarias pueden ser una fuente indirecta de riesgo crediticio. Sin embargo, la cobertura de las empresas frente al riesgo cambiario parece haber mejorado en los

Préstamos y depósitos transfronterizos 1/
(Porcentaje)



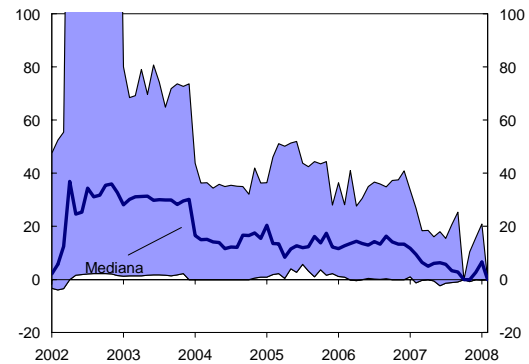
Fuentes: Banco de Pagos Internacionales (BPI); y cálculos del personal técnico del FMI.

1/ Correspondiente a las operaciones transfronterizas, no bancarias de los residentes de América Latina y el Caribe con los bancos que reportan al BPI. Las participaciones fueron calculadas sobre la base de precios y tipos de cambio constantes de 2007.

2/ Depósitos en bancos extranjeros como porcentaje de sus depósitos totales tanto en bancos establecidos localmente como en el exterior.

3/ Préstamos obtenidos de bancos extranjeros como porcentaje del total de préstamos recibidos tanto de bancos establecidos localmente como en el exterior.

Posiciones cambiarias estimadas en países seleccionados de América Latina y el Caribe, 2002-08 1/
(Porcentaje del capital)



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

1/ El área excluye el 20% superior e inferior de la distribución de posiciones cambiarias abiertas netas. Incluye datos de Brasil, Chile, Colombia, Costa Rica, República Dominicana, ECCU, El Salvador, Guatemala, Honduras, Jamaica, México, Nicaragua, Panamá, Paraguay y Uruguay.

últimos años (véase la edición de noviembre de 2008 de *Perspectivas económicas: Las Américas*). Una excepción son las pérdidas generadas por derivados en moneda extranjera que sufrieron algunas empresas en Brasil y México a fines de 2008.

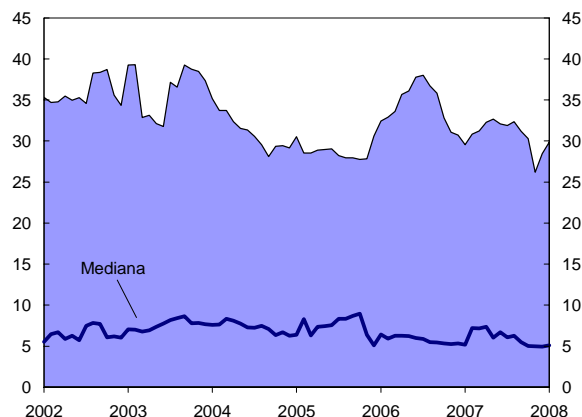
Deflación en el precio de los activos

La deflación en el precio de los activos constituye otra modalidad de riesgo de mercado. La exposición directa de los bancos a las fluctuaciones de los mercados bursátiles varía según el país. El nivel mediano de tenencias accionarias es relativamente bajo —alrededor del 5% del capital— pero considerablemente más elevado en algunas de las economías más grandes. Estas cifras se deben considerar como el límite superior de la exposición de los bancos a las fluctuaciones de corto plazo de los precios de las acciones, ya que los bancos mantienen en su cartera de valores negociables sólo un porcentaje menor de las acciones que poseen⁴. Además de los efectos directos en los balances de los bancos, la caída de precios de las acciones puede influir en el producto y la demanda agregada debido a la destrucción de la riqueza financiera, pero este canal presuntamente sería débil en ALC porque la capitalización de mercado es generalmente baja y la tenencia de acciones suele estar sumamente concentrada en la población más acaudalada. En el sector financiero de ALC, el derrumbe bursátil afectó a los activos de los fondos de pensiones de varios países, erosionando la riqueza de los hogares (lo cual podría terminar transformándose en un pasivo fiscal). Por ejemplo, en Perú los activos de los fondos de pensiones cayeron casi 20% en términos nominales entre fines de 2007 y febrero de 2009. En otros países (México), el efecto fue más leve porque existen limitaciones más estrictas en cuanto a las inversiones que los

⁴ Las normas contables de muchos países de ALC ya exigen valorar a precios de mercado los bonos y las acciones que figuran en las carteras de operaciones, exceptuando en general a los que se conserva hasta el vencimiento.

Tenencias de acciones en bancos de países seleccionados de América Latina y el Caribe, 2002-08 1/

(Porcentaje del capital)



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.
1/ El área no incluye el 20% superior e inferior de la distribución. Incluye datos de Brasil, Chile, Colombia, México, Uruguay, Costa Rica, Guatemala, Honduras, República Dominicana, El Salvador, Nicaragua, Panamá, the ECCU, Jamaica, and Paraguay.

fondos de pensiones pueden efectuar en los mercados de valores.

La exposición de los bancos a los precios de los inmuebles surge del valor de las garantías que respalda la cartera hipotecaria. Los bancos latinoamericanos por lo general muestran en sus libros las hipotecas que originan (a diferencia de lo ocurrido en los últimos tiempos en Estados Unidos, donde los bancos titularizaron algunos de los préstamos que originaron y los retiraron de los balances, al menos provisionalmente) y el valor de las propiedades es una fuente importante de garantía. La caída de los precios de los inmuebles puede afectar al sistema bancario si es lo suficientemente pronunciada para incentivar la suspensión de los pagos (default). Sin embargo, en ALC la exposición al mercado inmobiliario es aún pequeña y el crédito hipotecario no es uno de los que más creció. Concretamente, como porcentaje del crédito total de los hogares los préstamos hipotecarios siguen una tendencia decreciente en muchos países (Argentina, Bolivia, Brasil, Colombia y Perú); más elevado fue el crecimiento del crédito al sector privado otorgado directamente en forma de préstamos para el consumo y tarjetas de crédito. En algunos países las carteras hipotecarias están creciendo, aunque a

partir de un nivel bajo (generalmente, aún menos del 30% del crédito total de los hogares). La exposición hipotecaria es un poco más elevada en los países de la ECCU.

Implicaciones para la regulación prudencial y la supervisión bancaria

El marcado deterioro de las condiciones macroeconómicas requiere un estado de alerta en el ámbito de la supervisión bancaria. La región de ALC aún dispone de cierto margen de maniobra antes de que se concreten íntegramente los riesgos derivados de la recesión mundial, y los supervisores y reguladores del sector financiero tienen ahora la oportunidad de aprovecharlo al máximo. La región ya realizó un avance significativo en la regulación prudencial y la supervisión bancaria, pero aún se puede seguir progresando (gráfico 3.3).

El centro de atención inmediato ha sido, con justa razón, el seguimiento cuidadoso de acontecimientos de alta frecuencia en el panorama económico y los sistemas de alerta anticipada para detectar y corregir problemas que podrían adquirir dimensiones sistémicas. En algunos países hubo que ampliar la información que reciben los supervisores para abarcar, entre otras cosas, las operaciones de los bancos fuera de los balances, el endeudamiento de los hogares, los precios de los bienes inmuebles y otros valores utilizados como garantía. En otros países, también hubo necesidad de obtener información sobre la salud de las empresas del grupo empresarial al que pertenece el banco.

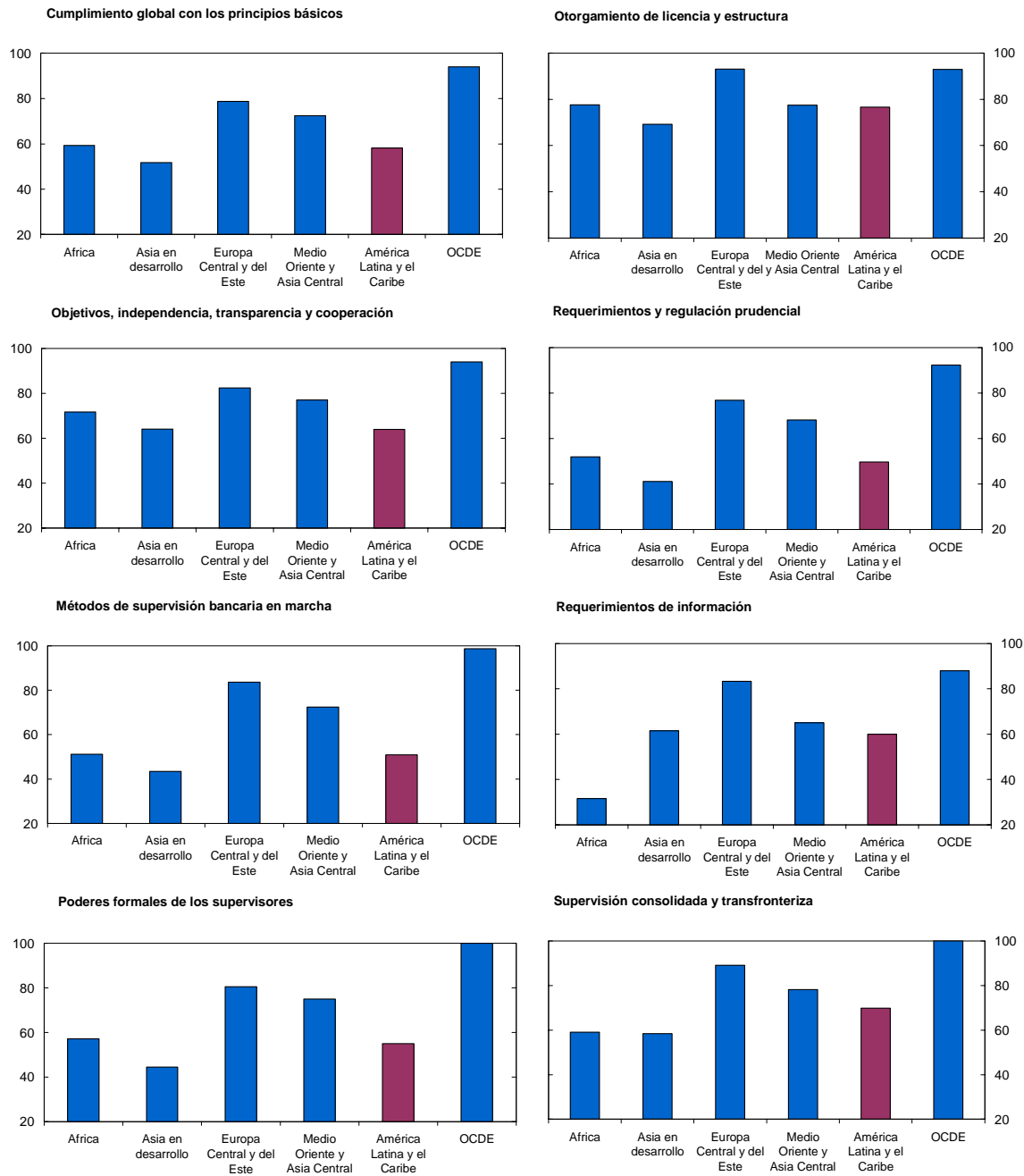
Es razonable suponer que las intervenciones extraordinarias con respecto a la provisión de liquidez contribuyeron a evitar marginalmente corridas bancarias motivadas por temor y ajenas a la situación financiera fundamental de los bancos. Los bancos centrales de muchos países de la región han creado mecanismos para suministrar liquidez en moneda nacional y extranjera en caso de necesidad. A diferencia de crisis externas del

pasado, muchos países pudieron distender la política monetaria y eso contribuyó a proveer liquidez en los bancos. Obviamente, el margen de asistencia en forma de liquidez está limitado por el marco monetario, sobre todo en los países con tipos de cambio fijo o aquellos mayormente o plenamente dolarizados. Algunas autoridades nacionales también han buscado fuentes alternativas de financiamiento a mediano plazo para los bancos o establecido programas oficiales encaminados a atenuar el riesgo de crédito que corren los bancos. Algunos bancos públicos han prestado apoyo (véase el capítulo 2).

