

Estudios económicos y financieros

Perspectivas económicas

Las Américas
Atentos al sobrecalentamiento

.....



ABR
11

Estudios económicos y financieros

Perspectivas económicas

Las Américas

Atentos al sobrecalentamiento



ABR 11

©2011 Fondo Monetario Internacional

Cataloging-in-Publication Data

Perspectivas económicas. Las Américas. Atentos al sobrecalentamiento – Washington, D.C. :
Fondo Monetario Internacional, 2006–
v. ; cm. — (Estudios económicos y financieros, 0258-7440)

Spanish translation of: Regional economic outlook: Western Hemisphere : watching out for
overheating.

Twice a year.

Began in 2006.

Some issues have also thematic titles.

1. Economic forecasting – North America – Periodicals. 2. Economic forecasting – Latin
America – Periodicals. 3. Economic forecasting – Caribbean Area – Periodicals. 4. North
America – Economic conditions – Periodicals. 5. Latin America – Economic conditions – 1982- –
Periodicals. 6. Caribbean Area – Economic conditions – Periodicals. 7. Economic development –
North America – Periodicals. 8. Economic development – Latin America. 9. Economic
development – Caribbean Area. I. Title: Western Hemisphere. II. International Monetary Fund.
III. Series: World economic and financial surveys.

HC94.A1 R445

ISBN-13 978-1-61635-089-5

Solicítese a:
International Monetary Fund
Publication Services
PO Box 92780
Washington, D.C. 20090, EE.UU.
Tel.: (202) 623-7430 Fax: (202) 623-7201
Correo electrónico: publications@imf.org
Internet: www.imfbookstore.org

Índice

Prefacio	v
Resumen ejecutivo	vii
1. Panorama mundial y perspectivas para Estados Unidos y Canadá	1
1.1. El panorama mundial: La expansión a dos velocidades sigue su curso con crecientes riesgos	1
Economías avanzadas	3
Economías de mercados emergentes	4
1.2. Estados Unidos: Afianzamiento de la recuperación con riesgos a la baja	4
¿Qué tipo de política se necesita?	6
1.3. Canadá: La recuperación cobra ímpetu	12
1.4. Implicaciones para la región de América Latina y el Caribe	13
2. Perspectivas y cuestiones de política económica para América Latina y el Caribe	17
2.1. Panorama general	17
2.2. Desafíos de política económica	20
América del Sur: Cómo manejar el doble viento a favor	20
América del Sur: Los exportadores de materias primas menos integrados a los mercados financieros	26
México y América Central: Recomponer los márgenes de maniobra política	28
El Caribe: Recuperación incipiente en medio de un endeudamiento elevado	31
2.3. Cómo enfrentar el shock de precios del petróleo y alimentos	34
Impacto de shocks al precio internacional de las materias primas sobre la inflación	34
Política monetaria frente a los shocks de precios de las materias primas	36
Políticas sociales y shocks de precios de las materias primas: Proteger a los pobres	37
2.4. Crédito bancario y precios de los activos: ¿Existen indicios de formación de burbujas?	39
Crecimiento del crédito bancario	39
Endeudamiento de las empresas	40
Precios de las acciones	42
Precios de la vivienda	43
2.5. Ingreso de capitales: Precauciones ante una reversión de las condiciones globales favorables	44
Anexo 2.1. Estimación del efecto de traspaso de la inflación	48
3. La intervención en el mercado cambiario: ¿Una defensa eficaz contra las presiones de apreciación?	51
3.1. Introducción	51

3.2. Tendencias claves	54
3.3. Modalidades de intervención	56
3.4. En busca de los efectos de la intervención cambiaria: Nueva evidencia	62
Un enfoque econométrico de panel	62
Factores que activan la intervención cambiaria	65
Efectos de la intervención cambiaria	67
Efectividad: Análisis de caso de cambios de régimen	70
3.5. Costos cuasi-fiscales de la intervención	73
3.6. Conclusiones y consideraciones de políticas	75
Anexo 3.1. Intervención en el mercado de divisas y reservas internacionales:	
Disponibilidad de datos	78
Anexo 3.2. Estrategia metodológica para el análisis de panel	79
Anexo 3.3. Intervalos de confianza para la moneda sintética	82
Hemisferio Occidental: Principales indicadores económicos	83
América Latina y el Caribe: Principales indicadores fiscales	84
Referencias	85
Publicaciones recientes del Departamento del Hemisferio Occidental, julio 2009– abril 2011	89
Recuadros	
1.1. Perspectivas a largo plazo de las finanzas del gobierno federal de Estados Unidos	7
1.2. Desapalancamiento de los hogares en Estados Unidos	9
1.3. ¿Qué explica la resistencia del sistema financiero de Canadá?	14
2.1. Cambios en el patrón de exportaciones de América Latina y el Caribe	23
2.2. Una actualización de las políticas macroprudenciales	27
2.3. Haití: Evolución económica tras el terremoto de enero de 2010	32
2.4. Centros financieros offshore (CFO) del Caribe: Oportunidades y desafíos	33
2.5. El valor informativo de la inflación subyacente	38
2.6. Evolución del mercado bursátil en la región: El rol de las materias primas	46
3.1. Intervención y variaciones de las reservas internacionales brutas	53
3.2. Reglas de intervención cambiaria en la práctica: Algunas experiencias en América Latina	58
3.3. Instrumentos para la compra de divisas	61
3.4. Canales de transmisión de la intervención cambiaria sobre tipo de cambio	63
3.5. Estudios empíricos recientes sobre intervención cambiaria en América Latina	64

Prefacio

La edición de abril de 2011 de *Perspectivas económicas: Las Américas* fue preparada por un equipo dirigido por Steven Phillips y Luis Cubeddu, bajo la dirección general de Nicolás Eyzaguirre y la supervisión de Rodrigo Valdés. El equipo estuvo integrado por Gustavo Adler, Oya Celasun, Andrea Medina, Leandro Medina, Bennett Sutton, Sebastián Sosa y Camilo E. Tovar. Además, Nicoletta Batini y Martin Sommer contribuyeron al capítulo 1; Jaime Guajardo y Alexander Klemm contribuyeron al capítulo 2; y Francesco Columba, Erika Tsounta, Mercedes Vera Martín, Abdelrahmi Bessaha, Aminata Touré, Alfred Schipke y Alexander Klemm aportaron recuadros. Patricia Delgado Pino y Breno Oliveira colaboraron en la producción. Martha Bonilla y Joanne Blake, del Departamento de Relaciones Externas, editaron el manuscrito y coordinaron la producción. El informe refleja la evolución de los acontecimientos hasta el 15 de abril de 2011.

Resumen ejecutivo

La economía mundial continúa expandiéndose de forma desigual: las economías emergentes están creciendo a un ritmo más rápido que las economías avanzadas, y por lo tanto enfrentan desafíos y riesgos diferentes. El producto aún está muy por debajo de su nivel potencial en Estados Unidos y en otras economías avanzadas. En muchas economías emergentes, entre ellas las de América Latina, la recuperación ha sido mucho más rápida, y la tarea ahora consiste en evitar el sobrecalentamiento.

- *En el escenario base de las Perspectivas de la economía mundial para 2011-12 se prevé la continuación de la recuperación mundial, con los mercados emergentes a la cabeza y en un entorno de precios altos de las materias primas y de favorables condiciones de financiamiento externo. La fuerte demanda de materias primas, particularmente aquella proveniente de las economías emergentes de Asia, mantendrá los precios en niveles inusualmente altos. Al mismo tiempo, los altos niveles de capacidad ociosa y políticas monetarias laxas en las economías avanzadas mantendrán relativamente barato el financiamiento a nivel mundial.*
- *En Estados Unidos, las perspectivas de crecimiento a corto plazo se han tornado algo más favorables, si bien persiste el panorama general de una recuperación lenta. Dado que el desempleo permanece en niveles elevados, la política monetaria deberá seguir estimulando a la demanda, ya que es necesario que la consolidación fiscal avance en los próximos dos años.*

A nivel mundial, siguen dominando los riesgos a la baja. Si bien el riesgo de una doble recesión en Estados Unidos se ha disipado, Europa continúa siendo vulnerable y han surgido nuevos riesgos. Nuevas incertidumbres con respecto al suministro de petróleo han acentuado el riesgo de un alza brusca de los precios del crudo, lo cual desaceleraría el crecimiento mundial y, a su vez, haría descender los precios de otras materias primas, entre ellas las que exporta América Latina. La ausencia de un plan comprensivo y balanceado de ajuste fiscal a mediano plazo en Estados Unidos podría ejercer una presión alcista sobre las tasas de interés y provocar un ajuste de las condiciones mundiales de financiamiento.

Las condiciones mundiales siguen teniendo diferentes implicaciones para las economías de América Latina y el Caribe (ALC). Las condiciones continúan proporcionando estímulo, en especial a las economías que exportan materias primas y que están bien integradas a los mercados financieros mundiales, lo cual les permite recibir un doble impulso favorable. Las economías que mantienen vínculos más estrechos con Estados Unidos y otras economías avanzadas verán mejorar sus condiciones, aunque solo gradualmente. Esto será particularmente el caso para países altamente dependientes del turismo y las remesas, ya que estos flujos están muy vinculados a las condiciones de los mercados laborales y de vivienda en economías avanzadas, las cuales permanecen débiles.

Los riesgos de sobrecalentamiento son evidentes en gran parte de América Latina. Si bien el crecimiento se ha moderado con respecto a las vigorosas tasas registradas el año pasado, aún se sitúa por encima de la tasa de crecimiento potencial. La demanda interna ha crecido a un ritmo incluso más rápido, impulsada no solo por las favorables condiciones externas sino también por políticas macroeconómicas expansivas, que están normalizándose solo gradualmente. Los indicios de sobrecalentamiento y posibles excesos están surgiendo en varios ámbitos:

- La *inflación* está en subiendo en gran parte de la región, aunque en la mayoría de los casos todavía permanece relativamente cercana a las metas establecidas. Algunos países han empezado a retirar el estímulo monetario, pero consideraciones cíclicas hacen necesario un aumento adicional de las tasas de interés. Es necesario que las autoridades permanezcan atentas para garantizar que la reciente alza de los precios de los alimentos y la energía no se traslade a la inflación subyacente (para limitar “efectos de segunda ronda”). La política fiscal en general no ha estado respaldando a la política monetaria, y este año será importante desacelerar el crecimiento del gasto público.
- Debido a la fuerte demanda interna, los *déficits en cuenta corriente* están aumentando en muchos países, incluso en los que se benefician del alza de precios de las materias primas, dado que las importaciones crecen a un ritmo mayor que las exportaciones. Dichos déficits todavía no son excesivos, pero será necesario contener su deterioro. La política fiscal también puede contribuir a este fin.
- *Crédito y precio de los activos*. El crecimiento del crédito se está acelerando en muchos países. Si bien los sistemas bancarios siguen siendo sólidos, se debe seguir fortaleciendo la supervisión ya que el apalancamiento y los pasivos externos han aumentado en algunos países. Las empresas están recurriendo crecientemente al endeudamiento externo y los precios de ciertos activos comienzan a mostrar signos de una burbuja. Los países han seguido adoptando y reforzando las políticas macroprudenciales, pero estas no deberían utilizarse en reemplazo de los ajustes convencionales a la política macroeconómica.

Los países donde el crecimiento hasta ahora ha sido más débil también deben proceder con precaución, en varias dimensiones. A medida que la demanda se recupere, los riesgos de sobrecalentamiento cobrarán cada vez más relevancia. Los países cuyos marcos de política monetaria son más débiles tendrán que asegurar que el aumento de precios de las materias primas no desencadenen efectos intensos de segunda ronda sobre la inflación. Muchos países, entre ellos algunos de América Central, ahora deben enfocar la política fiscal en la tarea de reconstruir los espacios de política que se utilizaron durante la reciente crisis mundial. En el Caribe, donde la deuda pública es muy alta, la política fiscal tendrá que seguir una trayectoria de consolidación, para garantizar la estabilidad macroeconómica y sentar las bases para un crecimiento más dinámico en el futuro.

En todos los países de la región, el aumento de los precios mundiales de las materias primas, sobre todo de alimentos, plantea un grave desafío social que afecta a los segmentos más vulnerables de la población. Esto se aplica incluso a los países que son exportadores netos de materias primas y alimentos. En algunos casos, los programas sociales existentes —como las transferencias focalizadas— pueden ayudar a satisfacer esta necesidad urgente, pero en otros casos deben considerarse alternativas más pragmáticas. El desafío consiste en concentrar los esfuerzos en la protección de los más vulnerables, evitando subsidios universales que suelen ser muy costosos y regresivos, y que pueden tornarse permanentes y requerir ajustes considerables en otras partidas del presupuesto.