Las pruebas de estrés periódicas vienen cumpliendo un papel crucial en el ámbito de la supervisión. Los supervisores saben que un análisis *extra situ* puede revelar la posibilidad de problemas, pero para evaluar el impacto total en la rentabilidad o en el nivel de capitalización bajo un escenario de estrés es necesaria información que está a disposición únicamente de la alta gerencia de cada banco. Como complemento de las inspecciones *in situ* periódicas, las pruebas de estrés pueden producir señales de alerta anticipada. Los ejercicios en los cuales existe una estrecha colaboración entre el banco central (que establece el marco macroeconómico) y el ente supervisor (que coordina con los bancos el impacto que produce cada alternativa en los balances y la rentabilidad) pueden ser especialmente útiles. Este tipo de análisis puede identificar, por ejemplo, exposiciones cambiarias derivadas de contratos financieros que pueden ser difíciles de detectar en un balance.

Dada la situación externa, parecería prudente reexaminar de cerca los marcos de resolución bancaria, las redes de protección financiera y las estrategias para enfrentar el riesgo sistémico. Quizá sea conveniente elaborar planes de contingencia para los escenarios más desfavorables y decidir qué reformas requieren los mecanismos jurídicos y regulatorios, para poder ponerlos en marcha rápidamente en caso de necesidad. En algunos países, posiblemente lo más

Gráfico 3.3. Grado de cumplimiento de los principios básicos de Basilea 1/ 2/



Fuentes: Base de datos del FMI sobre normas y códigos; y Rennhack y otros, de próxima publicación.

1/ Promedio en cada región del porcentaje de los principios en cada categoría considerados cumplidos totalmente o en gran medida.

2/ Albania, Alemania, Algeria, Andorra, Anguilla, Antigua y Barbuda, Antillas Neerlandesas, Arabia Saudita, Armenia, Aruba, Australia, Austria, Azerbaijón, Bahamas, Bahreín, Bangladesh, Barbados, Belarus, Bélgica, Belice, Bermuda, Bolivia, Bosnia y Herzegovina, Botswana, Brasil, Bulgaria, Camerún, Canadá, Chile, Chipre, Colombia, Comunidad Económica y Monetaria de África Central, Corea, Costa de Marfil, Costa Rica, Croacia, Dinamarca, Ecuador, Egipto, El Salvador, Emiratos Arabes Unidos, España, Estonia, Filipinas, Finlandia, Francia, Gabón, Georgia, Ghana, Gibraltar, Grecia, Guatemala, Guernesey, Guinea, Guyana, Holanda, Honduras, Hong Kong, Hungría, India, Indonesia, Irán, Irlanda, Isla de Man, Islandia, Islas Caimán, Islas Cook, Islas Marshall, Islas Turcas y Caicos, Islas Vírgenes Británicas, Israel, Italia, Jamaica, Japón, Jersey, Jordán, Kazajstán, Kenia, Kirguistán, Kuwait, Labuan (Malasia), Latvia, Líbano, Lituania, Luxemburgo, Macao, Macedonia, Madagascar, Malta, Mauritius, México, Moldova, Montserrat, Morocco, Mozambique, Namibia, Nicaragua, Nigeria, Noruega, Nueva Zelanda, Omán, Pakistán, Palao, Panamá, Paraguay, Perú, Polonia, Portugal, Qatar, Reino Unido, República Checa, República Dominicana, República Eslovaca, Ruanda, Rumania, Rusia, Samoa Americana, San Vicente y las Granadinas, Serbia, Seychelles, Singapur, Siria, Sri Lanka, Sudáfrica, Suecia, Suiza, Tailandia, Tanzania, Trinidad y Tobago, Tunisia, Turquía, Ucrania, Uganda, Unión Monetaria del Caribe Oriental (ECCU), Uruguay, Vanuatu, Yemen y Zambia.

apremiante sea conceder a los supervisores resguardo jurídico y la potestad de actuar decisivamente si fuera necesario para promover la estabilidad financiera nacional. La mayoría de los países de la región cuenta con redes de protección financiera, pero sólo algunos tienen un marco íntegramente pensado en función de una crisis sistémica. Incluso en el caso en que no se sancione alguna ley (o las necesarias enmiendas), lo cual podría resultar contraproducente en el actual entorno, quizá sea útil tener preparados borradores para enviar al Congreso en caso de emergencia.

Planes a mediano plazo

En la medida en que la coyuntura permita adaptar los planes de supervisión y regulación de mediano plazo, los supervisores podrían considerar las lecciones para la regulación prudencial y supervisión bancaria que los países avanzados vienen obteniendo de la crisis financiera mundial. Entre éstas se encuentran la necesidad de i) ampliar el perímetro de la regulación y la supervisión reevaluando el concepto de institución sistémica que requiere de un marco regulatorio más estricto, ii) hacer más eficaz la supervisión consolidada, iii) ajustar las prácticas regulatorias e institucionales actuales a fin de reducir la prociclicidad, iv) reforzar las prácticas de divulgación de información sobre mercados e instituciones financieras de importancia sistémica y v) otorgar a los bancos centrales un mandato más amplio en materia de estabilidad financiera, lo que permitirá prestar más atención al control de los auges del crédito y de precios de los activos (Rennhack *et al.*, de próxima publicación).

El debate acerca del perímetro regulatorio destaca el hecho de que toda institución financiera que pueda poner en peligro al sistema financiero debe ser estrechamente regulada y supervisada. Los supervisores deben tener flexibilidad para

determinar en qué momento las instituciones caen dentro del perímetro de regulación estricta y cuáles se dejan en el perímetro exterior, sujetas a una regulación menos exigente. Los bancos siempre estarán sujetos a una regulación estricta porque tienen acceso directo a la red de protección financiera del país. Las instituciones no bancarias sistémicas deben estar sujetas a una vigilancia rigurosa ya que podrían perturbar y comprometer la confianza en el sistema financiero. Estas podrían incluir instituciones que mantienen vínculos estrechos con grandes bancos, las instituciones financieras grandes (incluidas las operaciones fuera del balance), las instituciones fuertemente apalancadas y aquellas que desempeñan una función clave en la infraestructura financiera, como la custodia, la compensación, la liquidación o el sistema de pagos.

La mayoría de los países latinoamericanos ya tiene amplios perímetros regulatorios y de supervisión, aunque cabría suponer que algunas instituciones sistémicas no están suficientemente reguladas y supervisadas. Entre los ejemplos de posibles actividades financieras no bancarias sistémicas se podrían incluir a las compañías de seguros, las instituciones financieras *off-shore*, las asociaciones y cooperativas de crédito, los fondos de inversión, las compañías financieras y los fondos mutuos de inversión. La incorporación de instituciones sistémicas a un sólido perímetro regulatorio y de supervisión es a todas luces más urgente en el caso de los países que tienen grandes instituciones financieras no bancarias y mercados internos de capital, aunque últimamente han surgido ejemplos de riesgo sistémico en algunas economías con sistemas financieros menos desarrollados.

A la luz de lo anterior, el refuerzo de la supervisión consolidada es una importante meta a mediano plazo para la mayoría de los países de la región. La trascendencia de este tema se debe a

Recuadro 3.2. Provisiones anticíclicas en la región de ALC

Varios países han intentado lograr que los bancos calculen las provisiones teniendo en cuenta el perfil de riesgo de la cartera de préstamos a lo largo de todo el ciclo económico. España dio el primer paso en el año 2000 y algunas economías latinoamericanas adoptaron enfoques parecidos: Bolivia (2008), Colombia (2007), Perú (2008)¹ y Uruguay (2001). El método básicamente consiste en constituir provisiones durante períodos de expansión y utilizarlas en los períodos de contracción o desaceleración para hacer frente al aumento de la morosidad. Las provisiones constituidas durante las épocas de bonanza por lo general se denominan “estadísticas” o “anticíclicas” para diferenciarlas de las provisiones “específicas” asignadas a determinados préstamos problemáticos. El mecanismo consiste en convertir las provisiones anticíclicas en provisiones específicas a media que sea necesario. Las regulaciones nacionales difieren en el porcentaje de provisiones que es necesario constituir durante las épocas de prosperidad; entre otros factores influyen la clasificación de los préstamos y el método utilizado para determinar la posición de la economía a lo largo del ciclo y las condiciones aplicadas para convertir provisiones anticíclicas en provisiones específicas.

¹ Perú adoptó un esquema temporal de provisiones anticíclicas basado en márgenes financieros en el año 2000.

prevalencia de grandes conglomerados financieros, bancos regionales y *off-shore* (América Central y el Caribe) y la presencia significativa de bancos internacionales en muchos países. La supervisión consolidada se encuentra en una etapa inicial de desarrollo en la mayor parte de ALC, pero en algunos casos se ha logrado un progreso considerable. La clave está en corregir las deficiencias que puedan existir en el marco jurídico y en asegurar la eficacia de los memorandos de entendimiento, creando mecanismos que institucionalicen la distribución de información y la cooperación. Establecer una supervisión consolidada eficaz con las economías avanzadas seguirá siendo un gran reto.

La regulación prudencial anticíclica es un ámbito que merece estudio. Los sistemas regulatorios de la región tienen efectivamente características que promueven la prociclicidad, como por ejemplo ciertas normas sobre solvencia patrimonial en caso de crisis y sobre provisiones, así como reglas contables. Algunos países de la región ya han tomado medidas en este sentido mediante la adopción de, por ejemplo, disposiciones sobre sistemas de provisiones anticíclicas (recuadro 3.2). Sin embargo, la regulación prudencial anticíclica podría resultar contraproducente, especialmente en los países que no tienen antecedentes sólidos de política económica. Como sucede con cualquier otro tipo

de política anticíclica, una distensión en el presente conlleva una restricción en el futuro, y eso a menudo crea un dilema de “incoherencia temporal” porque una vez que se diluye el riesgo puede haber menos incentivos para instituir restricciones.

Conclusiones

La mayoría de los sistemas bancarios latinoamericanos enfrentan la crisis financiera mundial desde una posición sólida. Disponen de reservas de capital y liquidez significativas que los han ayudado a absorber shocks moderados y sus políticas financieras han logrado contener los riesgos. Seis meses después del desplome de Lehman Brothers, ningún sistema bancario latinoamericano ha registrado crisis bancarias. Al estar poco expuestos directamente a productos financieros estructurados y activos tóxicos — factores de estrés para las economías avanzadas y otros mercados emergentes—, los sistemas bancarios regionales muestran saldos equilibrados o positivos en las posiciones de activos externos netos y las posiciones abiertas netas en moneda extranjera. Dependen principalmente de los depósitos locales para financiar sus carteras de préstamos y, por lo tanto, el impacto directo de la falta de liquidez en los mercados financieros internacionales es relativamente pequeño.

Aun así, los sistemas bancarios de ALC están operando en condiciones adversas ya que existe la probabilidad de que experimenten un estrés considerable como consecuencia de una rápida desaceleración de la actividad económica, lo cual podría erosionar la confianza si no se adoptan resguardos adecuados. Uno de los retos más grandes será minimizar las interacciones perversas entre el sector real y el sector financiero. Si bien los sistemas bancarios parecen resistentes, si la crisis durase más de lo previsto (como se contempla en nuestro escenario pesimista) siempre existe el riesgo de que algunos casos aislados de bancos en estrés deban ser resueltos por las autoridades nacionales, para lo cual una oportuna revisión del marco de resolución bancaria será clave para garantizar que se aborden ordenadamente los casos no sistémicos e individuales. En ese sentido, muchas autoridades de la región adoptaron medidas acertadas para mantener la estabilidad de las condiciones internas de liquidez y el flujo ininterrumpido de crédito.

El marcado deterioro de la situación macroeconómica requiere un estado de alerta en el ámbito de la supervisión bancaria. El centro de atención inmediato debe ser el seguimiento cercano de acontecimientos de alta frecuencia en el panorama económico y los sistemas de alerta anticipada para detectar y corregir problemas de las instituciones financieras que podrían adquirir dimensiones sistémicas. Será importante avanzar con los planes para contingencias, las redes de protección financiera y los marcos de resolución bancaria. A mediano plazo, las autoridades nacionales quizá deseen estudiar un plan que incluya las lecciones que se derivan de la actual crisis global internacional. Ellas incluyen la ampliación del perímetro de regulación estricta a fin de incluir a todas las instituciones financieras de importancia sistémica, reforzar la supervisión consolidada y reducir la prociclicidad de la regulación prudencial, entre otros factores.

IV. ¿Transmitirán los bancos internacionales la contracción mundial del crédito a los países de América Latina y el Caribe?

Un posible canal de transmisión de la contracción global del crédito

Para muchos países emergentes y en desarrollo alrededor del mundo, los bancos extranjeros han jugado, en general, un rol positivo en el desarrollo y estabilidad de sus sistemas financieros¹. No obstante ello, en el contexto de la actual crisis financiera mundial, los bancos extranjeros globales —cuya casa matriz se encuentra típicamente en una economía avanzada pero que operan en una multiplicidad de países— constituyen un posible canal de propagación de los shocks financieros mundiales. A medida que sus pérdidas aumentan y la calidad de sus activos se deteriora marcadamente, la carrera mundial por conseguir liquidez en dólares y la necesidad de un “desapalancamiento” de sus balances financieros podría impulsar a los bancos con actividad internacional a reducir su exposición en los países emergentes y en desarrollo.

En este capítulo se examina el comportamiento reciente y el posible comportamiento futuro de dichos bancos extranjeros con respecto a la región de América Latina y el Caribe (ALC). La cuestión es relevante para las perspectivas

Nota: Este capítulo fue preparado por Herman Kamil y Kulwant Rai. Los autores agradecen a Sebastián Goerlich por su ayuda en la interpretación de los datos del Banco de Pagos Internacionales.

¹ En general, la presencia de bancos extranjeros se ha considerado un fenómeno positivo en los países emergentes, fortaleciendo el sistema financiero de los países anfitriones (a través de una asignación más eficiente de capital, el aumento de la competencia y el desarrollo de servicios financieros más sofisticados, entre otros). Para un análisis exhaustivo, véase Claessens *et al.* (2001) y Banco Mundial (2008).

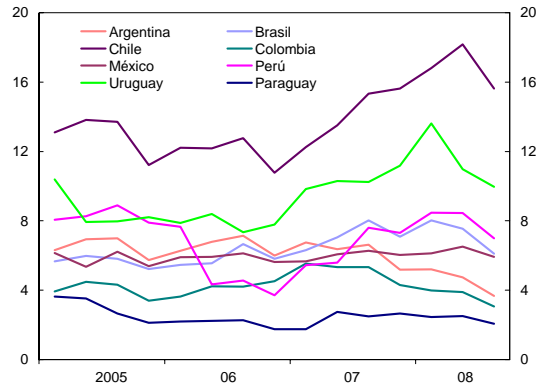
económicas de ALC, en la medida que los bancos extranjeros han servido como fuente importante de financiamiento para las empresas y los hogares de muchas economías latinoamericanas. Este estudio muestra que los bancos internacionales han operado en ALC de manera fundamentalmente diferente a la observada en otras regiones, sobre todo Europa emergente, y que ello tiene implicaciones relativamente favorables en términos de la disponibilidad de crédito en ALC en el futuro.

De partida, es esencial aclarar que los bancos extranjeros conceden préstamos a los países de ALC (y otras economías) a través de dos modalidades bien distintas:

- i. *Directamente, desde su casa matriz en el extranjero* (crédito desde el exterior o “flujos transfronterizos”). En la terminología de la balanza de pagos de un país, el crédito recibido de un banco extranjero a través de este canal tradicional representa un ingreso de capitales, y la acumulación de un pasivo frente a no residentes (una forma de deuda externa).
- ii. *Indirectamente, a través de las actividades de sus filiales en los países de ALC* (subsidiarias o sucursales de propiedad extranjera residentes en la economía local). Puesto que estas filiales son residentes de sus países anfitriones, el crédito que conceden dentro del país *no* representa ningún flujo de balanza de pagos ni constituye deuda externa del país anfitrión. En la mayoría de los países de ALC, esta modalidad indirecta es la principal forma de operación de los bancos extranjeros, y a menudo ocurre

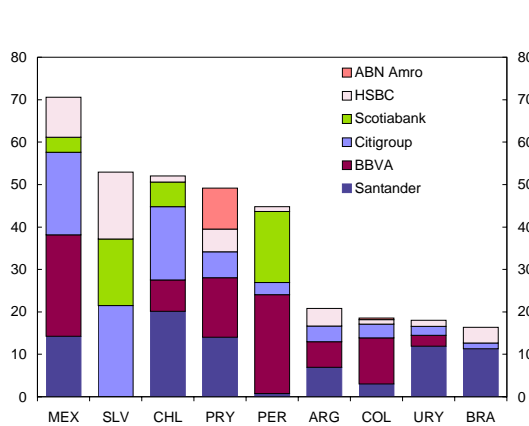
en una escala significativa. En efecto, estas filiales locales de propiedad extranjera actualmente poseen una parte sustancial de los activos del sistema bancario local en varios países de ALC².

Préstamos de bancos extranjeros concedidos desde el exterior 1/
(Porcentaje del PIB)



Fuentes: Banco de Pagos Internacionales; y cálculos del personal técnico del FMI.
1/ Crédito concedido desde el exterior a todos los sectores de la economía, excepto a las filiales locales de los bancos extranjeros.

Proporción de los activos bancarios en subsidiarias y sucursales de bancos extranjeros globales
(Porcentaje del total de activos del sistema bancario, fin de 2008)



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

Este capítulo se basa en gran medida en las estadísticas bancarias internacionales publicadas por el Banco de Pagos Internacionales (BPI), que combinan información sobre los dos tipos de financiamiento mencionados anteriormente, a fin de mostrar una visión integral de la exposición de los bancos internacionales a los riesgos de un país determinado. Esta perspectiva de análisis basada en la propiedad de los bancos es de particular interés en la medida que los bancos internacionales decidan manejar sus negocios en forma centralizada, administrando a sus filiales locales como parte de su portafolio global. En este caso, un banco global que enfrenta problemas de liquidez o de capital podría instruir a sus filiales a que restrinjan el crédito localmente para apuntalar la posición patrimonial consolidada del grupo, o a que transfieran liquidez a la casa matriz. Por otro lado, aun cuando algunas decisiones se tomen de manera centralizada, es posible que las filiales locales sigan un modelo de negocios independiente y que sus actividades crediticias respondan de manera diferenciada —o incluso no respondan— a shocks que afecten a su casa matriz. Como se muestra más adelante, encontramos evidencia clara de tales diferencias de comportamiento en el período más reciente de tensiones financieras mundiales.

Para ilustrar la posible transmisión del proceso global de desapalancamiento financiero a través de los bancos extranjeros, la primera parte del capítulo describe algunas de las principales características de la operativa de los

² No obstante, en unos pocos países de la región (como Ecuador, Guatemala, la República Dominicana y Venezuela), el sistema bancario pertenece en su mayor parte a propietarios nacionales.

bancos extranjeros en la región. Luego analiza econométricamente los factores determinantes del otorgamiento de crédito de los bancos extranjeros a América Latina, centrándose especialmente en la importancia de las condiciones de liquidez internacional y la solvencia financiera de los bancos internacionales. Estos resultados se utilizan para ilustrar la forma en que los bancos extranjeros podrían comportarse en el futuro inmediato respecto a los flujos de financiamiento hacia los países de ALC, dadas las perspectivas de la situación financiera mundial y otros determinantes fundamentales.

El capítulo documenta que el crédito de los bancos extranjeros a las distintas regiones del mundo se retrajo fuertemente en 2008. Para la mayoría de las regiones, esta desaceleración o contracción del crédito empezó en 2008T2, y se profundizó durante el año. Por otro lado, el crédito otorgado a la región de ALC sólo empezó a ser afectado con fuerza en el último trimestre del 2008. Durante este trimestre, el crédito transfronterizo a ALC se contrajo bruscamente, mientras que los préstamos otorgados por las sucursales —que juegan un papel muy importante en la región— demostró ser mucho más resistente. Mirando hacia adelante, el análisis sugiere que el endurecimiento de las condiciones financieras mundiales, junto con una lenta recuperación en la salud financiera de los bancos globales, debería afectar negativamente al crédito de bancos extranjeros otorgado a ALC. La reversión más fuerte probablemente se dé en el crédito transfronterizo; el hecho de que el financiamiento desde el exterior de los bancos extranjeros generalmente juega un papel menos relevante en la región limitará el impacto potencial de la contracción crediticia.

Efectivamente, varias de las características estructurales de la participación de los bancos extranjeros en la región sugieren que la contracción del crédito de los bancos internacionales no será tan severa como en otras

regiones de países emergentes, ni como lo fue en el propio pasado en ALC. La mayor parte de los préstamos concedidos por los bancos extranjeros se da a través de sus filiales locales y en la moneda local de los países de la región, lo que mitiga el riesgo de que se produzca una reversión en el flujo de activos de los bancos extranjeros hacia sus países de origen. Además, gran parte del financiamiento de los bancos de propiedad extranjera en América Latina ha provenido de fuentes locales (mayormente depósitos), más que de recursos de sus casas matrices³. Presentamos evidencia que indica que estas características de la operativa de los bancos internacionales reduce el riesgo de contagio de la restricción de liquidez internacional. Además, la madurez de los préstamos a la región de ALC se ha volcado hacia el largo plazo, lo que reduce la vulnerabilidad a una reversión repentina del financiamiento de corto plazo de los bancos extranjeros. En su conjunto, estas características aumentan la robustez de los sistemas financieros de los países de ALC ante las tensiones financieras de los mercados avanzados, a pesar del panorama general negativo.

Principales características del crédito de los bancos extranjeros a ALC

El análisis se basa en las Estadísticas Bancarias Consolidadas del Banco de Pagos Internacionales (BPI), que contienen información agregada a nivel de cada país sobre el crédito bruto otorgado por bancos internacionales a los sectores bancario y no bancario en los países de América Latina al último trimestre de 2008⁴. El crédito de los

³ Véase también el capítulo 3.

⁴ Estas estadísticas comprenden a más de 20 países, principalmente de la OCDE (denominados “países que reportan al BPI”). Existen diferencias importantes entre bancos “extranjeros” y los que “reportan información al BPI”, especialmente en América Central, donde no son excepcionales los bancos con actividad regional que no están comprendidos en la información del BPI. Para

(continúa)

bancos extranjeros a la región incluye no sólo préstamos bancarios sino también otras formas de financiamiento mediante títulos de deuda y acciones; para facilitar la exposición, nos referiremos a todas estas formas como “crédito” o “préstamos”. Como ya fue mencionado, el crédito otorgado por los bancos que reportan al BPI proviene tanto de sus casas matrices en el exterior (“transfronterizo”) como de sus sucursales y filiales en el país receptor (“filiales locales”)⁵.

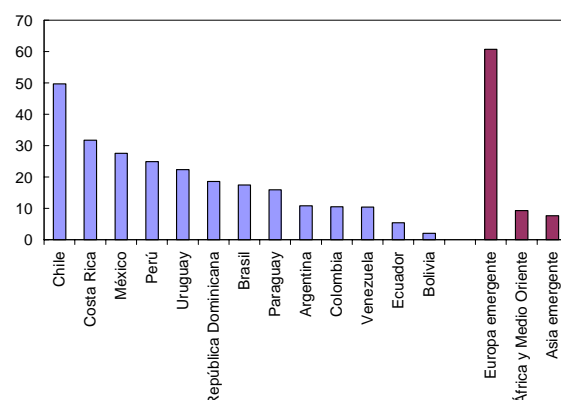
En los últimos cinco años, el crédito de bancos extranjeros a ALC ha aumentado considerablemente, tanto en su volumen en dólares como en su proporción del PIB. Según esta última, los activos de los bancos extranjeros son más importantes en Chile, seguido de Costa Rica y México, aunque se ubican sensiblemente por debajo de la mediana correspondiente a los países de Europa Oriental. A finales de 2008, Brasil, México y Chile representaban casi el 80% de la totalidad de los préstamos vigentes otorgados por bancos extranjeros a ALC.