Esta edición de Perspectivas económicas: Las Américas incluye un análisis especial sobre las intervenciones en los mercados de divisas. En el capítulo 3 se presentan los resultados que ha arrojado hasta la fecha un proyecto de investigación que estudia las prácticas de intervención cambiaria en los últimos siete años para una muestra de países de América Latina y otras regiones con tipos de cambio

flotantes o muy flexibles. Se analiza la tendencia de estos países a intervenir en el mercado de divisas de forma selectiva, aparentemente en respuesta a presiones de apreciación de sus monedas. Asimismo, en el capítulo se documentan aspectos claves sobre cómo se ejecutan las intervenciones en la práctica, tales como la aplicación de reglas (versus discreción), el uso de distintos instrumentos, y el grado de transparencia. Utilizando dos metodologías empíricas se aborda la recurrente pregunta de si la intervención en el mercado de divisas tiene un efecto sobre el tipo de cambio. Estos efectos han sido notoriamente difíciles de detectar en otros estudios, pero el presente análisis sugiere que en ciertas circunstancias una intervención puede desacelerar el ritmo de apreciación. El efecto es mayor cuando la moneda ya se ha apreciado sustancialmente y cuando la cuenta financiera es menos abierta. En el capítulo se analiza además el costo cuasifiscal de las intervenciones cambiarias, el cual ha sido significativo para algunos países, sobre todo debido a pérdidas por valoración.

1. Panorama mundial y perspectivas para Estados Unidos y Canadá

La economía mundial continúa expandiéndose, aunque persiste la heterogeneidad y los riesgos a la baja. La recuperación en la mayoría de las economías más avanzadas —cuyo producto se mantiene por debajo del potencial— está progresando de manera más gradual, y continuará limitada por la necesidad de sanear los balances de los hogares, los gobiernos y el sector financiero. En las economías emergentes, el crecimiento sigue siendo vigoroso, alimentado por condiciones externas favorables; y será necesario adoptar políticas más restrictivas para evitar el sobre calentamiento.

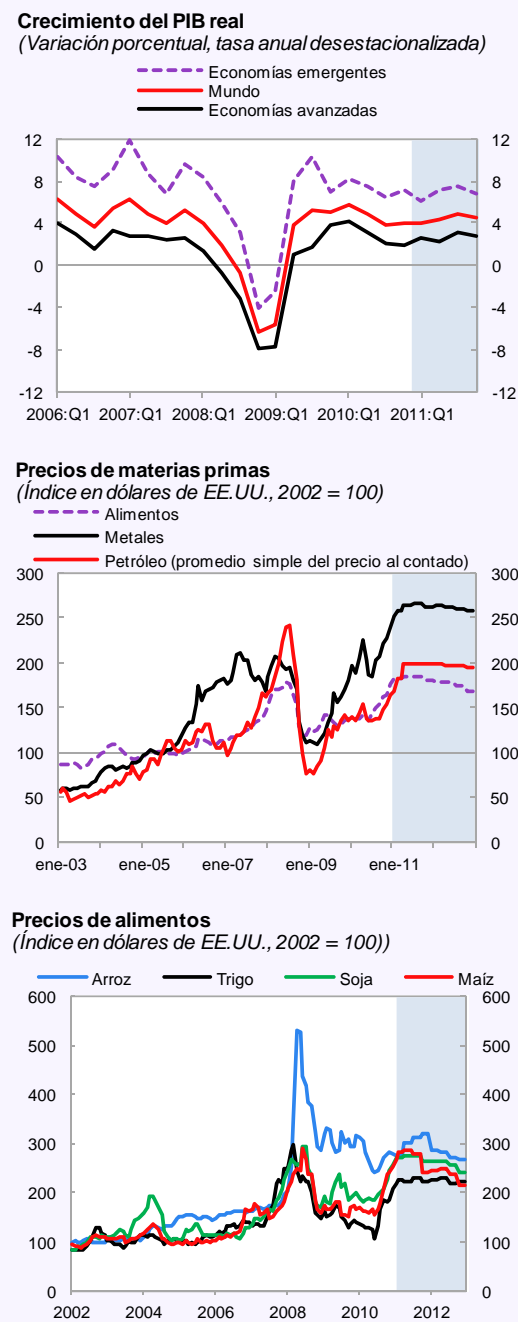
1.1. El panorama mundial: La expansión a dos velocidades sigue su curso con crecientes riesgos

La economía mundial continúa expandiéndose a múltiples velocidades (gráfico 1.1). En las economías avanzadas, la recuperación sigue siendo débil considerando la profundidad de la recesión, y el desempleo es persistentemente elevado. Por otra parte, se han cerrado las brechas del producto en muchas economías de mercados emergentes, cuyo crecimiento no ha perdido fortaleza y donde están surgiendo riesgos de sobre calentamiento.

Los precios de las materias primas han experimentado nuevas alzas, como consecuencia de la fuerte demanda de las economías emergentes de Asia, sobre todo China. Los shocks meteorológicos a la oferta han contribuido en parte a empujar los precios de los alimentos a niveles más altos que antes de la crisis, y las tensiones políticas recientes en el Oriente Medio y el Norte de África han agudizado las presiones sobre los precios del petróleo. Si bien los precios de los mercados de futuros reflejan una caída gradual de los precios de

Nota: Este capítulo fue preparado por Oya Celasun y Luis Cubeddu, con contribuciones de Nicoletta Batini y Martin Sommer.

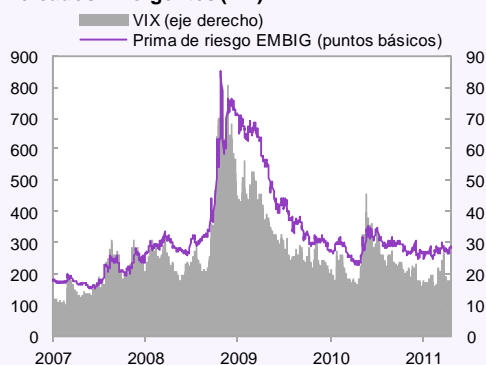
Figura 1.1. Expansión a múltiples velocidades, en el contexto de altos precios de materias primas.



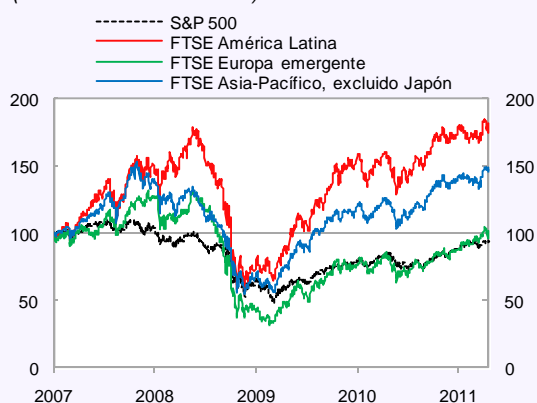
Fuentes: FMI, *International Financial Statistics*; y cálculos del personal técnico del FMI.

Figura 1.2. Bajas tasas de interés y aversión al riesgo están presionando al alza el precio de las acciones, aunque los flujos de capitales a economías emergentes han desacelerado en los últimos meses.

Aversión mundial al riesgo y prima de riesgo de Mercados Emergentes (ME)

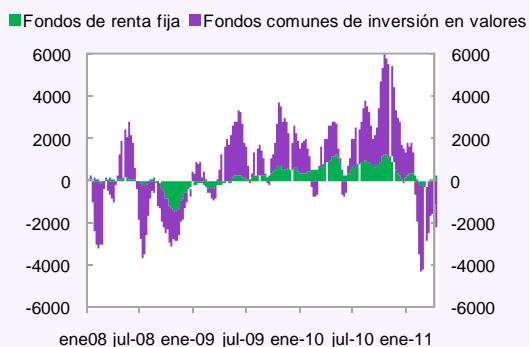


Precios de las acciones (4 de enero de 2007 = 100)



Flujos netos hacia mercados emergentes: Fondos de renta fija y valores¹

(Millones de dólares de EE.UU.)



Fuentes: Bloomberg, L.P.; Datastream; EPFR Global; y Morgan Stanley.

¹Media móvil de flujos netos, cinco semanas.

las materias primas en el curso de este año, a medida que se disipen las incertidumbres y que reaccione la oferta, los precios de las materias primas permanecerán relativamente altos y por encima del promedio de 2010.

En general, las condiciones financieras han mejorado, aunque siguen siendo tensas en algunas áreas. Los precios de las acciones se han fortalecido, gracias a las utilidades percibidas por las empresas; mientras que los más recientes episodios de volatilidad en los países periféricos de Europa (Irlanda y Portugal) han tenido efectos limitados y pasajeros en las condiciones financieras internacionales (gráfico 1.2). Los atractivos diferenciales de tasas de interés, la mejora de las perspectivas de crecimiento y otros fundamentos económicos relativamente más favorables (entre ellos, el hecho de que los balances públicos y privados son más sanos en los mercados emergentes que en muchas economías avanzadas), sumados a la disminución de la aversión mundial al riesgo, han impulsado fuertes flujos de capitales hacia las economías emergentes durante la mayor parte de 2010. Sin embargo, estos flujos se han desacelerado últimamente respondiendo a una evolución algo más positiva de la economía estadounidense y al aumento de los riesgos de inflación y el precio de los activos en los mercados emergentes. Las recientes tensiones en el Oriente Medio y el Norte de África y el terremoto de Japón han añadido a la incertidumbre general; aunque su impacto sobre la aversión mundial al riesgo hasta el momento ha sido limitado.

En este contexto, el personal técnico del FMI proyecta un crecimiento mundial moderado, pasando de alrededor de 5% en 2010 a poco menos de 4½% durante 2011–12; es decir, un escenario no muy diferente del presentado hace seis meses. Se prevé que el crecimiento de las economías avanzadas llegará a 2½% en 2011; es decir, ½% menos que el año pasado, reflejando el hecho de que la mayoría de los países están consolidando sus finanzas públicas. No obstante, ese porcentaje es ligeramente superior a las tasas de crecimiento potencial. En las economías emergentes y en desarrollo, la expansión

sería de 6½% en 2011 (en comparación con 7¾% en 2010), a medida que se retire el estímulo de la política económica y que el crecimiento disminuya gradualmente a su nivel tendencial.

Las perspectivas mundiales continúan siendo dominadas por riesgos a la baja. Aunque la probabilidad de una recaída en Estados Unidos ha disminuido desde la última edición de este informe, han surgido nuevos riesgos a la baja. La posibilidad de que continúen y se acentúen las tensiones en el Oriente Medio y el Norte de África y de que se prolongue la crisis nuclear de Japón también podría afectar el crecimiento mundial e incrementar la incertidumbre general. Además, las vulnerabilidades siguen siendo elevadas en las economías periféricas de Europa, con los riesgos consiguientes para los balances del sector financiero de las principales economías europeas. En el caso de muchas economías emergentes, los riesgos son más equilibrados—postergar la retirada del estímulo podría contribuir al crecimiento a corto plazo, pero produciría más inquietud en torno a un aterrizaje brusco más adelante.

Los desequilibrios mundiales persisten, con una continua acumulación de reservas oficiales por parte de las economías emergentes, particularmente en Asia. Si bien los déficits y superávits de cuenta corriente externa de los países más importantes han disminuido desde los máximos previos a la crisis, una parte desproporcionada del reequilibrio de la demanda ha ocurrido porque la demanda se ha trasladado desde países con déficits hacia economías emergentes con tipos de cambio flexibles y mercados de capital abiertos pero sin grandes superávits, como es el caso de muchas economías latinoamericanas donde los déficits de cuenta corriente han crecido. El personal técnico del FMI proyecta que los desequilibrios podrían agudizarse en los próximos años. La falta de un reequilibrio suficiente de la demanda —entre las economías avanzadas importantes con déficits y las economías emergentes con superávits— es un motivo clave de preocupación para la sostenibilidad de la recuperación mundial a mediano plazo.

Economías avanzadas

El principal reto para las economías avanzadas consiste en afianzar la recuperación y, al mismo tiempo, avanzar en el saneamiento de los balances de los gobiernos, los hogares y del sector financiero. Como la consolidación fiscal debe seguir su curso, la política monetaria probablemente siga siendo laxa durante un período prolongado, en vista del alto nivel de desempleo, una inflación subyacente baja y las estables expectativas inflacionarias a largo plazo. En efecto, en el caso de Estados Unidos, las encuestas de expectativas sugieren que la tasa de política monetaria permanecerá sin cambios hasta fines de 2011; con algunos participantes no esperando aumentos sino hasta mediados de 2012.

La mayoría de las economías avanzadas están consolidando sus finanzas públicas en 2011, con la excepción de Estados Unidos y Japón, donde la política fiscal seguirá siendo expansiva. De acuerdo con las proyecciones, en la zona del euro los déficits fiscales disminuirán en promedio 1½% del PIB en 2011, y un 2½% más en el curso de los próximos 5 años, aunque habrá que definir mejor los detalles específicos de las medidas de ajuste para reforzar la credibilidad. En Estados Unidos, a fines de 2010 el gobierno adoptó un nuevo programa de estímulo equivalente a 1% del PIB para los años fiscales 2011–12 (compensado en parte por los recortes del gasto aprobados recientemente). Este programa, que no estaba previsto en la última edición de *Perspectivas económicas: Las Américas*, ha mejorado modestamente las perspectivas de crecimiento de Estados Unidos en 2011. Sin embargo, ahora hay más incertidumbre en torno a la velocidad y el contenido de los planes de estabilización y reducción de la deuda pública a mediano plazo. En el caso de Japón, también se postergó el ajuste fiscal, el cual tras el terremoto reciente se tornará aún más expansiva.¹

Como se señala en la edición de abril de 2011 del informe sobre la estabilidad financiera mundial

¹ Antes del terremoto, se preveía que la orientación fiscal de Japón en términos generales sería neutral en 2011.