En el año 2008 en ALC, dos tercios de la totalidad del crédito de los bancos extranjeros se desembolsó a través de filiales locales. Esta proporción es considerablemente superior a la mediana de los países de Europa emergente (50%), de Asia emergente (37%) y de África y Oriente Medio (19%). Esto refleja un cambio sostenido en la estrategia de negocios de los bancos internacionales respecto de ALC, mediante el cual el crédito transfronterizo ha

facilitar la exposición, en este capítulo nos referiremos a los bancos que brindan información al BPI como bancos extranjeros o internacionales.

⁵ Las estadísticas consolidadas del BPI hacen un seguimiento de las posiciones de activos (créditos) de los sistemas bancarios frente al resto del mundo, en forma consolidada (es decir, deduciendo las posiciones intra-grupo con sus filiales en el exterior). Esta es una ventaja importante de estos datos ya que permiten medir la exposición neta a un país. Para un análisis detallado de la estructura de las estadísticas bancarias consolidadas del BPI, véase McGuire y Wooldridge (2005).

Préstamos de bancos extranjeros como proporción del PIB, 2008 1/
(Porcentaje)



Fuentes: Banco de Pagos Internacionales; y cálculos del personal técnico del FMI.
1/ Incluye préstamos concedidos desde el exterior así como préstamos de las filiales locales de los bancos extranjeros.

Nota: Para otras regiones, equivale a la mediana de los países.

dado paso al de las filiales nacionales concedido localmente⁶.

El crédito que otorgan las filiales de los bancos extranjeros se financia principalmente con depósitos locales, y la dependencia de las mismas respecto de otros tipos de financiamiento (recursos de la casa matriz o financiamiento mayorista) es reducida, particularmente en Brasil. Esta situación se contrapone a la de los países emergentes europeos, donde en los últimos años los préstamos de las filiales locales han sido financiados principalmente por sus casas matrices.

Como reflejo del peso relativo del crédito concedido a través de filiales locales, ALC es la región con la mayor participación de préstamos en moneda nacional en la totalidad de préstamos otorgados por bancos extranjeros.

⁶ Esta reorientación de la estrategia de los bancos extranjeros se basó, en parte, en la adquisición por medio de sus filiales locales de grandes bancos nacionales que ya contaban con una importante base local de depósitos. Esto fue particularmente importante en el caso de Perú, con el ingreso al mercado de Scotiabank (que adquirió el tercer mayor banco del sistema) y el reingreso de Banco Santander (que adquirió un banco local mediano) a fines de los años noventa. Véase un análisis detallado en Pozzolo (2008).

IV. ¿TRANSMITIRÁN LOS BANCOS INTERNACIONALES LA CONTRACCIÓN MUNDIAL DEL CRÉDITO A LATINOAMERICA?

En la mayoría de las economías más grandes de la región, la mitad o más de todo el financiamiento provisto por bancos extranjeros está denominado en moneda nacional, y esta proporción supera el 70% en el caso de México.

La estructura de vencimientos del crédito a la región de ALC ha madurado hacia el largo plazo, y el riesgo de refinanciamiento sigue siendo menor en comparación con el de los países en desarrollo en su conjunto⁷. Además, el crédito otorgado por los bancos extranjeros al sector bancario en los países de ALC (como porcentaje del total concedido) es el más bajo de todas las regiones consideradas. Para los países de Asia y el Pacífico este porcentaje alcanza casi el 30%, mientras que para ALC esta cifra es del 15%.

Los bancos españoles y estadounidenses tienen un papel preponderante en América Latina, representando en su conjunto aproximadamente un 50% del crédito vigente a países latinoamericanos⁸. Estos bancos internacionales tienen baja exposición a Europa emergente⁹. A la inversa, los bancos internacionales con mayor actividad en los países de Europa emergente (de Austria, Bélgica, Suecia e Italia), tienen una presencia reducida en América Latina¹⁰.

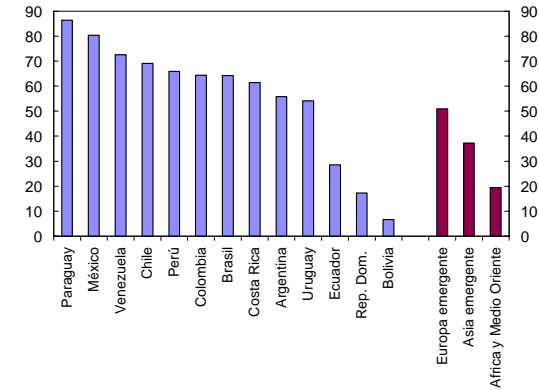
⁷ Sólo se dispone de información sobre la madurez residual de los créditos concedidos en moneda extranjera (que incluyen el total de los préstamos transfronterizos y el de las filiales locales denominados en moneda extranjera). Para la región en su conjunto, el porcentaje del crédito de corto plazo de los bancos extranjeros (denominados en moneda extranjera) se redujo del 54 % en 1997 al 42 % en 2008.

⁸ Los bancos canadienses dan cuenta del mayor porcentaje de activos de bancos extranjeros en el Caribe. En América Central, el crédito de los bancos extranjeros está relativamente diversificado entre los de Estados Unidos, el Reino Unido y otros bancos de Europa occidental.

⁹ Para un análisis detallado de la exposición de los bancos internacionales a Europa emergente, véase Maechler y Ong (2009).

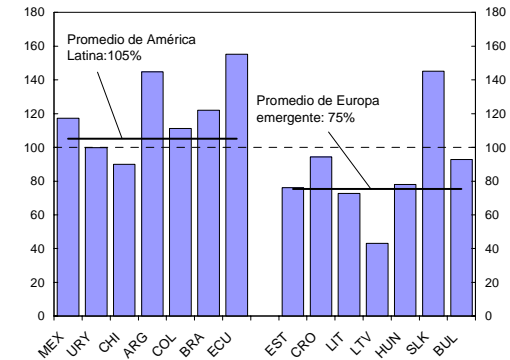
¹⁰ La excepción son los bancos alemanes y franceses.

Proporción de los préstamos de bancos extranjeros concedidos a través de sus filiales locales, 2008
(Porcentaje del total)



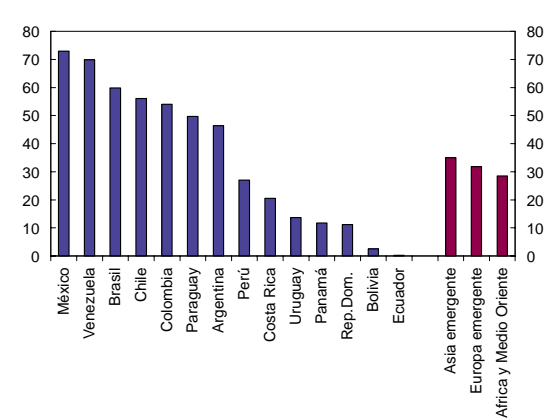
Fuentes: Banco de Pagos Internacionales; y cálculos del personal técnico del FMI.
Nota: Para otras regiones, corresponde a la mediana de los países.

Relación depósitos/préstamos en filiales locales de bancos extranjeros, 2007 1/
(Porcentaje)



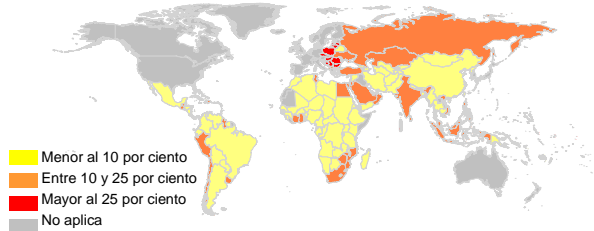
Fuente: Adler y Cerutti (2009).
1/ La relación depósitos/préstamos es calculada para cada filial como la suma de depósitos en cuenta corriente, de ahorro, a plazo, y moneda extranjera como porcentaje de sus préstamos al sector privado. Para cada país, el valor reportado corresponde al promedio ponderado del cociente de depósitos/préstamos de cada filial, usando sus portafolios de préstamo como ponderador.

Proporción de los préstamos de bancos extranjeros denominados en moneda local, 2008
(Porcentaje del total)



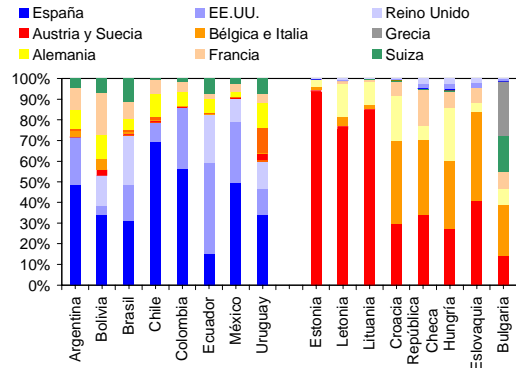
Fuentes: Banco de Pagos Internacionales; y cálculos del personal técnico del FMI.
Nota: Para otras regiones, corresponde a la mediana de los países.

Crédito de los bancos extranjeros en moneda extranjera en mercados emergentes
(Porcentaje del PIB, 2008)



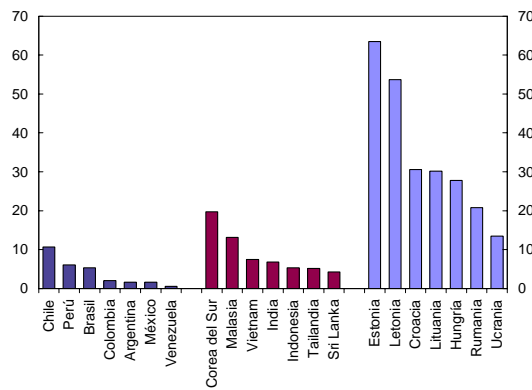
Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.
Nota: Las fronteras en este mapa no necesariamente reflejan la posición oficial del FMI.

Credito de bancos extranjeros, por nacionalidad
(Porcentaje, 2008 T3)



Fuentes: Banco de Pagos Internacionales; y cálculos del personal técnico del FMI.
Nota: Porcentaje calculado sobre el crédito total de bancos de los 11 países desarrollados mencionados en el gráfico.

Préstamos de bancos extranjeros concedidos desde el exterior al sector bancario en mercados emergentes, 2008 1/
(Porcentaje del PIB)



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.
1/ Préstamos transfronterizos de los bancos extranjeros tanto a los bancos de propiedad nacional como a las filiales locales de los bancos extranjeros en cada país.

Fuentes de estabilidad

Existen cuatro características fundamentales de la operativa de crédito de los bancos internacionales en la región que podrían reducir la posible transmisión y amplificación de los shocks financieros mundiales. En primer lugar, la menor dependencia de ALC al financiamiento bancario externo en moneda extranjera, posiblemente la hace menos vulnerable al riesgo de la repatriación de los activos extranjeros hacia sus países de origen, con respecto a otras regiones. Evidencia empírica reciente indica que aquellos países donde la mayor parte del crédito de bancos extranjeros a los hogares y las empresas se extiende a través de filiales locales más que mediante préstamos externos, suelen gozar de mayor estabilidad en el financiamiento de los bancos internacionales (García-Herrero y Martínez-Peria, 2007). Dado que en general el crédito transfronterizo (mayormente denominado en moneda extranjera) se financia en los mercados internacionales, éste suele ser sumamente sensible a las oscilaciones en las condiciones del mercado interbancario mundial. Pero dado que a menudo el crédito otorgado por las filiales de propiedad extranjera se financia a nivel local, podría esperarse que sea

menos sensible a los shocks externos¹¹. (Encontramos evidencia que confirma ello, como será analizado más adelante).

En segundo lugar, la menor dependencia de las filiales de propiedad extranjera en las líneas de crédito de sus casas matrices (o de obligaciones comerciales potencialmente inestables) para financiar sus préstamos, limitan los posibles efectos desestabilizadores originados en los problemas de solvencia o liquidez que enfrentan los bancos en las principales economías industrializadas.

En tercer lugar, la baja proporción de préstamos a corto plazo en moneda extranjera (especialmente del financiamiento interbancario) reduce la exposición de los países de la región al riesgo de refinanciamiento y, por ende, a los shocks que afecten a los bancos acreedores¹².