(*Global Financial Stability Report*, o GFSR), las economías avanzadas deben acelerar el saneamiento del sector financiero. En la zona del euro, persisten presiones de mercado porque los países aún tienen grandes necesidades de financiamiento. En ese contexto, es necesario que el Banco Central Europeo asegure mantener condiciones ordenadas en los mercados de financiamiento y de deuda soberana, mientras los países emprenden los ajustes fiscales y estructurales requeridos. También se necesitan rigurosas pruebas de *stress* y planes de recapitalización y reestructuración creíbles para afianzar la confianza del sector financiero, sobre todo en Europa. Análogamente, en Estados Unidos será necesario fortalecer los balances de los bancos en caso de que persistan las debilidades del sector inmobiliario, e implementar en tiempo y forma las reformas del sector financiero aprobadas en 2010.

Economías de mercados emergentes

Para muchas economías de mercados emergentes, los retos de la política económica se centran en evitar los crecientes riesgos de sobrecalentamiento resultantes de las condiciones financieras externas favorables, el estímulo de la política macroeconómica y, en algunos casos, la mejora de los términos de intercambio. Estos riesgos se manifiestan en una combinación de mayor inflación, aumento de los déficits en cuenta corriente (frecuentes en América Latina), y fuerte aumento del crédito y de los precios de los activos. Aunque la mayoría de los países han comenzado a retirar el estímulo de las políticas implementadas durante la crisis, muchos están rezagados en la normalización de las políticas monetarias y fiscales.

Las economías emergentes que enfrentan grandes entradas de capitales y presiones de apreciación cambiaria, en general, deberían endurecer la política fiscal antes de retirar la orientación acomodativa de la política monetaria. También se debe seguir reforzando las medidas prudenciales para contener la excesiva prociclicidad del crédito y evitar la formación de burbujas de activos. En determinadas circunstancias, y siempre que se hayan implementado las políticas macroeconómicas

adecuadas, posiblemente se necesiten restricciones temporales a la cuenta de capital. Sin embargo, estas medidas no pueden sustituir por la necesidad de endurecer la política macroeconómica. El alza de los precios de los alimentos y los combustibles añade nuevos desafíos, tanto para contener la inflación como para proteger a los pobres.

1.2. Estados Unidos: Afianzamiento de la recuperación con riesgos a la baja

La recuperación estadounidense parece estar cobrando ímpetu, pero aún predominan los riesgos a la baja. Es probable que las brechas del producto y del empleo vayan cerrándose apenas de a poco. La debilidad de los balances de los hogares, del sector financiero y del gobierno continuará empañando las perspectivas de crecimiento.

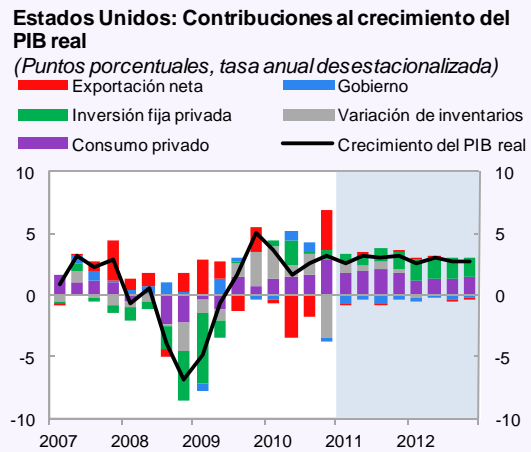
La economía estadounidense registró un crecimiento superior a la tendencia, de 2,8%, en 2010. Tras arrancar con fuerza gracias a un enorme impulso de los inventarios, el crecimiento se enfrió considerablemente a fines de la primavera, justo en el momento en que las tensiones de los entes soberanos europeos comenzaban a sacudir a los mercados financieros. Sin embargo, aunque se hablaba constantemente de riesgos de recesión y deflación, la economía logró registrar un crecimiento superior al potencial en el segundo semestre de 2010, gracias a la renovada confianza que inspiró una nueva ronda de expansión de la Reserva Federal. En particular, el consumo privado, que se había acelerado poco a poco a lo largo del año, cobró cierta velocidad a fines de 2010. Sin embargo, la recuperación no produjo una recuperación significativa en el mercado laboral, y la inflación subyacente disminuyó a los mínimos de mediados del siglo, en vista de los elevados niveles de capacidad ociosa.

Los indicios tentativos de una recuperación más fuerte y más autosostenible observados a fines de 2010 han estado seguidos de una serie de nuevos riesgos. En particular, si la escalada de los precios del petróleo se prolonga, la recuperación podría desacelerarse significativamente.

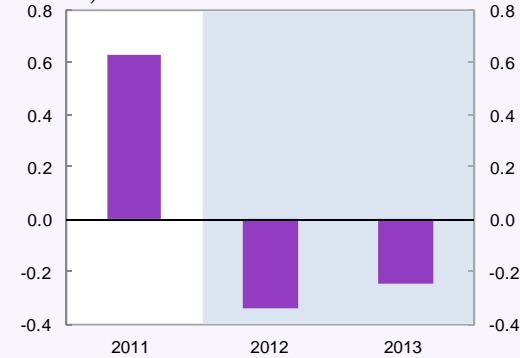
La política monetaria continuará apoyando el crecimiento durante gran parte de 2011. Las tasas de interés de política monetaria se encuentran en su límite inferior, y las compras de bonos por parte de la Reserva Federal crean un entorno acomodaticio en un contexto de desempleo elevado e inflación baja. Entre tanto, a diferencia de lo proyectado hace seis meses, ahora se estima que el déficit estructural fiscal federal aumentará 1¼% del PIB en 2011, tras la aprobación de un nuevo paquete de estímulo en diciembre de 2010, no obstante los recortes del gasto federal para el año fiscal 2011 aprobados recientemente (gráfico 1.3). El gobierno de Estados Unidos está comprometido a reducir el déficit fiscal federal registrado en 2010 a la mitad para 2013, un ajuste que ya está incluido en las proyecciones del personal técnico del FMI. Este compromiso representa un ajuste acumulativo de 5% del PIB del balance primario estructural del gobierno federal durante los ejercicios 2012–13.

La situación laboral y el mercado de la vivienda siguen actuando como obstáculos a la recuperación. Pese a la caída reciente de las tasas de desempleo (desde un máximo de 10,1% a 8,8% en marzo de 2011), el desempleo a largo plazo continúa cerca de los niveles altos históricos y el coeficiente empleo/población apenas ha aumentado desde que el producto comenzó a recuperarse a mediados de 2009 (gráfico 1.4). Si bien la tendencia descendente de las solicitudes iniciales de seguro por desempleo observada desde comienzos de 2011 hace pensar que la situación mejorará, la expansión de la nómina apenas ha cobrado ímpetu. El débil crecimiento del empleo encuentra su paralelo en el aumento considerable de la productividad de la mano de obra y en la disminución del costo laboral unitario. El actual ritmo de creación de empleos tendría que acelerarse significativamente para producir un aumento sustancial de la proporción activa de la población. Sin un aumento marcado del empleo y del total agregado de horas trabajadas, el aumento del consumo que se observó en el cuarto trimestre de 2010 tiene pocas probabilidades de perdurar, dado que los hogares y los bancos continúan saneando sus balances y que el crecimiento de los salarios sigue siendo débil.

Figura 1.3. El crecimiento será liderado por el sector privado a medida que las políticas de estímulo se retiran.



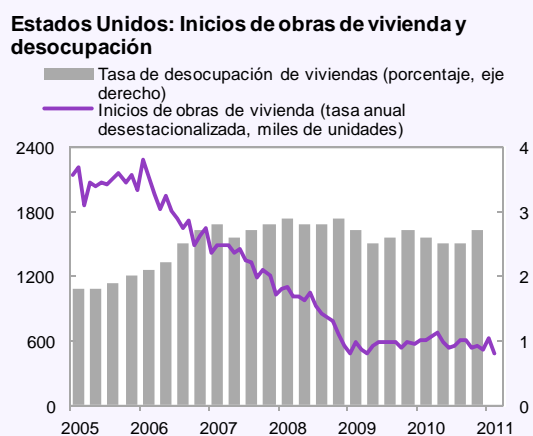
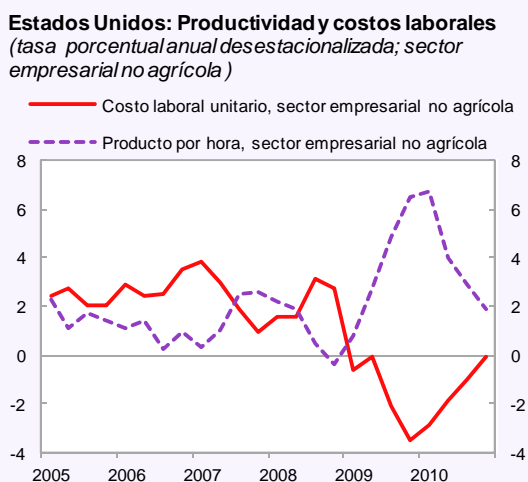
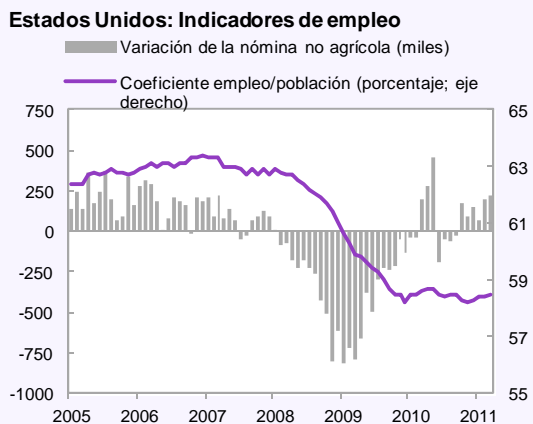
Estados Unidos: Impacto del programa de estímulo fiscal de diciembre sobre el crecimiento
(Porcentaje del PIB, comparado con un escenario sin estímulo)



Fuentes: EE.UU. Bureau of Economic Analysis; y cálculos del personal técnico del FMI.

El mercado inmobiliario—un factor crítico que obra en contra de una recuperación más rápida—continúa siendo frágil. La gran cantidad de casas en venta está frenando la construcción residencial (gráfico 1.4). Los precios de la vivienda —un determinante clave del patrimonio neto y del consumo de los hogares— bajaron durante siete meses seguidos hasta enero, y sus perspectivas están empañadas por el número considerable de hipotecas que están atrasadas en los pagos pero aún no han sido embargadas, las que están al día pero son muy superiores al valor de la vivienda, o las que han sido modificadas pero tienen probabilidades de volver a

Figura 1.4. El crecimiento del empleo sigue débil, en parte debido a la lenta recuperación del sector inmobiliario.



Fuentes: EE.UU., *Bureau of Labor Statistics*; EE.UU., *Census Bureau*; y cálculos del personal técnico del FMI.

atrasarse en los pagos. De hecho, los hogares se están desapalancando en gran medida porque han dejado de pagar sus hipotecas (así como otras deudas), lo cual reduce los precios de la vivienda a través del impacto negativo que tienen los juicios hipotecarios sobre el precio de las viviendas vecinas. El círculo vicioso entre los precios bajos e inciertos de la vivienda, la vulnerabilidad de los balances de los hogares y los bancos, y el consumo privado es un factor importante detrás de la lenta recuperación en Estados Unidos (recuadro 1.1).

En general, los riesgos para las perspectivas estadounidenses continúan inclinándose a la baja. El riesgo de deflación es menor que hace seis meses, en parte gracias a las medidas de políticas adoptadas, sobre todo la expansión monetaria extraordinaria. Entre tanto, las condiciones externas siguen planteando riesgos importantes. El reavivamiento de las tensiones financieras en la zona del euro podría complicar sustancialmente las condiciones financieras internacionales y debilitar la demanda mundial. Por otra parte, un alza importante de los precios del petróleo podría erosionar la confianza y debilitar el gasto de los consumidores. En el plano interno, los precios de la vivienda podrían bajar más de lo esperado, dada la abundancia de propiedades con problemas hipotecarios, y eso podría producir efectos negativos en los balances de los hogares y del sector financiero (recuadro 1.2). Por otra parte, la solidez de los balances empresariales y la demanda reprimida de los bienes de consumo duraderos ofrecen posibilidades al alza.

¿Qué tipo de política se necesita?

Los niveles elevados de capacidad ociosa en los mercados del trabajo y de la vivienda, la baja inflación subyacente y los persistentes riesgos a la baja requieren de una orientación macroeconómica acomodaticia. Al mismo tiempo, adquiere cada vez mayor urgencia la necesidad de implementar una estrategia creíble para estabilizar la deuda pública y luego reducirla.

En ese contexto, la Reserva Federal continúa dando indicaciones de que las tasas de política

Recuadro 1.1. Perspectivas a largo plazo de las finanzas del gobierno federal de Estados Unidos

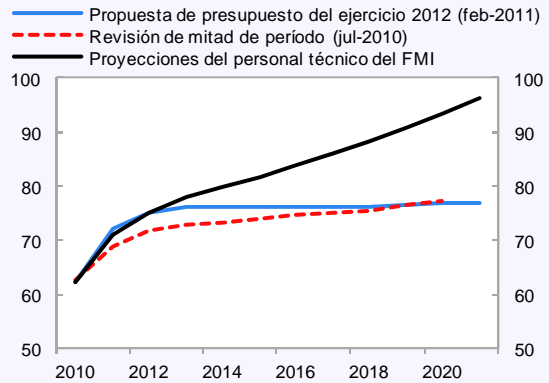
Las finanzas públicas de Estados Unidos se encuentran en una trayectoria insostenible. De acuerdo con las proyecciones presupuestarias de las autoridades, se prevé que la deuda federal en poder del público aumentará de 62% del PIB en el ejercicio fiscal 2010 a alrededor del 90% en el ejercicio 2030, y que seguirá aumentando a partir de entonces debido a las presiones emergentes del envejecimiento poblacional y el rápido crecimiento de los costos de salud. La dinámica de la deuda presenta una perspectiva aún más sombría según los supuestos macroeconómicos más conservadores utilizados por el personal técnico del FMI. De acuerdo con estas últimas previsiones, la crisis financiera causaría una pérdida permanente de producto y de ingresos presupuestarios, por lo que la deuda federal podría acercarse al 95% del PIB al final de esta década —aproximándose a niveles no vistos desde el período que siguió a la Segunda Guerra Mundial—y ejercer una presión alcista sobre las tasas de interés tanto en Estados Unidos como en el mundo.

Las perspectivas presupuestarias a largo plazo siguen siendo preocupantes pese a los esfuerzos por contener los déficits.

Aunque se espera que la reforma del sistema de salud adoptada el año pasado inclinará la “curva de costos” de salud en un grado todavía incierto, el gasto federal en servicios de salud podría todavía aumentar en un 3% del PIB durante los próximos 20 años, según la Oficina de Presupuesto del Congreso. Otras medidas propuestas por el Ejecutivo, tales como la congelación por 5 años del gasto discrecional no vinculado a la seguridad y el ahorro en gastos de defensa van en la dirección correcta, pero no pueden por sí solas resolver las presiones presupuestarias fundamentales de largo plazo, debido a que el gasto obligatorio en salud, pensiones y otros rubros representa una mayor proporción del presupuesto y se proyecta que crecerá más rápidamente. De acuerdo con los cálculos del personal técnico del FMI, las autoridades necesitarían adoptar medidas de ahorro de alrededor de 2½% del PIB al año para lograr el nivel de deuda federal proyectado de 77% del PIB en el ejercicio fiscal 2021. Dichas medidas deberían sumarse a los planes existentes, que incluyen aumentos de impuestos para los contribuyentes de ingresos más altos (a partir de 2013) y menores concesiones tributarias para ciertas industrias. No obstante, los esfuerzos de consolidación fiscal no deben limitarse a esto—se necesitarán ahorros adicionales para reducir el coeficiente de deuda a los niveles previos a la crisis a fin de evitar un efecto de desplazamiento sobre la inversión privada.

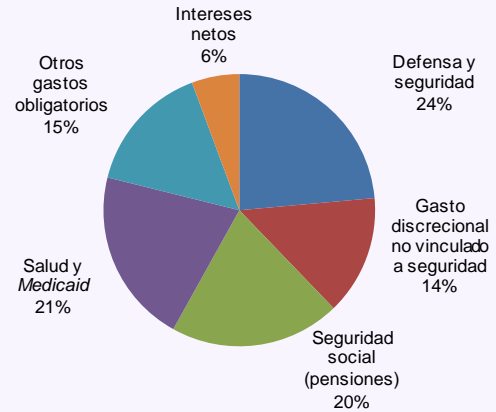
Nota: Este recuadro fue preparado por Martin Sommer.

Deuda federal en poder del público
(Porcentaje del PIB; ejercicios fiscales)



Fuentes: EE.UU., *Office of Management and Budget*; y cálculos del personal técnico del FMI.

Composición del gasto federal



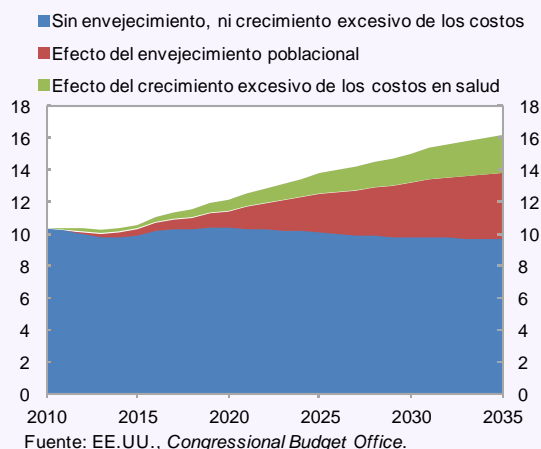
Fuentes: EE.UU., *Office of Management and Budget*; y cálculos del personal técnico del FMI.

Las autoridades cuentan con una serie de alternativas para poner en orden la situación fiscal sin provocar efectos negativos de corto plazo en el nivel de actividad. La reforma de la seguridad social

(pensiones) contribuiría a reducir los desequilibrios fiscales a largo plazo sin socavar la recuperación en curso: medidas tales como elevar la edad de retiro o reducir los beneficios futuros para los jubilados de mayores ingresos tendrían un impacto mínimo en el gasto privado corriente. También será necesario identificar formas de lograr ahorros adicionales en los servicios de salud y otras categorías de gastos obligatorios (véase en la edición de abril de 2011 del *Fiscal Monitor* del FMI un análisis de las opciones para reducir el gasto en salud). Mientras tanto, el sistema impositivo está plagado de vacíos y gastos tributarios regresivos que equivalen a más de 7% del PIB. La contención de este gasto tributario (incluyendo la deducción de los intereses hipotecarios de la renta sujeta a impuesto que beneficia primordialmente a aquellos de alto ingreso) permitiría captar ingresos necesarios elevando al mismo tiempo el nivel de eficiencia del sistema. Dados la baja recaudación que generan los impuestos indirectos, también debería considerarse la adopción de un IVA o impuesto a las ventas nacional, así como un aumento de los impuestos sobre la energía.

En vista de este desalentador panorama fiscal, es esencial llegar pronto a un acuerdo sobre una estrategia amplia de consolidación. La administración y el Congreso de Estados Unidos deberían conseguir un acuerdo político sobre un plan comprensivo y balanceado basado en las ideas aportadas por la comisión fiscal del presidente, varios formuladores de política y otros analistas. Preferentemente, dicho plan debería incluir una legislación que fije una meta clara de deuda a mediano plazo y aborde el principal factor determinante de los déficits a largo plazo: el gasto obligatorio en pensiones y servicio de la salud. El plan de consolidación también debería elaborarse en función de supuestos económicos creíbles. Las proyecciones presupuestarias actuales, por ejemplo, se basan en supuestos de crecimiento del PIB considerablemente más optimistas que el pronóstico de consenso.

Fuentes de crecimiento del gasto federal en los principales programas obligatorios de salud y seguridad social, 2010–35
(Porcentaje del producto interno bruto)



monetaria se mantendrán cerca de cero durante un período prolongado, y mantiene en marcha su plan de comprar US\$600.000 millones en bonos del Tesoro hasta junio de 2011. Aunque el programa de compra de bonos probablemente añada poco al crecimiento, ha disipado las percepciones de riesgos a la baja, ya que confirmó que la Reserva Federal está comprometida a respaldar la recuperación y a evitar una disminución perjudicial de las expectativas de inflación a largo plazo. Cuando la Reserva Federal comenzó a señalar en agosto de 2010 la posibilidad de retomar las compras de activos a gran escala, los precios de las acciones subieron con fuerza y la compensación por inflación de los títulos del Tesoro indexados

aumentó a niveles normales. Los rendimientos nominales a largo plazo han aumentado desde el anuncio oficial de las compras en noviembre de 2010, en vista de la mejora de las perspectivas y la normalización de las expectativas inflacionarias. Se espera que los rendimientos de los bonos se incrementen apenas gradualmente a mediano plazo². Sin embargo, la falta de un plan de ajuste

² Celasun y Sommer (2011) sostienen que una vez que llegue a su fin el despalancamiento del sector privado, los rendimientos de los bonos del Tesoro a 10 años podrían subir alrededor de 100 puntos básicos (más allá de factores cíclicos) para cerrar la brecha proyectada entre la oferta y la demanda potencial de títulos de la deuda federal.

Recuadro 1.2. Desapalancamiento de los hogares en Estados Unidos

El desapalancamiento es un sello distintivo del período que sigue a las burbujas inmobiliarias alimentadas por la expansión del crédito. Como cabía esperar, el ritmo de la recuperación tras la Gran Recesión se ha visto frenado por la necesidad de tanto los hogares como por los bancos de sanear sus balances.

¿Cómo se desenvuelve el proceso de desapalancamiento de los hogares en Estados Unidos? ¿Cuánto tiempo durará, y qué consecuencias plantea para las perspectivas? El apalancamiento de los hogares — definido como la razón entre deuda y activos— trepó a una meseta más alta a fines de los años noventa, al distenderse las normas crediticias y permitirse que los hogares se endeudaran más para comprar viviendas de valor cada vez mayor. Al mismo tiempo, los hogares financiaron una porción de su consumo contrayendo préstamos usando sus propiedades como garantía. El nivel de apalancamiento se incrementó marcadamente durante la crisis al derrumbarse los valores tanto de las viviendas como de los activos financieros, desencadenando el ciclo de desapalancamiento subsiguiente. Al final del tercer trimestre de 2010, la deuda de los hogares llegó a representar 122% del ingreso anual disponible, lo que marca una caída desde el máximo de 133% registrado al final de 2007. Si la deuda siguiera cayendo al mismo ritmo de los años, deberían entonces transcurrir otros 6 años para que los pasivos disminuyan a los niveles observados previo a la burbuja inmobiliaria, de aproximadamente 90% del ingreso disponible. Según se desprende de la experiencia con anteriores burbujas del sector inmobiliario en las economías avanzadas—especialmente en los países escandinavos—con el tiempo el endeudamiento efectivamente tiende a volver a sus niveles normales previos a la burbuja.

¿Cómo se está produciendo el ajuste? El saldo de pasivos evoluciona con la otorgamiento de nuevos préstamos, los pagos netos y los incumplimientos que dan lugar a una cancelación de la deuda. Se estima que más del 60% de la reducción de pasivos desde principios de 2008 se produjo como resultado de incumplimientos, especialmente de deudas hipotecarias. Mientras tanto, el otorgamiento de nuevos préstamos también es escaso, en concordancia con la menor demanda y el endurecimiento de los estándares crediticios reportado por oficiales de crédito de los bancos comerciales.

¿Qué significa todo esto para las perspectivas? El bajo nivel de nuevos créditos va de la mano de una demanda deprimida de viviendas y otros bienes de consumo duraderos. La tasa de ahorro de los hogares se mantiene alta por la reticencia de los consumidores a asumir nuevas deudas debido a las perspectivas inciertas acerca de sus ingresos futuros o porque sus pasivos ya son suficientemente elevados como para plantear un riesgo financiero. La falta de disposición de los prestadores a conceder nuevos préstamos, dada la incertidumbre que rodea a sus propios balances, también colabora al ahorro de los hogares. Este proceso deliberado de desapalancamiento allana el camino para que los balances recuperen solidez y se fortalezca el consumo en el futuro, aunque en el interin impide una recuperación económica más rápida. Sin embargo, la reducción de la deuda de los hogares que se produce por incumplimiento de las hipotecas tiene sustanciales externalidades negativas para la economía en general. Las ventas de viviendas en situación de ejecución hipotecaria tienen un impacto adverso desproporcionado en el precio de las propiedades y por esa vía en el patrimonio de los hogares, determinante clave de las decisiones de consumo¹. Las reestructuraciones de deuda sostenibles, que romperían el círculo vicioso entre la debilidad de la demanda agregada, el empleo, las ejecuciones hipotecarias y los precios de la vivienda, son difíciles de concretar². Las endebles perspectivas para los precios de las viviendas y la riqueza inmobiliaria son un factor adverso significativo para una recuperación más veloz del producto y el empleo en los Estados Unidos.

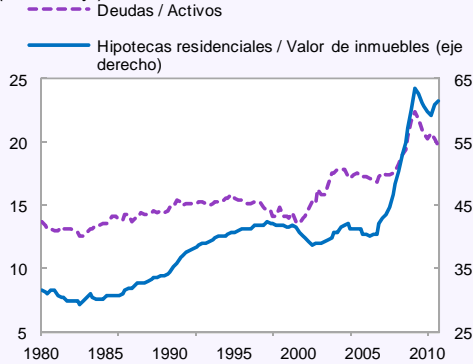
Nota: Este recuadro fue preparado por Oya Celasun.

¹ Campbell, Griglio y Pathak (por publicar) y Hartley (2010), entre otros, estiman que las ejecuciones hipotecarias generan precios significativamente bajos en las ventas de propiedades cercanas. Carroll, Otsuka y Slacalek (2010) documentan que cambios la riqueza inmobiliaria tienen efectos significativos en el consumo privado en Estados Unidos.