Por último, los bancos internacionales con gran actividad en los países europeos emergentes tienen una presencia reducida en América Latina. En la crisis actual, esto limita el contagio internacional que puede ocurrir por vía de un “efecto de banco acreedor en común”, en el que las pérdidas en un país llevarían a que un banco internacional liquidase sus activos o reduzca sus líneas de crédito a sus filiales a fin de restablecer sus coeficientes de capital¹³. En el período más reciente, los vínculos de crédito bancario han sido un importante mecanismo de

transmisión, siendo los bancos de Europa occidental el origen principal del problema (*Perspectivas de la Economía Mundial*, abril de 2009).

La presencia de estas fuentes de resistencia, sin embargo, no implica que la región de ALC sea inmune a una desaceleración o a una contracción en el crédito de los bancos extranjeros. Es más, existe heterogeneidad dentro de la región, y aquellos países que son más dependientes del crédito transfronterizo — el componente del crédito de bancos extranjeros que es más sensible a las condiciones financieras externas — pueden verse más afectados. Adicionalmente, los efectos potenciales sobre la actividad económica en cada país pueden depender en parte de la profundidad y estructura de los mercados financieros.

¿Qué factores impulsan el crédito de los bancos extranjeros hacia la región de ALC?

La turbulencia que afecta al mercado crediticio mundial ha suscitado interrogantes sobre el nivel y la estabilidad del financiamiento de los bancos extranjeros a América Latina. Para entender la forma en que la profundización de la restricción crediticia podría afectar a América Latina, esta sección analiza los factores que han sido determinantes del financiamiento otorgado por bancos internacionales a la región entre 1999 y 2008, utilizando una regresión de panel multidimensional (véase mayor información en el apéndice técnico)¹⁴. El modelo se centra en analizar el efecto sobre la actividad crediticia de los bancos extranjeros a la región de tres factores que operan actualmente: i) el deterioro en la liquidez mundial, ii) las grandes reducciones del valor en libros y el deterioro de los balances de las principales instituciones financieras internacionales y iii) la

¹¹ Como se analizó en García-Herrero y Martínez-Peria (2007), dado que la actividad crediticia a nivel local requiere de mayores costos fijos e irreversibles, parece razonable esperar que estos flujos sean más estables y menos sensibles a los shocks negativos que el crédito transfronterizo.

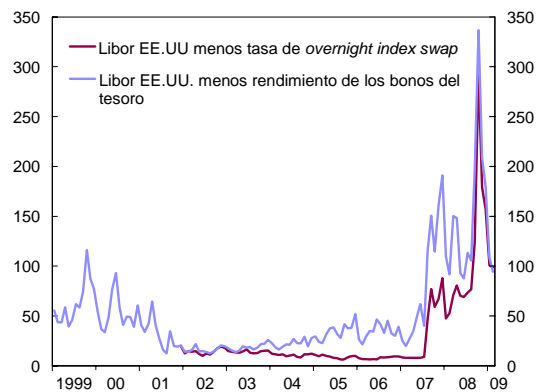
¹² La madurez de corto plazo del crédito en moneda extranjera otorgado por bancos españoles a mercados emergentes es del 40%, mientras que el de los bancos de Estados Unidos se acerca al 80% (McGuire y Tarashev, 2008). Ello indica que, en principio, los bancos estadounidenses pueden ajustar gran parte de su exposición más fácilmente que los españoles.

¹³ Véase Calvo y Reinhart, 1996; Van Rijckeghem y Weder, 2001.

¹⁴ Las estadísticas consolidadas bancarias se publicaban en forma semestral hasta 1999; desde entonces se hace en forma trimestral.

Diferenciales de tasas en mercados monetarios

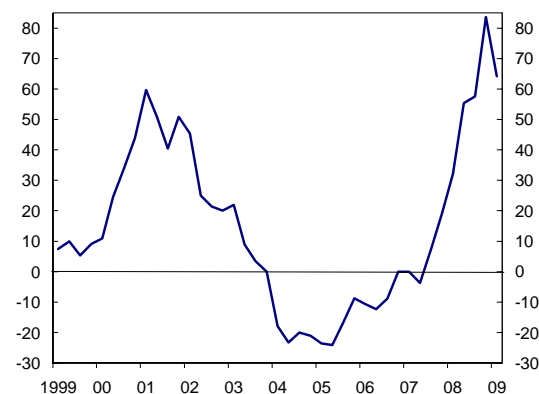
(Puntos básicos)



Fuente: Haver Analytics.

Endurecimiento en las condiciones crediticias de los bancos de EE.UU. 1/

(Porcentaje de los oficiales de préstamo senior que reportan un endurecimiento en las condiciones crediticias)



Fuente: Junta de Gobernadores del Sistema de la Reserva Federal; *Senior Loan Officer Opinion Survey*.
 1/ Proporción de los encuestados que informan sobre un endurecimiento de las normas crediticias en los préstamos comerciales e industriales a grandes empresas, menos la proporción de los encuestados que informan sobre una flexibilización de estas normas.

reversión en el ciclo crediticio en las economías avanzadas.

El análisis econométrico realiza una regresión del crecimiento trimestral del crédito bancario total (el otorgado por filiales locales sumado al transfronterizo) de cada país extranjero a cada país de ALC sobre los siguientes factores¹⁵:

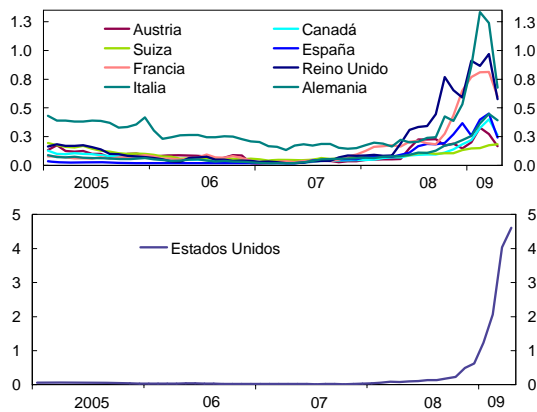
- El diferencial TED (diferencial entre la tasa LIBOR en dólares de EE.UU. a tres meses y la de los bonos del Tesoro de Estados Unidos a igual plazo) para representar las tensiones de liquidez en los mercados interbancarios mundiales¹⁶.
- La percepción sobre las exigencias crediticias de los bancos en las economías avanzadas, para controlar por la incidencia de las condiciones crediticias de los bancos. Utilizamos el porcentaje neto del aumento de la exigencia de las condiciones crediticias en un trimestre dado, en base a la encuesta a funcionarios a cargo del otorgamiento de créditos (*Senior Loan Officer Opinion Survey*) de la Reserva Federal de Estados Unidos.
- Los indicadores de solvencia financiera de los bancos acreedores. Utilizamos indicadores de mercado sobre la frecuencia esperada de incumplimiento (FEI) del sistema bancario, específicos para cada país. Estos indicadores han mostrado un

¹⁵ Los 13 países receptores de ALC incluidos en la muestra son Argentina, Bolivia, Brasil, Chile, Colombia, Costa Rica, Ecuador, México, Perú, la República Dominicana, Uruguay y Venezuela. McGuire y Tarashev (2008) realizan un análisis similar para 19 economías emergentes.

¹⁶ En una especificación alternativa, también utilizamos el diferencial entre la tasa Libor a tres meses y la tasa OIS (por sus siglas en inglés, *overnight index swap*). Este indicador representa la incertidumbre sobre la calidad del crédito de contraparte en los préstamos interbancarios. Cuando el riesgo percibido de contraparte aumenta, como ha sucedido durante el actual periodo de turbulencia financiera, los bancos pueden volverse más reuuentes a prestarse entre ellos, lo que tiende a reducir la disponibilidad de fondos para adquirir activos en el exterior.

Indicadores de mercado de la frecuencia esperada de incumplimiento de los bancos

(Mediana de los bancos en cada país)



Fuentes: Moody's KMV; y cálculos del personal técnico del FMI.

deterioro marcado en los últimos meses, lo que refleja la reducción en la capitalización de mercado y las utilidades, así como el aumento de la volatilidad del precio de las acciones de los bancos que cotizan en bolsa.

- La situación macrofinanciera de los países receptores, con influencia tanto sobre la demanda como la oferta de crédito. Incluimos el diferencial de interés de corto plazo, cuyo incremento debería indicar un aumento en la tasa de retorno relativa sobre la inversión en ALC. También controlamos por el efecto del crecimiento del PIB real en cada país de ALC.
- La variación porcentual del tipo de cambio del país deudor frente al dólar de EE.UU., para captar los efectos de valoración de activos (y las posibles reasignaciones de portafolio que pudiesen ocurrir en respuesta a los movimientos cambiarios)¹⁷.

¹⁷ Los datos del BPI están expresados en dólares de EE.UU. Por lo tanto, los cambios en estos valores incorporan los efectos de valoración de activos (variación del tipo de cambio, ajuste al valor de mercado de los títulos y reducción del valor en libros de los préstamos en mora) y por ende pueden diferir del flujo de crédito neto. En algunas ocasiones, es posible que los efectos cambiarios de
(continúa)

- Un indicador compuesto del riesgo económico, político y financiero en cada país deudor. La percepción de menores riesgos económicos e institucionales suelen atraer la inversión de los bancos extranjeros. Para ello, utilizamos el *International Country Risk Rating* publicado por PRS Group.
- Los efectos fijos bilaterales (acreedor-deudor) para representar las fuentes de heterogeneidades no observadas y mayormente constantes¹⁸.

El modelo estimado brinda una explicación plausible de los factores que afectan la evolución del crédito concedido por los bancos extranjeros a los países de América Latina. Las principales conclusiones (basadas en resultados que se presentan en las dos primeras columnas del un cuadro en el apéndice técnico) son las siguientes:

- Existe un fuerte vínculo entre las condiciones en el mercado monetario mundial y los cambios en el total de préstamos de los bancos internacionales a América Latina. El deterioro de la liquidez interbancaria reduce el crecimiento del crédito que otorgan los bancos extranjeros a la región, lo que coincide con los estudios del Banco Mundial (2008) y McGuire y Tarashev (2008). Los coeficientes estimados indican que un aumento de 10 puntos básicos en el diferencial TED daría lugar a una reducción, en promedio, de

valoración sean significativos, especialmente en países donde el crédito en moneda nacional represente una parte importante del total y los bancos no puedan reequilibrar sus portafolios en el corto plazo.

¹⁸ La presencia de bancos extranjeros suele ser mayor en países con idioma común, sistemas jurídicos y regulación bancaria similares y próximos geográficamente (Claessens y Van Horen, 2008). Por ejemplo, en ALC, un 60% de los bancos extranjeros tienen sede en Estados Unidos y España, mientras que en Europa y Asia central más del 90% de los bancos extranjeros la tienen en la Unión Europea.

aproximadamente 1 punto porcentual de la tasa de crecimiento trimestral del total de crédito otorgado por bancos internacionales¹⁹.

- Un deterioro de la salud financiera de los bancos ha dado lugar en forma sistemática a un crecimiento más lento del crédito de los bancos internacionales a ALC. Un aumento de una desviación estándar (20 puntos básicos) en la FEI de los bancos se vincula a una reducción de 1,4 puntos porcentuales de la tasa de crecimiento trimestral del crédito. Este resultado coincide con los estudios recientes de Čihák y Koeva Brooks (2009) que muestran que la oferta de crédito bancario en la zona del euro varía en función de la solvencia financiera de los bancos.
- Cambios en las exigencias crediticias de los bancos internacionales (aproximadas por las encuestas de opinión realizadas en los Estados Unidos) no parecen tener un efecto estadísticamente significativo en el crecimiento en el total de préstamos de los bancos extranjeros a América Latina, una vez que controlamos por otros factores.
- La depreciación del tipo de cambio está asociada a una desaceleración importante del crédito de los bancos extranjeros durante el mismo trimestre. Es posible que estas estimaciones representen el efecto mecánico de valoración, pero también las

¹⁹ En la estimación alternativa, un aumento de 10 puntos básicos en el diferencial LIBOR/OIS daría lugar a una caída, en promedio, de aproximadamente 1,3 % en la tasa de crecimiento del crédito otorgado por bancos extranjeros. Este efecto negativo del aumento en el diferencial LIBOR/OIS es consistente con los resultados presentados en Banco Mundial (2008) para una muestra más grande de países emergentes, si bien el valor absoluto del impacto estimado para los países de ALC es significativamente menor que el reportado en el estudio del Banco Mundial.

consecuencias de las crisis cambiarias ocurridas durante el período muestral²⁰.