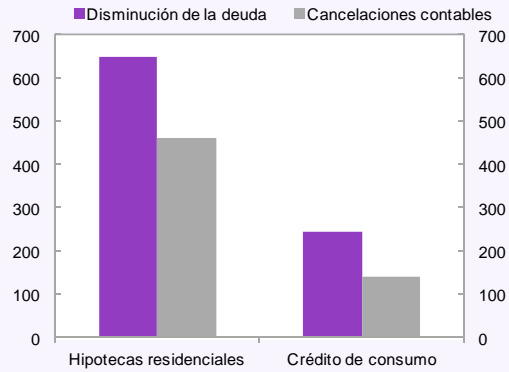
² En el recuadro 1.1 de la edición de abril de 2011 del informe sobre la estabilidad financiera mundial (*Global Financial Stability Report*), se analiza la capacidad de los bancos de Estados Unidos para absorber reducciones al capital de los préstamos hipotecarios.

Recuadro 1.2. Desapalancamiento de los hogares en Estados Unidos (continuación)

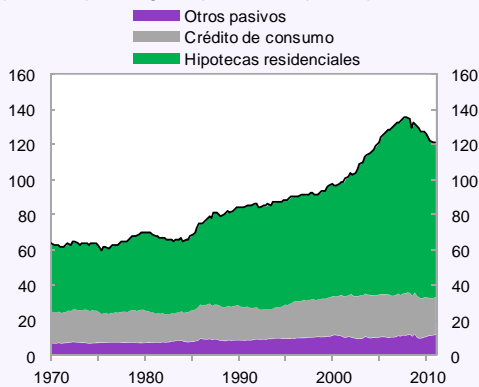
Apalancamiento y activos de los hogares
(Porcentaje)



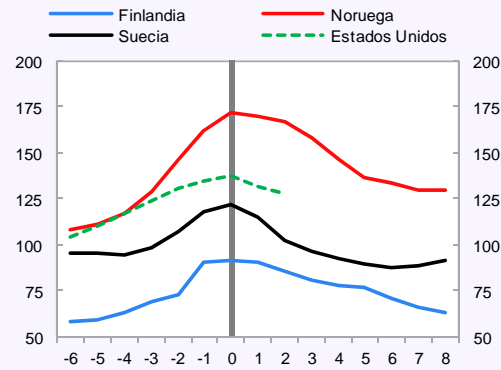
Desapalancamiento y cancelaciones contables, 2008:T2–2010:T3
(Miles de millones de dólares de EE.UU.)



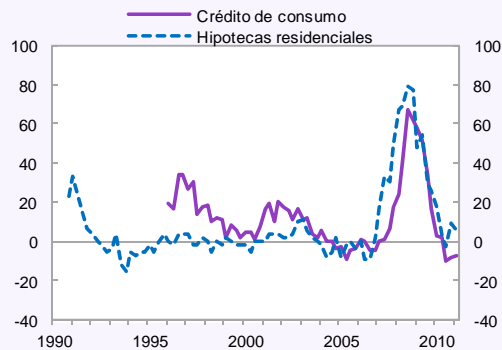
Pasivos de los hogares
(Porcentaje del ingreso personal disponible)



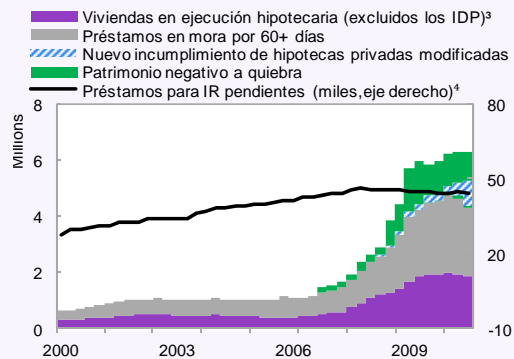
Deuda de los hogares como porcentaje del ingreso disponible¹



Normas crediticias²
(Proporción neta de los encuestados nacionales que citaron un endurecimiento de las normas)



Inventario latente de viviendas
(Millones de préstamos hipotecarios pendientes de pago)



Fuentes: Junta de Gobernadores del Sistema de la Reserva Federal; FMI, *Perspectivas de la economía mundial*; OCDE; Banco de Noruega; Instituto de Estadísticas de Finlandia, y Banco Central de Suecia.

¹ t = 0 corresponde al máximo previo a la crisis.

² Promedio ponderado de las normas crediticias para tarjetas de crédito y otros préstamos de consumo, ponderado en función de la participación proporción en el total de préstamos de consumo.

Promedio ponderado de los préstamos a prestatarios de bajo riesgo, ponderado en función de la participación proporcional en el total de préstamos hipotecarios.

³ IDP = Inmuebles de propietarios.

⁴ IR = Inmuebles residenciales.

fiscal a mediano plazo bien definido podría poner presiones al alza en las tasas de interés de los Estados Unidos y endurecer las condiciones financieras globales.

Si bien el estímulo fiscal reciente estuvo justificado por la debilidad del mercado del trabajo y de la vivienda, se lo podría haber orientado mejor. La prolongación de las prestaciones por desempleo y la extensión de los recortes impositivos del gobierno de Bush a los contribuyentes de ingreso mediano y más bajo fueron medidas que ayudaron a poner dinero en efectivo en manos de la gente con más probabilidades de gastarlo, pero la mayoría del resto de las medidas no se concentraron en los ámbitos donde hay debilidades. Según las proyecciones actuales del personal técnico del FMI, el déficit fiscal federal alcanzará 10½% este año—el nivel más alto entre las principales economías avanzadas—mientras que la deuda bruta del gobierno general probablemente supere 110% del PIB para 2016³. El elevado déficit de este año añade al reto que representa para Estados Unidos cumplir con el compromiso del G-20 de recortar el déficit a la mitad entre 2010 y 2013.

Dado que las perspectivas fiscales son insostenibles, urge que la administración y el Congreso acuerden un marco de consolidación fiscal a mediano plazo de carácter comprensivo y balanceando. Las propuestas recientemente presentadas por la Comisión Nacional de Responsabilidad y Reforma Fiscal, formuladores de política y otros analistas, contienen muchas ideas útiles a partir del cual podrían avanzar las autoridades en la formulación de un plan de consolidación fiscal comprensivo. Las medidas

³ Las proyecciones fiscales reflejan las opiniones del personal técnico del FMI sobre las perspectivas económicas (que suelen ser más pesimistas que las de las autoridades) y la evaluación de las políticas probables. En vista de los debates actuales en el Congreso, el personal técnico del FMI supone que los recortes del gasto discrecional ocurrirán antes (y serán más profundos) de lo que tiene previsto el gobierno, y que se postergarán las medidas vinculadas a la recaudación de ingresos.

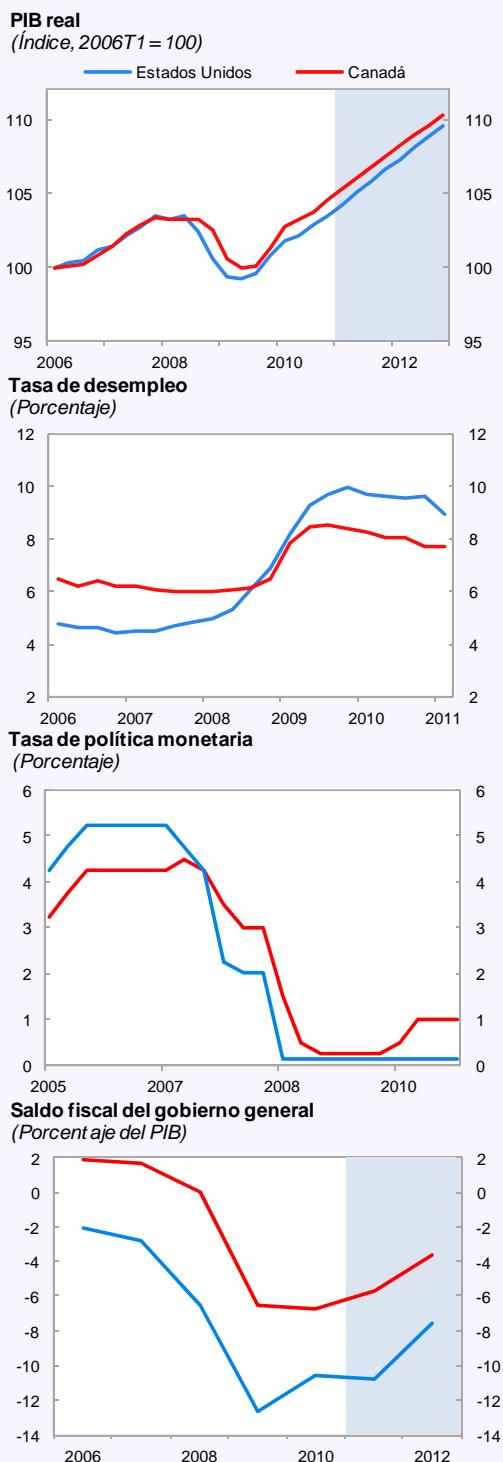
propuestas incluyen reformas de los regímenes de prestaciones (pensiones y salud), topes al gasto discrecional, reformas al sistema impositivo y el fortalecimiento de las instituciones fiscales.

La reciente reorganización de la regulación y la supervisión del sistema financiero representa un paso auspicioso, pero tendrá que ser implementada de manera decisiva y sin demoras⁴. En particular, será crítico fortalecer: i) la coordinación entre reguladores para detectar y neutralizar los riesgos sistémicos, ii) la transparencia y la rendición de cuentas en los mercados de valores y derivados, y iii) el monitoreo del sector bancario paralelo.

Pese a haberse restablecido la estabilidad financiera, la fragilidad del sector inmobiliario sigue actuando como un lastre en los balances bancarios, y la implementación de las reformas del sector financiero aún enfrentan desafíos. Las autoridades estadounidenses han elevado al Congreso un conjunto de propuestas para reformar los mercados de financiamiento de la vivienda, según lo exige la Ley Dodd-Frank. Las recomendaciones incluyen dismantelar las entidades hipotecarias semipúblicas y elaborar políticas de vivienda con una orientación más enfocada, donde el respaldo estatal sea más explícito y concentrado en los hogares de menores ingresos. La reforma que se adopte deberá lograr un equilibrio entre ofrecer un nivel adecuado de intervención pública y desalentar otro ciclo de sobreinversión. Los plazos de esa reforma probablemente dependan del vigor del mercado inmobiliario. Además, las autoridades deben asegurarse de que se resuelvan a la brevedad los problemas de la documentación para los embargos hipotecarios y de que los bancos reconozcan en tiempo y forma las pérdidas inmobiliarias.

⁴ Véase un análisis más completo en el recuadro 1.3 de la edición de octubre de 2010 de *Perspectivas económicas: Las Américas*.

Figura 1.5. La economía canadiense ha sido más resistente que la de Estados Unidos.



Fuentes: Banco de Canadá; EE.UU., *Federal Reserve Board*; EE.UU., *Bureau of Labor Statistics*; y cálculos del personal técnico del FMI.

1.3. Canadá: La recuperación cobra ímpetu

Pese a sus estrechos vínculos con Estados Unidos, Canadá se ha recuperado con relativa rapidez de la crisis mundial. (gráfico 1.5). El PIB real alcanzó el nivel previo a la crisis en el segundo trimestre de 2010, liderado inicialmente por la vigorosa demanda interna y acompañado por la creación de empleos, aunque una importante proporción fue en forma de un aumento del empleo temporal y a tiempo parcial.

Las políticas fiscales y monetarias fueron críticas para respaldar la veloz recuperación de la actividad. En el ámbito fiscal, el gobierno puso en marcha un estímulo generoso y bien focalizado que totalizó 2% del PIB por año en 2009–10 e incluyó medidas dirigidas a los mercados de crédito, vivienda y trabajo. La política monetaria también se mantuvo sumamente relajada y las tasas de interés no se han alterado desde el ligero aumento a mediados de 2010.

Se estima que el PIB real canadiense se expandió 3,1% en 2010, tras contraerse 2,5% en 2009. Después de una desaceleración en el tercer trimestre de 2010, el crecimiento repuntó en los últimos meses del año pasado, impulsado por una mejora marcada de las exportaciones netas. Esa mejora refleja en gran medida la evolución favorable de los términos de intercambio, que aumentaron más de 6% en 2010, y el afianzamiento de la recuperación de la economía estadounidense.

De acuerdo con las proyecciones, el crecimiento alcanzará 2,8% en 2011, respaldado por términos de intercambio elevados. Se espera que el crecimiento de la demanda interna disminuya ligeramente como resultado de la presión a la que están sometidos los balances de los hogares y a la retirada del estímulo fiscal (el déficit del gobierno general se reduciría 0,9 puntos porcentuales del PIB)⁵. Los mercados esperan que

⁵ Algunas de las medidas de estímulo adoptadas en 2009–10 fueron prorrogadas; por ejemplo, se postergaron la

(continued)

la política monetaria siga siendo laxa durante un período prolongado y que gradualmente irá adquiriendo una orientación neutral hacia fines de 2012.

Los riesgos continúan inclinándose a la baja. El principal riesgo externo es una desaceleración de la recuperación estadounidense que podría prolongar la propia reactivación de Canadá; aunque el alto endeudamiento de los hogares canadienses constituye un riesgo interno adicional⁶. Un aumento fuerte de los precios del petróleo (debido a un shock de la oferta) tendría un impacto menor. Si bien la balanza comercial de Canadá se beneficiaría (por ser un exportador neto de petróleo), esto quedaría en gran medida compensado por el efecto negativo del shock petrolero sobre el crecimiento mundial y el fortalecimiento del dólar canadiense.

Para este año, será necesario mantener la orientación acomodaticia de la política monetaria, ya que la política fiscal debe de comenzar la transición de un estímulo extraordinario a un equilibrio presupuestario a mediano plazo, en el contexto de una tasa de desempleo y capacidad ociosa todavía alta. Tanto el gobierno federal como los gobiernos provinciales están debidamente orientados a restituir el equilibrio a los presupuestos, y el presupuesto federal publicado recientemente ahora apunta a un pequeño superávit a mediano plazo. En el sector financiero, mantener la fortaleza y resistencia del sistema exigirá una vigilancia constante y, de ser necesario, habrá que tomar medidas adicionales para limitar el nivel de apalancamiento de los hogares (recuadro 1.3).

normalización de las primas de seguro de empleo y el plazo de conclusión de ciertos proyectos de infraestructura.

⁶ Desde mediados de la década de 1980, la deuda total de los hogares como porcentaje del ingreso personal disponible canadiense prácticamente se ha triplicado—de 50% a alrededor de 150%—con una aceleración notable desde 2007.

1.4. Implicaciones para la región de América Latina y el Caribe

Los altos precios de las materias primas están apuntalando el crecimiento, particularmente en los países exportadores de materias primas que mantienen vínculos comerciales más estrechos con Asia. Sin embargo, el alza reciente de los precios internacionales de los alimentos y de la energía crea nuevos retos para la política económica, tanto para contener su impacto sobre la inflación y para proteger a los sectores más vulnerables. Un nuevo aumento de los precios del petróleo —inducido por el lado de la oferta— durante un período prolongado representa un riesgo que podría frenar el crecimiento mundial, sobre todo en América Central y el Caribe, que dependen de la importación de petróleo.

La mejora del desempeño de la economía estadounidense está produciendo efectos positivos en el crecimiento, especialmente de México y de América Central. Sin embargo, las perspectivas desalentadoras del empleo, particularmente en el sector de la construcción, continuarán frenando la recuperación de las remesas que los trabajadores envían a esas economías y que aún se encuentran por debajo de los niveles previos a la crisis (gráfico 1.6). Del mismo modo, se espera que el crecimiento del turismo se mantenga moderado, ya que está vinculado a las condiciones laborales tanto de Europa como de Estados Unidos.

Las limitaciones fiscales de las economías avanzadas hacen pensar que la política monetaria seguirá siendo laxa durante algún tiempo. Gracias a las bajas tasas de interés en Estados Unidos, las economías de la región que se encuentran más integradas desde el punto de vista financiero seguirán teniendo a su disposición una abundancia de capital privado barato, que estimulará la demanda y producirá un aumento de los déficits en cuenta corriente y de las entradas de capitales netas. Manejar estas condiciones constituye un reto importante porque esos flujos podrían dar un vuelco repentino si las condiciones mundiales empeoraran y disminuyera el apetito de riesgo. La

Recuadro 1.3. ¿Qué explica la resistencia del sistema financiero de Canadá?

El sistema financiero de Canadá exhibió una notable estabilidad durante la turbulencia mundial. El sistema ha evitado presiones sistémicas: ninguna institución financiera quebró ni requirió una inyección de capital público (los bancos captaron capital en los mercados, aunque a un costo más elevado debido a la aversión mundial al riesgo).

Los factores claves que explican este desempeño relativamente sólido son los siguientes:

- *Sólida supervisión y regulación:* En la actualización de 2008 de la Evaluación de la Estabilidad del Sistema Financiero se observó que el marco regulatorio y de supervisión cumple con las mejores prácticas en muchas dimensiones, incluso con respecto a la versión revisada de los Principios Básicos de Basilea para la supervisión bancaria.
- *Requisitos de capital exigentes:* Las normas de solvencia se aplican a las operaciones consolidadas comerciales y de títulos valores que realizan los bancos. El capital de Nivel 1 en general es significativamente mayor que la meta exigida del 7% (que a su vez supera el mínimo de 4% establecido en el Acuerdo de Basilea). El coeficiente de apalancamiento se limita al 5% del capital total. En Canadá, el tope de apalancamiento se calcula sobre el capital total (en Estados Unidos se considera solo el capital de Nivel 1), y se incluyen en la definición de activos ciertas operaciones hechas por fuera del balance, tales como derivados crediticios, cartas de crédito contingentes financieras, avales y fianzas (en Estados Unidos dichas operaciones no se incluyen en la definición de activos).
- *Baja tolerancia al riesgo y estructuras de balance conservadoras:* Los bancos tienen un mercado minorista interno rentable y estable, y (como sus clientes) muestran una baja tolerancia al riesgo. Los bancos tenían una menor exposición a activos estructurados “tóxicos” y dependían menos del financiamiento mayorista volátil a diferencia de países similares a Canadá. Esto se refleja en la valoración de las acciones de los bancos canadienses.
- *Respuesta proactiva a las tensiones financieras:* Las autoridades reaccionaron con celeridad ante la crisis ampliando los servicios de liquidez, proporcionando garantías de pasivos y comprando títulos valores respaldados por hipotecas (todas esas facilidades ya no están vigentes). Además, el marco de resolución de entidades fue reformado para autorizar las inyecciones de capital con fondos públicos y otras operaciones para respaldar la estabilidad financiera. Posteriormente, y reaccionando a la preocupación respecto del endeudamiento de los hogares, se establecieron nuevas normas para restringir el crédito hipotecario, entre ellas: i) la reducción del período máximo de amortización de 35 a 30 años para las nuevas hipotecas aseguradas con respaldo del Estado cuya relación préstamo-valor supere el 80%; ii) la disminución del tope para contraer préstamos destinados a refinanciar hipotecas (de 90% a 85% del valor de la vivienda), y iii) el retiro del respaldo de seguro estatal para las líneas crediticias garantizadas por viviendas, como los préstamos con garantía hipotecaria. Estas medidas son coherentes con las mejores prácticas para un sistema estable de financiamiento de la vivienda, donde se recomiendan reforzar las normas de concesión de préstamos y calibrar con cautela la participación del Estado (véase el capítulo 3 de la edición de abril de 2011 del informe sobre la estabilidad financiera mundial, *Global Financial Stability Report*).
- *Coordinación eficaz entre los organismos de supervisión:* Los funcionarios se reúnen regularmente en el ámbito del Comité de Supervisión de Instituciones Financieras (FISC, por sus siglas en inglés) y otros foros para debatir problemas e intercambiar información sobre temas relativos a la estabilidad financiera.¹
- *Revisión de la regulación:* Para acompañar el ritmo de la innovación financiera, las autoridades federales realizan una revisión de la legislación del sector financiero cada cinco años; la próxima revisión se realizará en 2012.
- *Mercados conservadores de hipotecas residenciales:* Solo el 5% de las hipotecas son de riesgo alto o intermedio, y solo el 30% de ellas están titularizadas (en comparación con 25% y 60%, respectivamente, en Estados Unidos), todas las cuales cuentan con una garantía incondicional del Estado. Alrededor de dos tercios de los préstamos residenciales están garantizados, porque casi todos los préstamos titulizados, además de aquellos con una relación préstamo-valor (LTV, por sus siglas en inglés) superior al 80% en poder de instituciones de depósito reguladas, deben estar asegurados por el monto total del préstamo (y no solo por el excedente de la LTV de 80%, como sucede en Estados Unidos). Además, los intereses hipotecarios no son deducibles de impuestos, lo que alienta a los prestatarios a cancelar rápidamente sus préstamos, y las hipotecas son instrumentos “con recurso”, que permiten al acreedor accionar contra los bienes personales del deudor.

Nota: Los autores de este recuadro son Francesco Columba y Erika Tsounta.

¹ El FISC está integrado por funcionarios de la Superintendencia de Instituciones Financieras, el Departamento de Hacienda, la Corporación de Seguro de Depósitos y la Agencia del Consumidor Financiero de Canadá.

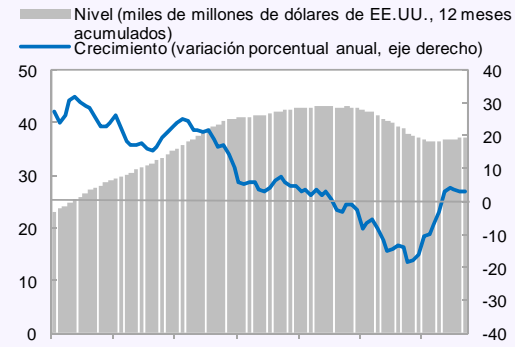
reciente desaceleración del flujo de capitales a países emergentes pone de relieve la importancia de estar preparado para hacer frente a la volatilidad de estos flujos y, en última instancia, al endurecimiento de las políticas monetarias de las economías avanzadas⁷.

El reavivamiento de los trastornos en la zona del euro, especialmente si el epicentro se traslada a España y a las principales economías europeas, plantea un riesgo a la baja para América Latina, si bien el impacto financiero estará amortiguado por el hecho de que la mayoría de los bancos españoles de la región aplican un modelo de subsidiaria en el cual los depósitos locales son la principal fuente de financiamiento. La posibilidad de que las tensiones políticas en Oriente Medio y Norte de África continúen y se recrudezcan podría producir fuertes aumentos de los precios del petróleo y restarle solidez a la recuperación mundial. Además del impacto directo en el crecimiento, este escenario probablemente estaría asociado a cierta disminución de los precios de las materias primas no petroleras, al menos a corto plazo, que afectaría negativamente a muchos de los exportadores de materias primas agrícolas y metalúrgicas de la región.

Los países de la región deberían aprovechar las condiciones externas actualmente favorables para recomponer los espacios de política económica empleados durante la crisis en caso de que estos escenarios a la baja se materialicen.

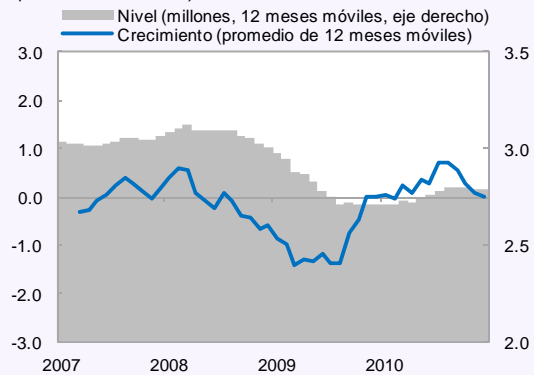
Figura 1.6. La recuperación de las remesas y el turismo se ve frenada por las condiciones laborales en las economías avanzadas.

Remesas a América Latina y el Caribe¹



¹ Incluye Costa Rica, El Salvador, Guatemala, Honduras, Jamaica, México, Nicaragua y República Dominicana. Datos hasta septiembre de 2010.

Caribe: Llegadas de turistas¹
(Índice, 2007 = 100)



¹ Incluye Las Bahamas, Barbados, ECCU, Jamaica; y República Dominicana.

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

⁷ Las condiciones de liquidez global podrían endurecerse en caso de que los países avanzados no consigan definir e implementar sus planes de consolidación fiscal.

2. Perspectivas y cuestiones de política económica para América Latina y el Caribe

La región continúa creciendo a un ritmo vigoroso impulsado por un fuerte aumento de la demanda interna. Para este año se proyecta una moderación del crecimiento, aunque probablemente sea necesario retirar más rápidamente el estímulo fiscal y monetario para mitigar los crecientes riesgos de sobrecalentamiento, particularmente en las economías que están recibiendo un doble impulso proveniente de mayores ingresos por exportación de materias primas y de un mayor ingreso de capitales. Tras una recesión más prolongada, la recuperación se está afianzando en las economías que mantienen vínculos reales más estrechos con las economías avanzadas. A lo largo de la región, el alza de los precios internacionales de alimentos y combustibles está planteando como desafíos adicionales la necesidad de contener la inflación y proteger a los pobres. Los riesgos a la baja sobre las perspectivas mundiales ponen de manifiesto la necesidad de crear márgenes de maniobra para la aplicación de políticas contracíclicas en el futuro y de tomar precauciones ante una eventual reversión de los flujos de capital.