- Otras variables explicativas presentan el signo esperado y son consistentes con la teoría²¹. El aumento del crecimiento económico está relacionado en forma robusta al incremento del crecimiento del crédito por parte de los bancos extranjeros durante el mismo trimestre. Las mejoras institucionales (representadas por una calificación más favorable del riesgo económico y político) dan origen al fortalecimiento de la confianza de los inversores y por ende atraen el crédito de los bancos internacionales.

Finalmente, también estimamos una especificación alternativa que permite que los shocks a las condiciones de liquidez internacional y a la salud financiera de las casas matrices tengan efectos diferenciados en los países de ALC, dependiendo del porcentaje del total del crédito de los bancos extranjeros que se extienda en moneda local. Este porcentaje sirve como *proxy* de la proporción del total de crédito vigente de los bancos extranjeros en un país que fue concedido por las filiales locales²². Los resultados, presentados en las dos últimas columnas del recuadro en el apéndice técnico, sugieren que la transmisión de los shocks financieros mundiales a través del canal de

²⁰ La literatura sugiere que las condiciones de financiamiento tienden a tornarse más restrictivas en países que experimentan un derrumbe de su moneda dado el efecto sobre los balances de los descaldes de moneda.

²¹ La excepción es el coeficiente sobre el diferencial de tasas de interés nominal entre el país deudor y acreedor. No obstante, su valor estimado no fue significativo.

²² Estas dos participaciones están correlacionadas positivamente a través de los países, dado que los préstamos transfronterizos rara vez se extienden en moneda local, mientras que los préstamos de las sucursales frecuentemente (aunque no siempre) se denominan principalmente en moneda local. Las limitaciones de la información disponible nos impiden estimar directamente por separado modelos para préstamos transfronterizos y préstamos de sucursales. Dicha desagregación se encuentra disponible sólo desde 2005 y a nivel agregado para el país.

crédito de bancos extranjeros es menor en países en los que los bancos internacionales conducen una proporción mayor de sus operaciones crediticias en moneda nacional. Este resultado es consistente con los reportados por García Herrero y Martínez Peria (2007), quienes muestran que en los países en los que el crédito de bancos extranjeros se extiende principalmente a través de filiales locales (en lugar del financiamiento transfronterizo) exhiben una menor volatilidad en el crédito total de los bancos extranjeros.

En resumen, nuestros resultados sugieren que el crédito de los bancos internacionales a América Latina efectivamente responde a las restricciones de financiamiento provocadas por la escasez de liquidez y el aumento en el riesgo de contraparte en el mercado interbancario mundial. Asimismo, aumentos en la propia vulnerabilidad financiera de las casas matrices pueden llevar a una reducción en el financiamiento de los bancos extranjeros a la región²³. Sin embargo, la magnitud de la respuesta a estos shocks depende de la estructura de financiamiento al país de ALC determinado. Como se esperaba, las estimaciones sugieren que los efectos más grandes se observan en el crédito transfronterizo (que se denomina mayormente en moneda extranjera), mientras que los efectos sobre la actividad de préstamos de las filiales locales (especialmente en aquellos países con una baja dolarización del crédito bancario) son menores.

²³ Utilizando datos que llegan hasta el año 2000, Goldberg (2001) muestra que la evolución del crédito de los bancos estadounidenses a los países de América Latina se vincula estrechamente a la situación económica de las casas matrices.

¿Existe un repliegue en curso? La evidencia reciente

Las estadísticas bancarias del BPI para fines de 2008 se publicaron a fines de abril de este año, permitiéndonos examinar la forma en que los bancos internacionales se comportaron en los meses siguientes a los eventos de septiembre de 2008 asociados con Lehman Brothers. Dado que el último trimestre de 2008 se caracterizó por depreciaciones cambiarias inusualmente altas en varios países de ALC, la discusión que sigue a continuación se enfoca en los flujos de préstamos de bancos extranjeros que excluyen efectos de valoración de la moneda²⁴.

Para muchos países alrededor del mundo, el monto total de crédito de los bancos globales (tanto el transfronterizo como el desembolsado a través de filiales) había empezado a desacelerarse e incluso contraerse en 2008T2, y esta tendencia continuó hasta el último dato disponible de fines de 2008. En ALC —donde las tasas de crecimiento del crédito total no habían sido tan elevadas como en otros lugares— una reversión significativa sucedió recién en 2008T4, cuando el monto total de crédito de los bancos extranjeros a la región en su conjunto se contrajo en cerca del 5% durante el último trimestre. El tamaño de las contracciones en el último trimestre varió por país, pero se dieron en la mayoría de países de la región (véase cuadro). Aun así, para el año en su conjunto, el crédito de bancos extranjeros aumentó en 7%, una vez tomados en cuenta los efectos del tipo de cambio.

Dentro del total de crédito concedido a la región, el comportamiento de las filiales locales y el de sus casas matrices difirió dramáticamente

²⁴ Efectuar el ajuste por variaciones en el tipo de cambio puede ser importante no sólo en vista de las fuertes depreciaciones registradas en los últimos meses de 2008 (especialmente en Brasil y México, que juntos representan casi dos tercios del crédito de los bancos extranjeros en la región), sino también porque estas fueron precedidas por períodos sostenidos de apreciación de la moneda local.

Préstamos de bancos extranjeros a ALC: Evolución reciente 1/

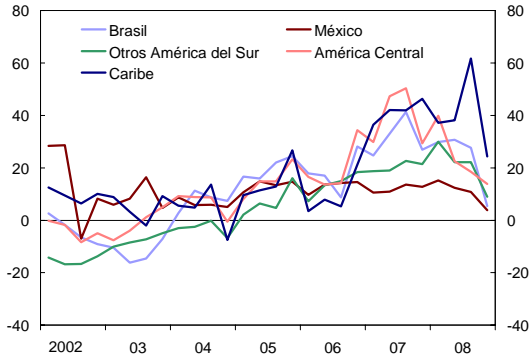
(Variación porcentual del valor en dólares de EE.UU.)

Región/País	Variación trimestral		Variación anual	
	Observada	Ajustado por el tipo de cambio 2/	Observada	Ajustado por el tipo de cambio 2/
América Latina y el Caribe	-14.0	-4.8	-5.1	7.0
Brasil	-20.6	-10.7	-10.9	5.4
México	-16.3	-1.6	-11.3	3.9
Otros de América del Sur	-8.1	-4.4	1.8	9.0
de la cual Argentina	-10.6	-6.4	-5.6	-1.3
Chile	-10.4	-3.5	3.2	18.2
Colombia	-7.0	-10.7	-11.6	-15.7
Perú	-4.0	-3.0	25.3	27.3
América Central	0.5	0.5	13.5	13.8
de la cual Costa Rica	-0.8	-2.3	-12.1	7.4
Guatemala	3.8	4.6	18.0	18.5
Caribe	-3.7	-3.6	24.2	24.3
de la cual República Dominicana	-5.6	-5.5	-3.6	-3.3
Granada	2.9	2.9	13.2	13.2
<i>Partida informativa</i>				
Europa emergente	-7.5	-2.2	1.0	6.1
África Y Medio Oriente	-8.4	-5.9	-0.7	5.6
Asia emergente	-10.5	-10.0	-7.1	-4.9

Fuentes: Banco de Pagos Internacionales; y FMI, Estadísticas Financieras Internacionales.
 1/ Incluye préstamos concedidos desde el exterior así como préstamos de las filiales locales de los bancos extranjeros.
 2/ Ajustado para tener en cuenta los efectos del tipo de cambio sobre el crédito en moneda nacional otorgado por filiales de bancos extranjeros.

Crecimiento de los préstamos totales de bancos extranjeros a ALC, por país o región 1/

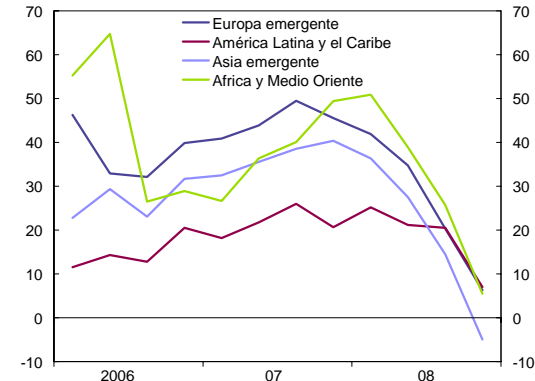
(Variación anual porcentual, ajustada por tipo de cambio)



Fuentes: Banco de Pagos Internacionales, FMI, Estadísticas Financieras Internacionales; y cálculos del personal técnico del FMI.
 1/ Incluye préstamos concedidos desde el exterior así como préstamos de las filiales locales de los bancos extranjeros.

Crecimiento de los préstamos totales de bancos extranjeros por región del mundo 1/

(Variación anual porcentual, ajustada por tipo de cambio)



Fuentes: Banco de Pagos Internacionales, FMI, Estadísticas Financieras Internacionales; y cálculos del personal técnico del FMI.
 1/ Incluye préstamos concedidos desde el exterior así como préstamos de las filiales locales de los bancos extranjeros.

Canales de préstamos de bancos extranjeros a ALC: Diferencias en comportamiento

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



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

en el último trimestre de 2008. El stock de crédito concedido desde el exterior, que había estado creciendo a tasas superiores al 30% en trimestres anteriores, se contrajo abruptamente el cuarto trimestre, en casi un 20% (llevando el crecimiento para todo el año a casi cero)²⁵. Por otro lado, el crédito concedido por las filiales locales continuó una desaceleración gradual, pero logró crecer modestamente en el cuarto trimestre respecto al período anterior.

¿Qué sucederá en 2009?

En función de las estimaciones del modelo presentadas en la sección anterior y utilizando proyecciones sobre la situación financiera internacional y las perspectivas del FMI sobre crecimiento en ALC, elaboramos pronósticos sobre el financiamiento de los bancos extranjeros a América Latina en los próximos

²⁵ Además de los factores reseñados más arriba, es posible que los recientes programas de asistencia y auxilio a los bancos en economías avanzadas estén acelerando la reducción de los flujos bancarios transfronterizos. En particular, los bancos que reciben apoyo del gobierno podrían sentir la presión de expandir el crédito interno a expensas de sus operaciones en el exterior.

IV. ¿TRANSMITIRÁN LOS BANCOS INTERNACIONALES LA CONTRACCIÓN MUNDIAL DEL CRÉDITO A LATINOAMERICA?

trimestres²⁶. Estos pronósticos deben tomarse sólo como proyecciones ilustrativas, especialmente dadas la incertidumbre actual.²⁷

Según el pronóstico, es probable que en los trimestres venideros la escasez de crédito en los países avanzados y otros factores domésticos provoque una reducción importante del crédito de bancos extranjeros a ALC, con la tasa de crecimiento interanual cayendo de cerca de 20% en 2008T3 hasta cerca de -1% en 2009T3. Aun así, la caída en el financiamiento es menor y menos pronunciada que la observada a principio de esta década. Esto podría estar reflejando, en parte, los cambios estructurales en las actividades de préstamo hacia ALC de los bancos extranjeros mencionado anteriormente, así como los fundamentos macroeconómicos más robustos hoy en día de los países de la región.

Conclusiones

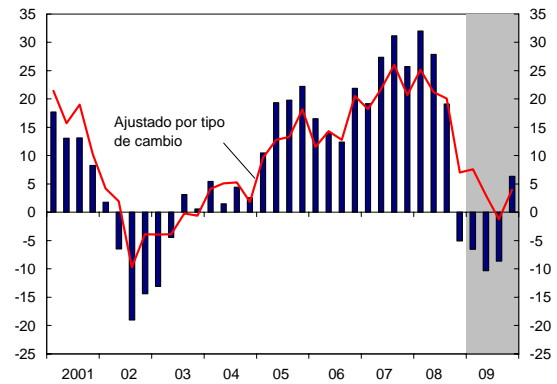
En este capítulo, observamos las posibles repercusiones del proceso mundial de desapalancamiento operando a través de bancos extranjeros con participación activa en la región.