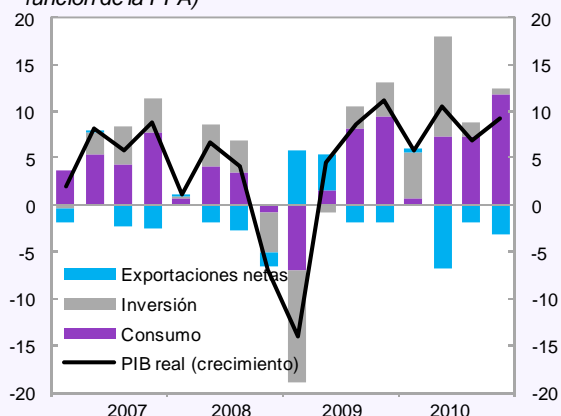
2.1. Panorama general

El crecimiento del PIB real se ha moderado, pero aún es robusto y se encuentra por encima del crecimiento tendencial en gran parte de la región, impulsado por una fuerte demanda privada (gráfico 2.1). Las brechas de producto se han cerrado o se están cerrando rápidamente, y están surgiendo presiones de sobrecalentamiento en las economías. La inflación está aumentando, los déficits de cuenta corriente están creciendo, y en algunos países el crédito bancario y el precio de los activos están subiendo rápidamente. El doble impulso generado por el alto nivel de precios de las materias primas de exportación y las condiciones favorables de financiamiento externo, junto a una orientación aún expansiva de las políticas macroeconómicas, está empujando a la actividad económica por encima de su nivel potencial. Mientras tanto, la recuperación

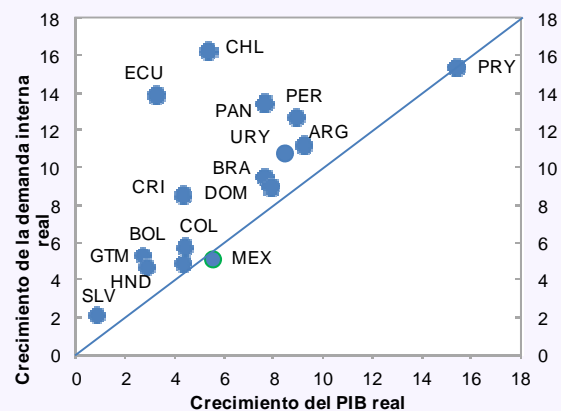
Gráfico 2.1 El crecimiento del PIB real se ha moderado, pero la demanda interna continúa expandiéndose vigorosamente.

Contribución al crecimiento del PIB en algunos países de América Latina¹

(Porcentaje de variación trimestral desestacionalizada, tasa anualizada; promedios ponderados del PIB en función de la PPA)



América Latina: Crecimiento de la demanda interna y del PIB real, 2010



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

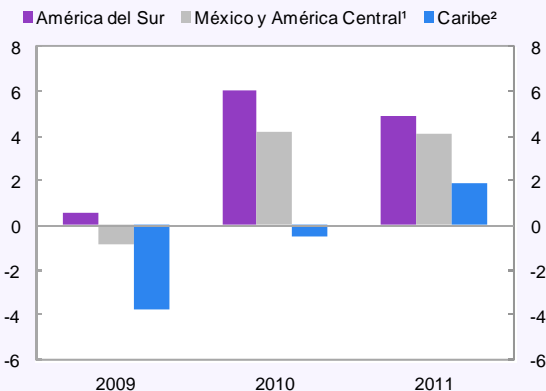
¹Incluye Argentina, Brasil, Chile, Colombia, Ecuador, México, Perú, República Dominicana y Venezuela. Datos hasta 2010:T4, excepto en el caso de Ecuador (2010:T3).

está tomando fuerza en América Central gracias al repunte gradual de la economía en Estados Unidos y de la demanda interna. En el Caribe, la actividad económica está empezando a recuperarse tras una profunda recesión, aunque en la mayoría de los

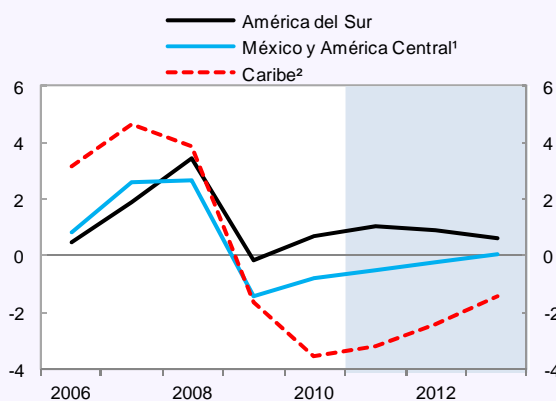
Nota: Este capítulo fue preparado por Luis Cubeddu y Sebastián Sosa, con contribuciones de Jaime Guajardo and Alex Klemm.

Gráfico 2.2. La expansión será menos desigual, con brechas de producto cerradas o por cerrarse en gran parte de la región. Persisten diferencias en los términos de intercambio.

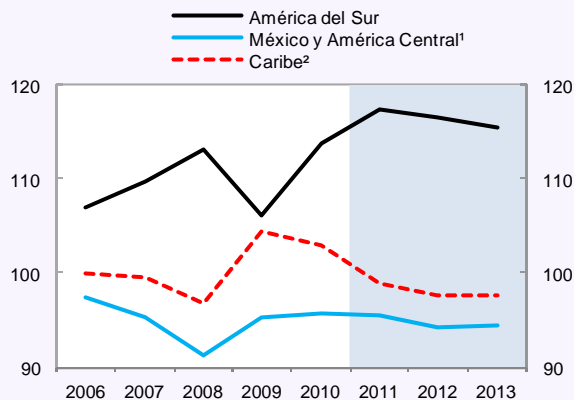
ALC: Crecimiento del PIB real por región, 2009–11
(Promedio simple, variación porcentual anual)



América Latina y el Caribe: Brechas de producto
(Porcentaje del PIB potencial; promedio simple por región)



América Latina y el Caribe: Términos de intercambio
(2005=100, promedio simple por región)



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

¹ América Central incluye República Dominicana y Panamá.
² El Caribe excluye a República Dominicana.

países el producto aún está por debajo de los niveles observados previo a la crisis.

Se estima que en 2010 el producto creció aproximadamente 6 por ciento, levemente por encima (¼ punto porcentual) de lo proyectado en la edición de octubre de 2010 de *Perspectivas Económicas: Las Américas*. La demanda interna creció algo más de lo previsto debido a los términos de intercambio más favorables y al ritmo lento con que se retiró el estímulo de las políticas macroeconómicas. Se proyecta una moderación del crecimiento del PIB real de la región a 4¾ por ciento en 2011, y que el mismo irá convergiendo a su tasa potencial (aproximadamente 4 por ciento) en el curso de los próximos dos años. El motor del crecimiento seguirá siendo la demanda interna, en consonancia con un deterioro del déficit en cuenta corriente. Este escenario base supone un retiro considerable del estímulo de las políticas macroeconómicas y una desaceleración del crecimiento de la demanda privada, en particular en países que son grandes exportadores de materias primas.

El crecimiento económico en 2011 será más uniforme al interior de la región que en los dos años previos. Existen señales de que la recuperación finalmente se está afianzando en las economías que mantienen vínculos reales más estrechos con las economías avanzadas, donde la recuperación ha estado rezagada (gráfico 2.2). Los países exportadores de materias primas de América del Sur seguirán liderando la expansión, aunque se prevé una saludable moderación del ritmo de crecimiento este año en vista del retiro previsto del estímulo asociado a políticas expansivas. Se proyecta que la recuperación tomará fuerza en gran parte de los países de América Central y el Caribe, aunque muchos de ellos seguirán enfrentando restricciones derivadas de las magras perspectivas de empleo en las economías avanzadas, términos de intercambio menos favorables y, en ciertos casos, los altos niveles de deuda pública.

Mientras en la economía mundial predominan los riesgos a la baja, en América Latina los riesgos sobre las perspectivas de corto plazo se inclinan más al alza.

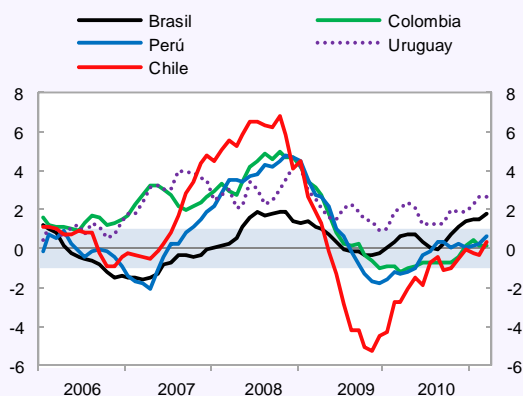
Un riesgo distintivo de la región es que el crecimiento de la demanda doméstica y del producto podría superar el del escenario base si el ajuste previsto de las políticas macroeconómicas no se llegara a materializar o si dicho ajuste fuera insuficiente para desacelerar la demanda interna. En este escenario, la inflación y los déficits de cuenta corriente también serían mayores a los proyectados, aumentando el riesgo de que a la larga surja una dinámica de ciclos de auge y caída. En este sentido, los riesgos "al alza" para 2011 podrían implicar un riesgo "a la baja" en años siguientes.

Sin embargo, en el corto plazo persisten riesgos extremos a la baja. Las crecientes y continuas tensiones en Medio Oriente y el Norte de África o una crisis más prolongada en Japón podrían poner en peligro la recuperación global que está en curso. Un nuevo y considerable aumento del precio del petróleo provocado por condiciones de oferta podría afectar el crecimiento mundial, lo cual probablemente implicaría una baja de los precios de otras materias primas, generando perjuicios adicionales para los exportadores de materias primas no petroleras en la región. Por otro lado, la situación de Europa continúa siendo frágil, dado que muchos países enfrentan fuertes necesidades de financiamiento y que los bancos necesitan una mayor capitalización. Si bien los recientes brotes de volatilidad en los mercados (Grecia, Irlanda y Portugal) no han repercutido mucho en América Latina, un recrudecimiento de las turbulencias en la zona del euro, sobre todo si su epicentro se traslada a España o al centro de Europa, podría tener un impacto más fuerte en la región.

El resto del capítulo está organizado de la siguiente manera. La siguiente sección examina los desafíos en materia de política económica en las diferentes subregiones de América Latina, haciendo referencia a países específicos según sea necesario. En las secciones posteriores se discute en detalle las políticas necesarias para hacer frente a (i) el alza del precio de las materias primas; (ii) la aceleración del crecimiento del crédito y el precio de los activos; y (iii) la significativa y volátil entrada de capitales.

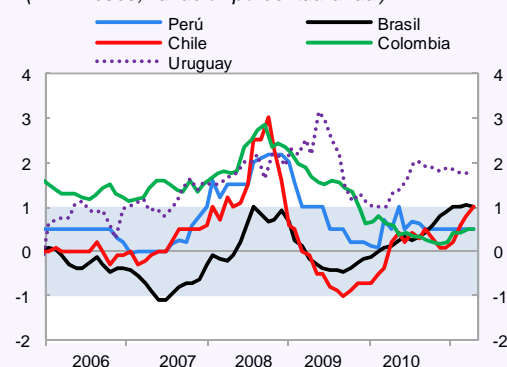
Gráfico 2.3. La inflación ha repuntado, mientras que la inflación subyacente y las expectativas inflacionarias presentan una suave tendencia al alza, en un contexto de condiciones ajustadas en el mercado de trabajo.

Inflación general menos inflación fijada como meta¹
(Porcentaje)



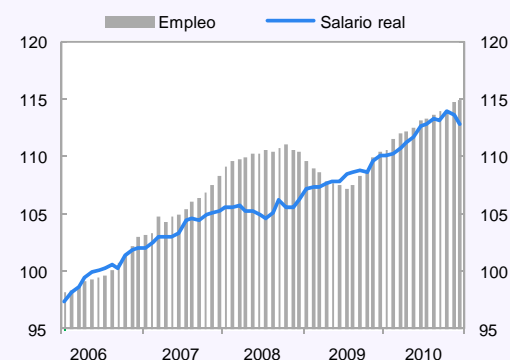
¹ La inflación fijada como meta es el punto medio de la banda de inflación. La zona sombreada representa el rango de la meta de inflación (± 1), excepto en Brasil y Uruguay, en donde el rango es (± 2). Datos a marzo de 2010.

Expectativas de inflación menos inflación fijada como meta¹
(A 12 meses, variación porcentual anual)



¹ La inflación fijada como meta es el punto medio de la banda de inflación. La zona sombreada representa el rango de la meta de inflación (± 1), excepto en Brasil y Uruguay en donde el rango es (± 2). Datos a marzo de 2010.

América Latina: Empleo y salario real¹
(Índice, 2006 = 100)



¹ Promedio simple de Brasil, Chile, Colombia, Perú (solo empleo) y Uruguay.

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

2.2. Desafíos de política económica

En un escenario con brechas de producto ya cerradas en gran parte de la región, el principal desafío de política económica no difiere mucho del de hace seis meses: normalizar y luego adoptar una política fiscal y monetaria más restrictiva para evitar una dinámica de auge y caída en el futuro. El alza de los precios internacionales de alimentos y combustibles complica el panorama que enfrentan los importadores netos de materias primas, en particular en América Central y el Caribe, donde la recuperación tras la crisis ha sido más lenta. En la región en general, el aumento del precio de las materias primas ha generado desafíos sociales que afectan especialmente a los pobres, complicando además el combate a la inflación.

América del Sur: Cómo manejar el doble viento a favor

Las políticas macroeconómicas deben ajustarse para contrarrestar las crecientes presiones de sobrecalentamiento, sobre todo teniendo en cuenta el estímulo externo que implican en la demanda los términos de intercambio favorables y las buenas condiciones de financiamiento externo. La posibilidad de ampliar el conjunto de instrumentos de política para limitar la prociclicidad del crédito y los excesos por parte del sector privado debe ser considerada. En algunos países, continúa siendo imprescindible eliminar las restricciones de oferta que limitan el crecimiento potencial.