El análisis indica que es probable que los bancos extranjeros reduzcan su exposición en América Latina y el Caribe y, de hecho, ya se ha constatado una desaceleración general del

²⁶ Para condicionar en los valores futuros de las variables explicativas del modelo, utilizamos pronósticos del FMI sobre el diferencial TED. Los pronósticos de crecimiento del PIB de los países se basan en *Perspectivas de la Economía Mundial* de abril de 2009. Suponemos que el valor de la FEI del sistema bancario del país acreedor y la calificación de riesgo del país deudor se mantienen constantes en sus valores de abril de 2009. También proyectamos que para el resto del año, el tipo de cambio nominal en cada país se mantendrá constante al nivel observado el 15 de abril.

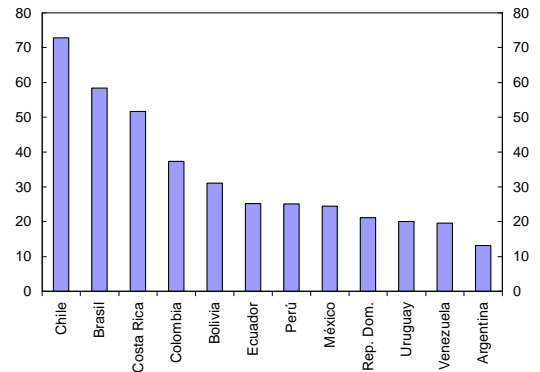
²⁷ Cabe resaltar también que el modelo se estimó sobre un periodo relativamente tranquilo, pero se está usando para pronosticar el crecimiento del crédito ante un shock de magnitud sin precedentes. Sin embargo, el modelo predijo bastante bien el punto de quiebre y caída del crédito de los bancos extranjeros a ALC en 2008T4.

Préstamos de bancos extranjeros a ALC: Pronósticos basados en modelo para 2009 1/
(Variación porcentual anual)



Fuentes: Banco de Pagos Internacionales; y cálculos del personal técnico del FMI. 1/ Incluye préstamos concedidos desde el exterior así como préstamos de las filiales locales de los bancos extranjeros.

Crédito bancario al sector privado 1/
(Porcentaje del PIB, 2008)



Fuentes: Banco de Pagos Internacionales; y cálculos del personal técnico del FMI. 1/ Incluye crédito de filiales de bancos extranjeros y bancos de propiedad local en cada país.

crecimiento de dicha exposición, con una contracción observada en 2008T4. Hacia adelante, nuestro análisis sugiere que es probable que los dos factores clave que caracterizan la actual turbulencia financiera mundial— liquidez interbancaria restringida y creciente presión sobre la posición de capital de los principales bancos internacionales— tengan un efecto negativo sobre la disponibilidad de crédito bancario para la región. El proceso de desapalancamiento podría tener repercusiones más amplias y adversas en países donde el crédito transfronterizo ha sido relativamente mayor.

De todos modos, el efecto sobre el crédito bancario concedido por bancos extranjeros a ALC se verá amortiguado teniendo en cuenta que 1) la mayor parte del crédito de los bancos extranjeros (proveniente de sus filiales en la región) se financia con una base de depósitos local estable y esta denominado en moneda nacional; 2) el endeudamiento transfronterizo del sector bancario es limitado y la estructura de vencimientos ha madurado hacia el largo plazo y 3) los bancos internacionales con una participación de mercado preponderante en la región están poco expuestos a Europa emergente. Asimismo, dada la presencia relativamente menor de bancos europeos que tienen fuertes inversiones en Europa emergente, no es probable que América Latina sea susceptible a una retracción del crédito similar a la de esta región europea, o que se vea directamente afectada por las tensiones que allí ocurren.

Apéndice técnico

Modelo empírico

El análisis empírico se basa en un modelo de forma reducida dado por:

$$CBE_{ijt} = \beta_0 + \beta_1 TED_t + \beta_2 FEI_{jt-1} + \beta_3 ExigCr_{t-1} \\ + \beta_4 \widehat{PIB}_{it} + \beta_5 (r_{it} - r_{jt}) + \beta_6 CRating_{it} \\ + \beta_7 Deprec_{it} + \lambda_t + \gamma_{ij} + e_{ijt}$$

en donde la variable dependiente, CBE , es la tasa de crecimiento trimestral del crédito del sistema bancario del país extranjero j al país de ALC i en el trimestre t . La muestra abarca el período que va desde el cuarto trimestre de 1999 hasta el cuarto trimestre de 2008. Consideramos la totalidad de los 20 países que brindan información al BPI, en su mayoría de economías avanzadas. Los 13 países de ALC incluidos en la muestra como países receptores representaban más del 90% del total de créditos vigentes de los bancos extranjeros a la región a fines de 2008. Para el resto de los países de ALC no incluidos en la muestra, algunas de las variables explicativas no estaban disponibles. Panamá fue excluido no solo debido a las limitaciones en los datos disponibles, sino también porque es un centro bancario regional y el BPI lo clasifica como un centro *off-shore*. Constituye además un caso atípico en la región, en la medida que el stock de créditos de bancos extranjeros representaba el 190% del PIB en 2008.

La variable dependiente incluye tanto el financiamiento transfronterizo concedido desde la casa matriz, como el otorgado por filiales locales en cada país, en moneda nacional y extranjera. Se incluyen los préstamos de los bancos internacionales a bancos en el país anfitrión que no sean sus sucursales o subsidiarias (como préstamos, líneas de crédito entre bancos y crédito vinculado al comercio exterior) y préstamos al sector no financiero. También comprenden los flujos de portafolio (como tenencias de valores) y las participaciones de capital en instituciones no vinculadas (en

especial las fusiones y adquisiciones, de particular importancia en la región durante el período de análisis). Los datos utilizados en el estudio reflejan un ajuste realizado en el tercer trimestre de 2008 para tener en cuenta la venta de las filiales de ABN AMRO en Brasil y Uruguay²⁸.

Muchas de las observaciones de la tasa de crecimiento de la variable dependiente muestran valores extremos, principalmente debido a los países que ingresan o abandonan la muestra de bancos, lo que puede provocar saltos bruscos en la serie de tiempo del stock de créditos concedido a países determinados. Para resolver este aspecto, incluimos una variable *dummy* para aquellas observaciones en que la variable dependiente se encontraba en cada año dentro del 5% superior e inferior de la distribución²⁹. Como en el trabajo de McGuire y Tarashev (2008), la inclusión de esta variable *dummy* aumenta considerablemente la bondad de ajuste de la regresión, ya que gran parte de la varianza total de la variable dependiente está contenida en estas observaciones. Los resultados del modelo son robustos a la exclusión de esta variable *dummy*, pero el poder explicativo del modelo se reduce considerablemente.

En cuanto a las variables explicativas:

- *TED* es el diferencial entre la tasa LIBOR en dólares de Estados Unidos a tres meses y la de los bonos del Tesoro de EE.UU. a igual plazo (diferencial TED), como medida de las presiones de financiamiento en el mercado interbancario. Como una proxy alternativa a las condiciones globales de financiamiento, también utilizamos el

diferencial entre la tasa LIBOR a tres meses y las tasa overnight index swap (diferencial OIS, por sus siglas en inglés). Este último representa la incertidumbre sobre la calidad del crédito de contraparte en los préstamos entre bancos.

- *FEI* representa las estimaciones sobre la probabilidad esperada de incumplimiento de los bancos, utilizando datos para más de 600 instituciones financieras que cotizan en bolsa en 20 países. Las estimaciones de las FEI provienen de Moody's KMV, y se calculan utilizando un enfoque de crédito contingente (contingente claims analysis) que utiliza información del mercado accionario combinado con información extraída de los balances financieros para estimar las probabilidades de incumplimiento a futuro. Para cada país y trimestre, tomamos la mediana de los valores de los bancos, para así obtener una medida variable de la salud financiera de cada sistema bancario.
- *ExigCR* capta la percepción sobre las exigencias crediticias en el sistema bancario de Estados Unidos en un trimestre dado, basado en la encuesta del *Senior Loan Officer Opinion Survey* de la Reserva Federal de Estados Unidos. La variable está definida como el porcentaje de funcionarios a cargo del otorgamiento de créditos que informaron sobre un aumento en la exigencia crediticia, menos el porcentaje de funcionarios que informaron sobre una flexibilización de las condiciones de otorgamiento de crédito a empresas grandes y medianas.
- *PiB* mide el cambio porcentual en el PIB real del país receptor de ALC, mientras que *CRating* es un indicador compuesto del desempeño económico y calidad institucional de cada país basado en el *International Country Risk Rating* publicado por PRS Group. Un valor más alto indica

²⁸ Dado que en ambos casos las ventas se hicieron a una subsidiaria local de un banco español (que reporta al BPI), el monto en cuestión fue reportado como crédito de los bancos españoles a Brasil y Uruguay en diciembre de 2008.

²⁹ El crédito a los países más pequeños constituye una parte muy reducida del total del crédito concedido por los bancos extranjeros a LAC, y por ende suele presentar grandes variaciones, lo que reduce la potencia estadística de nuestras pruebas.

un mejor marco de política macroeconómica e institucional. La variable $(r_{it} - r_{jt})$ es el diferencial en las tasas nominales de corto plazo entre el país deudor y acreedor. $Deprac$ es el cambio porcentual en el tipo de cambio respecto al dólar de EE.UU. del país receptor de ALC.

La estimación por datos de panel también controla por la heterogeneidad no observada inducida por los efectos temporales (λ_t) y los propios a cada relación bilateral entre el país deudor y acreedor (γ_{ij}) . Los efectos fijos

temporales toman en cuenta los shocks que afectan a todos los países al mismo tiempo. La alta correlación observada entre los países de ALC en el flujo de préstamos de los bancos extranjeros sugiere que existen factores regionales que pueden estar explicando, aunque sea parcialmente, el comportamiento del crédito de los bancos extranjeros. También controlamos por los efectos fijos específicos a cada relación bilateral entre país receptor y acreedor, capturando así los factores inobservados e invariantes en el tiempo que pueden explicar las diferencias entre países en el total de crédito concedido por los bancos extranjeros.

Factores determinantes del total de préstamos de bancos extranjeros a ALC

1999T4-2008T4; Panel con efectos fijos por MCO

Variable dependiente: Variación porcentual trimestral de los préstamos de bancos extranjeros

	Efectos promedio		Efectos diferenciales	
	(1)	(1)	(3)	(4)
Diferencial TED	-0.10 *** (0.03)		-0.15 *** (0.03)	
Diferencial TED x proporción de préstamos en moneda local			0.14 *** (0.04)	
Diferencial OIS		-0.13 *** (0.04)		-0.18 *** (0.04)
Diferencial OIS x proporción de préstamos en moneda local				0.16 *** (0.05)
FEI de los bancos	-6.57 * (3.52)	-6.80 * (3.58)	-11.60 ** (4.71)	-11.22 ** (4.71)
FEI de los bancos x proporción de préstamos en moneda local			42.13 *** (10.59)	37.66 ** (12.46)
Condiciones crediticias más exigentes	0.03 (0.06)	0.08 (0.06)	0.02 (0.06)	0.08 (0.06)
Crecimiento del PIB del país de ALC	0.32 ** (0.11)	0.40 ** (0.17)	0.20 * (0.11)	0.33 * (0.15)
Diferencial de tasa de interés (deudor menos acreedor)	-0.03 (0.06)	-0.03 (0.07)	-0.03 (0.06)	-0.02 (0.07)
Indicador compuesto de calificación crediticia	0.26 * (0.14)	0.24 (0.18)	0.21 * (0.10)	0.10 (0.11)
Depreciación	-0.12 * (0.06)	-0.13 * (0.06)	-0.07 (0.05)	-0.07 (0.05)
Proporción de préstamos en moneda local			16.56 (12.87)	18.34 (10.65)
Efectos fijos				
Variables <i>dummy</i> temporales (trimestre)	Sí	Sí	Sí	Sí
Efectos fijos deudor/acreedor	Sí	Sí	Sí	Sí
Número de observaciones	4080	4080	3572	2947
R ²	0.19	0.18	0.21	0.19

Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

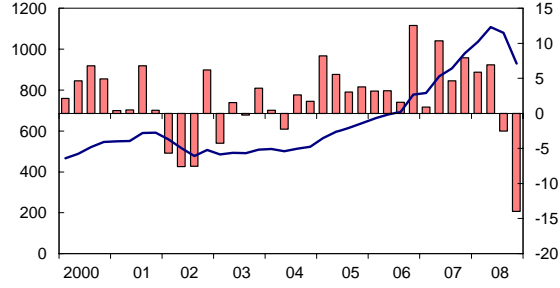
1/ Este cuadro presenta los resultados de la regresión de panel con efectos fijos que se describe en el apéndice técnico. Las variables frecuencia esperada de incumplimiento (FEI) y condiciones crediticias se ingresan con un trimestre de rezago. Se incluye una variable *dummy* para observaciones extremas, que se definen en el percentil del 5% y 95% de la distribución de la variación porcentual del crédito otorgado por los bancos extranjeros a los países de LAC en cada año. Los errores estándar robustos se agrupan a nivel de país deudor. Los asteriscos denotan la significancia estadística de los coeficientes estimados: ***, ** y * indican significancia al nivel del 1%, 5% y 10%, respectivamente.

Total de préstamos de bancos extranjeros a la región de ALC

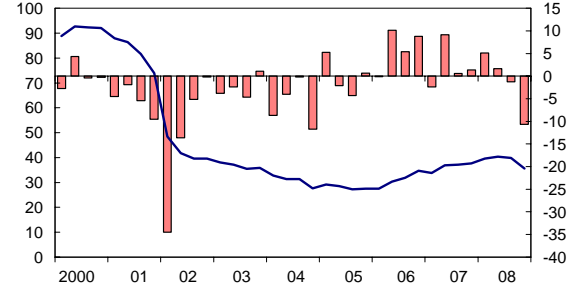
— Crédito (en miles de millones de dólares de EE.UU., escala izquierda)

■ Crecimiento trimestral del crédito (porcentaje, escala derecha)

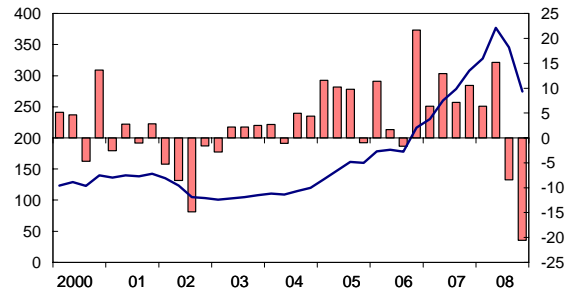
América Latina y el Caribe



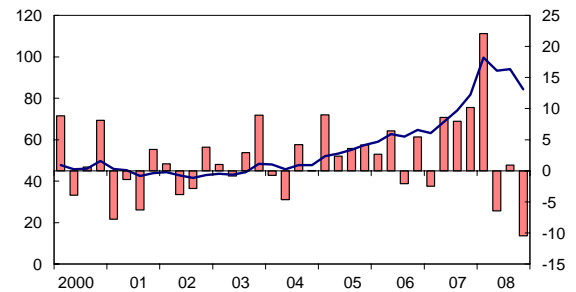
Argentina



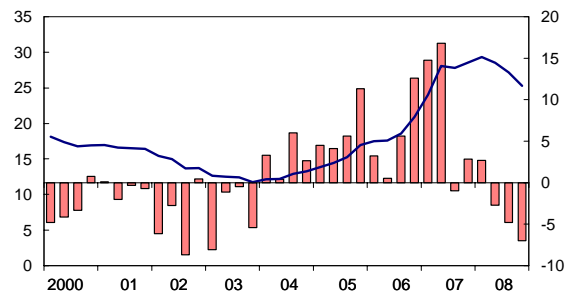
Brasil



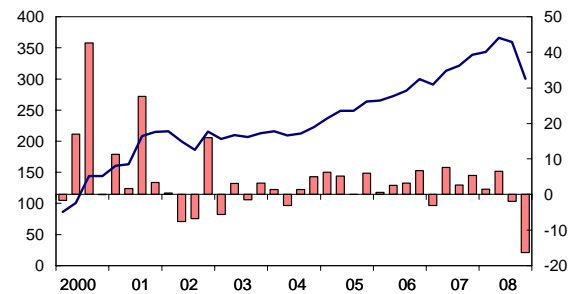
Chile



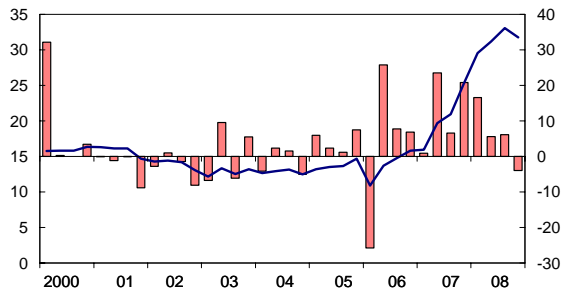
Colombia



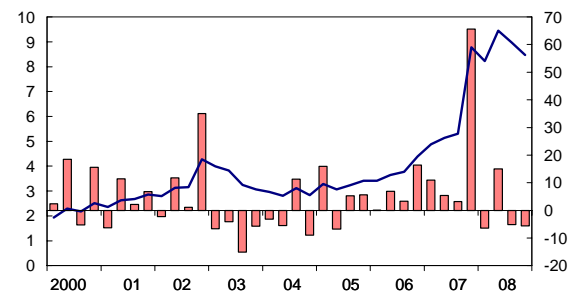
México



Perú



República Dominicana



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

1/ Incluye préstamos concedidos desde el exterior así como préstamos de las filiales locales de los bancos extranjeros.

Referencias

- Acosta P., C. Calderón, P. Fajnzylber y H. Lopez, 2007, "What Is the Impact of International Remittances on Poverty and Inequality in Latin America?" World Bank Policy Research Working Paper No. 4249 (Washington: Banco Mundial).
- Adams R., y J. Page, 2005, "Do International Migration and Remittances Reduce Poverty in Developing Countries?" *World Development*, Vol 22, No. 10, págs. 1645-1669 (Washington: Banco Mundial).
- Adler, G., y E. Cerutti, 2009, "Emerging Market Countries' Vulnerability to International Banks' Distress" (inédito; Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Aiolfi, Marco, Luis Catão y Allan Timmermann, 2006, "Common Factors in Latin America's Business Cycles", IMF Working Paper 06/49 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Banco Mundial, 2008, "The Changing Role of International Banking in Development Finance", *Global Development Finance 2008* (Washington: Banco Mundial).
- Calvo, S., y C. Reinhart, 1996. "Capital Flows to Latin America: Is There Evidence of Contagion Effects?", World Bank Policy Research Working Paper No. 1619 (Washington: Banco Mundial).
- Canales-Kriljenko J., C. Freedman, R. García-Saltos y D. Laxton, "Adding Latin America to the Global Projection Model", IMF Working Paper 09/85 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Chiquiar, Daniel, y Manuel Ramos-Francia, 2005, "Trade and Business-Cycle Synchronization: Evidence From Mexican and U.S. Manufacturing Industries", *The North American Journal of Economics and Finance*, Vol. 16, No. 2 (agosto), págs. 187-216.
- Čihák, M., y P. K. Brooks, 2009, "From Subprime Loans to Subprime Growth? Evidence for the Euro Area", IMF Working Paper 09/69 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Claessens, Stijn, Asli Demirgüç-Kunt y Harry Huizinga, 2001, "How Does Foreign Bank Entry Affect Domestic Banking Markets?" *Journal of Banking and Finance*, Vol. 25 (mayo), págs. 891-911.
- Claessens, Stijn, y Neeltje van Horen, 2008, "Location Decisions of Foreign Banks and Institutional Competitive Advantage". Disponible en Internet: <http://ssrn.com/abstract=904332>.
- Clements, Benedict, Enrique Flores y Daniel Leigh, 2009, "Policy Options for Dealing with External Shocks: Insights from the GIMF for Colombia", Selected Issues Paper, Country Report No. 09/24 (Washington: Fondo Monetario Internacional). Disponible en Internet: www.imf.org/external/pubs/cat/longres.cfm?sk=22645.0.
- Fondo Monetario Internacional, 2009, "Initial Lessons from the Crisis," Public Information Notice 09/30. Disponible en Internet: www.imf.org/external/np/sec/pn/2009/pn0930.htm.
- , 2009, *Perspectivas económicas: Las Américas* (Washington, octubre).
- Galindo, A., A. Micco y A. Powell, 2004, "Loyal Lenders or Fickle Financiers: Foreign Banks in Latin America", UTDT Business School working paper (Buenos Aires: Universidad Torcuato Di Tella).
- García-Herrero, A., y S. Martínez Peria, 2007, "The Mix of International Banks' Foreign Claims: Determinants and Implications", *Journal of Banking and Finance*, Vol. 31, págs. 1613-1631.
- Goldberg, L., 2001, "When is U.S. Bank Lending to Emerging Markets Volatile?" NBER Working Paper 8209 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Kumhof, Michael, y Douglas Laxton, 2007, "A party Without a Hangover? On the Effects of U.S. Government Deficits", IMF Working Paper No. 07/202 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Leigh, Daniel, 2008, "Achieving a Soft Landing: The Role of Fiscal Policy", IMF Working Paper 08/69 (Washington: Fondo Monetario Internacional).

- _____, 2009, "Macroeconomic Stability and the Role of Fiscal Policy", en Perú: *Selected Issues*, IMF Country Report No. 09/41 (Washington: Fondo Monetario Internacional). Disponible en Internet: www.imf.org/external/pubs/cat/longres.cfm?sk=22669.0.
- Maechler, A.M., y L.L. Ong, 2009, "Foreign Banks in the CESE Countries: In for a Penny, In for a Pound?" IMF Working Paper 09/54 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Malik, A., y J.R.W. Temple, 2006, "The Geography of Output Volatility", CEPR Discussion Paper No. 5516 (Londres: Center for Economic Policy Research).
- McGuire, Patrick and Philip Wooldridge, 2005, "The BIS consolidated banking statistics: structure, uses and recent enhancements," *BIS Quarterly Review*, Bank for International Settlements, September.
- McGuire, P., y N. Tarashev, 2008, "Bank Health and Lending to Emerging Markets", *BIS Quarterly Review* (Basilea: Banco de Pagos Internacionales, diciembre).
- Papaioannou, E., "What Drives International Bank Flows? Politics, Institutions and Other Determinants", *Journal of Development Economics*, de próxima publicación.
- Pozzolo, Alberto Franco, 2008, "Bank Cross-Border Merger and Acquisitions (Causes, Consequences and Recent trends)," *Economics & Statistics Discussion Papers esdp08048*, (Vampobasso: University of Molise).
- Ratha, D., y S. Mohapatra, 2009, "Migration and Development Brief 9: Revised Outlook for Remittance Flows 2009–2011", *Development Prospect Group*, Banco Mundial (marzo).
- Rennhack, Robert, *et. al.*, "Global Financial Regulatory Reform: Implications for Latin America and the Caribbean (LAC)," de próxima publicación en la serie del Policy Discussion Papers (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Roache, S., 2008, "Central America's Regional Trends and U.S. Cycles", IMF Working Paper 08/50 (Washington: Fondo Monetario Internacional).é
- Sosa, Sebastián, 2008, "External Shocks and Business Cycle Fluctuations in Mexico: How Important Are U.S. Factors?" IMF Working Paper 08/100 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Van Rijckeghem, C., y B. Weder, 2000, "Spillovers Through Banking Centers: A Panel Data Analysis" IMF Working Paper 00/88 (Washington: Fondo Monetario Internacional).



Regional Economic Outlook
Western Hemisphere, May 2009 (Spanish)