Se proyecta que el crecimiento en la mayoría de los países exportadores de materias primas de América del Sur, que alcanzó un promedio de 6½ por ciento en 2010, se moderará este año a medida que se retira el estímulo de las políticas macroeconómicas y que se normaliza el ciclo natural de los inventarios. Los exportadores de materias primas seguirán beneficiándose por unos términos de intercambio muy favorables, y los países con vínculos estrechos con los mercados financieros internacionales (Brasil, Chile, Colombia, Perú y Uruguay) también se verán favorecidos por las benignas condiciones de financiamiento externo. Mientras tanto, los países que mantienen vínculos comerciales estrechos con Brasil (Argentina, Bolivia,

Paraguay y Uruguay) continuarán aprovechando las ventajas derivadas del fuerte crecimiento de esa potencia sudamericana.

Dado el rápido y sostenido crecimiento observado, y con el producto en un nivel cercano o superior al potencial, se proyecta que la *inflación* seguirá subiendo este año en gran parte de América Latina. La inflación ha mostrado una tendencia alcista, pero todavía se ubica cerca del objetivo o dentro del rango fijado como meta en la mayoría de los países (gráfico 2.3). Esto se debe a presiones de demanda incipientes y a los efectos (directos e indirectos) del aumento de precios de alimentos y combustibles. La mayor inflación se ha extendido al sector de servicios, empujando a la inflación subyacente y las expectativas de inflación en muchos países, especialmente en aquellos donde el mercado laboral presenta condiciones más ajustadas (Brasil y Uruguay). En este contexto, varios bancos centrales han elevado las tasas de política monetaria (a partir de niveles bajos), aunque solo de forma gradual, probablemente debido al temor de atraer nuevos flujos de capital y de fortalecer aún más los tipos de cambio.

Luego de una marcada apreciación durante gran parte del año pasado, los *tipos de cambio* se han estabilizado desde octubre de 2010, en un contexto de cierta desaceleración del flujo de inversiones de cartera hacia las economías emergentes en el mundo (gráfico 1.2). Si bien las noticias económicas más positivas provenientes de Estados Unidos y el alza del precio de los activos en las economías emergentes probablemente han contribuido a enlentecer el ingreso de capitales, también es posible que haya influido de alguna manera la implementación de distintas medidas de política. Los países no solo intensificaron sus intervenciones en los mercados de divisas sino que también incrementaron los impuestos sobre la entrada de capitales, y reforzaron o adoptaron nuevas medidas macroprudenciales. Los tipos de cambio reales se encuentran en el segmento superior de los rangos observados en la última década, aunque esto refleja en buena medida el fortalecimiento de los fundamentos económicos y la mejora de los términos de intercambio.

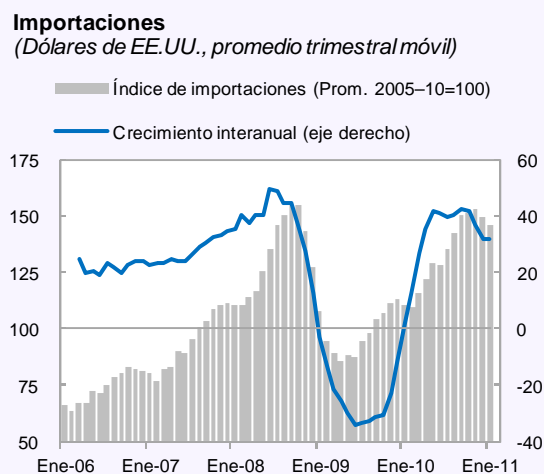
El fuerte crecimiento de la demanda privada está provocando una expansión del déficit en *cuenta corriente* en la mayoría de los países (Colombia es una excepción)¹. Se proyecta que el déficit en cuenta corriente de las economías sudamericanas más integradas a los mercados financieros alcanzará, en promedio, un 2 por ciento del PIB en 2011, es decir ¼ punto porcentual más que en 2010, a pesar de los precios de materias primas de exportación más altos. Un ejercicio sencillo, que consiste en mantener constantes los precios de exportaciones e importaciones en los niveles de 2005, controlando además por la sensibilidad de utilidades y dividendos de empresas extranjeras ante cambios en los precios de las materias primas, indica que el saldo en la cuenta corriente como proporción del PIB sería 3 puntos porcentuales más bajo este año si los términos de intercambio no hubieran registrado aumentos (suponiendo que los volúmenes permanecen constantes). Además, el deterioro de la cuenta corriente está siendo impulsado principalmente por el sector privado, cuyas inversiones están superando al ahorro (gráfico 2.4)². Cabe señalar que si bien la creciente diversificación geográfica de los destinos de exportación es un hecho positivo, ello ha ocurrido a expensas de una mayor dependencia de las materias primas (recuadro 2.1).

El *crecimiento del crédito* se aceleró durante buena parte del año pasado y mantiene esa misma tendencia, mientras que el *precio de los activos* permanece en niveles elevados luego de un incremento significativo (gráfico 2.5). El crecimiento del crédito al sector privado en términos reales alcanzó un promedio de 10–15 por ciento a fines de 2010, que si bien es elevado permanece aún bastante por debajo del 20–25 por ciento observado en el período previo a la crisis mundial. La expansión del crédito es actualmente más generalizada en los

¹ El crecimiento de las importaciones se moderó levemente en meses recientes, pero continúa siendo vigoroso (30 por ciento interanual a enero de 2011).

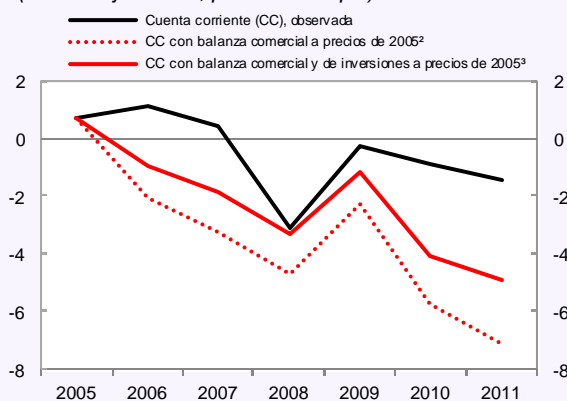
² El déficit en cuenta corriente del sector privado proyectado para 2011 (1 por ciento del PIB) aún es inferior al promedio observado en 1993-97 (2½ por ciento del PIB).

Gráfico 2.4. Pese a la mejora de los términos de intercambio, el déficit de cuenta corriente ha seguido ampliándose, impulsado por el fuerte crecimiento de la demanda del sector privado.



¹ Datos a enero de 2011 para Brasil, Chile, Colombia y Perú.

Saldo en cuenta corriente a precios corrientes y constantes de 2005¹
(Porcentaje del PIB, promedio simple)

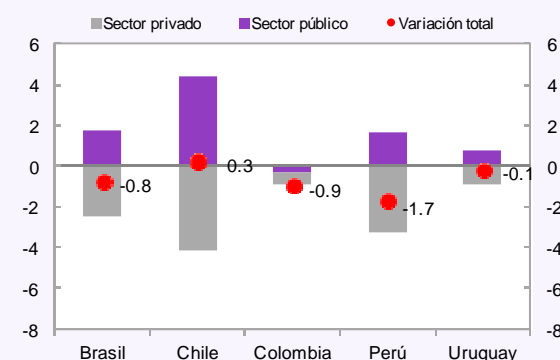


¹ Promedio simple de Brasil, Chile, Colombia, Perú y Uruguay.

² Con términos de intercambio constantes en niveles de 2005.

³ Teniendo en cuenta la sensibilidad de la repatriación de utilidades y dividendos a los precios de las materias primas.

Variación del saldo en cuenta corriente: Contribuciones del sector público y privado, 2009–10
(Puntos porcentuales del PIB)

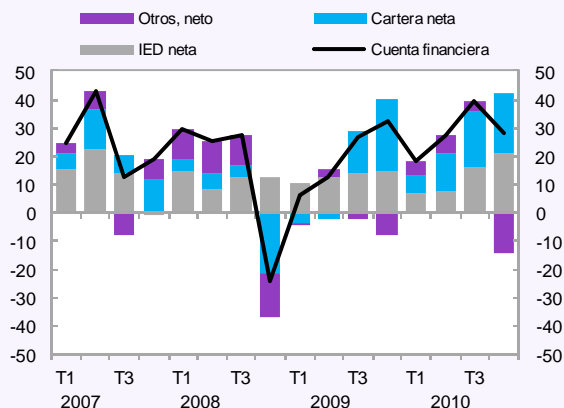


Fuentes: FMI, *International Financial Statistics*; y cálculos del personal técnico del FMI.

Gráfico 2.5. En un contexto de una fuerte entrada de capitales, los tipos de cambio reales se han apreciado y el crédito se está expandiendo con rapidez.

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

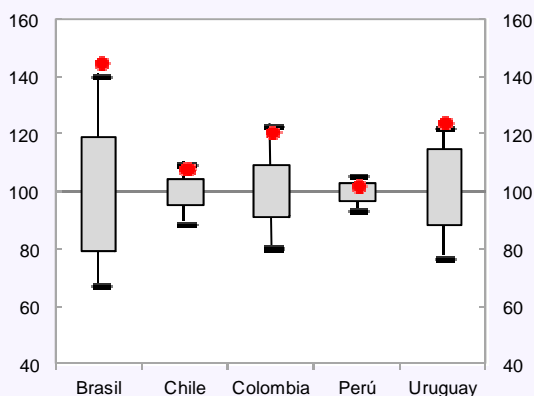
(Miles de millones de dólares de EE.UU.)



¹ Incluye Brasil, Chile, Colombia, Perú y Uruguay.

Tipo de cambio real efectivo¹

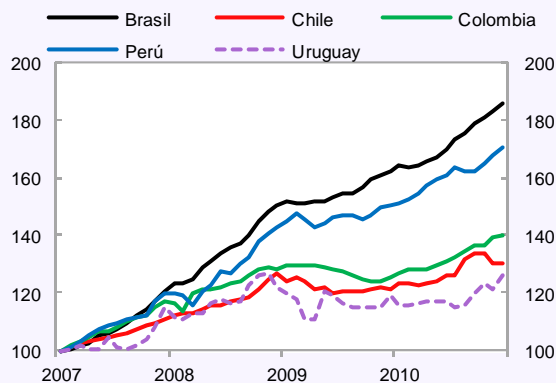
(Promedio 2000–10 = 100)



¹ Se muestran los percentiles 95 y 5 correspondientes al período de ene. de 2000 a dic. de 2010. Los recuadros grises abarcan los percentiles 25 y 75. Los puntos representan la observación más reciente (febrero de 2011).

Crédito real al sector privado

(Índice, enero de 2007 = 100)



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

países de la región, aunque resalta la evolución en Brasil y Perú dado que la desaceleración del crédito durante la crisis fue leve y de corta duración en estos países³. Los precios de las acciones aumentaron marcadamente, y pese a cierta normalización y en algunos casos retrocesos en los últimos meses, el incremento del año pasado fue, en promedio, de más del 20 por ciento en dólares estadounidenses. En la Sección 4 se analizan más a fondo los mercados de crédito y el precio de los activos.

En lo que refiere a la *política monetaria*, los países han comenzado a elevar las tasas de interés y —en algunos casos— el encaje legal, pero en la mayoría de los casos sería recomendable una política más restrictiva. Las tasas de política monetaria en general aún están por debajo de las estimaciones de tasas “neutrales” (gráfico 2.6), en un contexto en que el fuerte crecimiento del sector real y la fase en que se encuentra el ciclo económico sugieren que las tasas de política deberían rondar o superar los niveles neutrales⁴. Además, es necesario un cierto ajuste adicional de la política monetaria para mantener (ex ante) las tasas de interés reales—dados los previsibles efectos de segunda ronda derivados del reciente aumento del precio de las materias primas en el nivel general de inflación y también para contener la propagación de estas perturbaciones (véase un análisis más completo en la Sección 3)⁵.

Para cumplir las metas de inflación, debe también tenerse en cuenta la orientación de la política fiscal, evitando imponer una carga excesiva sobre la política monetaria, en un contexto de fuerte

³ En el caso de Brasil, los bancos públicos también han desempeñado un papel clave en la expansión del crédito (Capítulo 3 de la edición de octubre de 2010 de *Perspectivas Económicas Regionales: Las Américas*).

⁴ Debido a las dificultades para estimar tasas neutrales, el personal técnico del FMI estima un rango a partir de varios métodos.

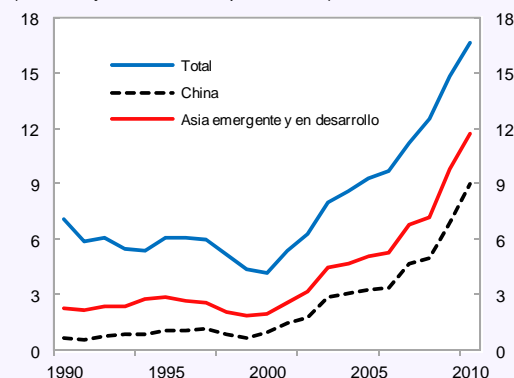
⁵ A comienzos de abril, las encuestas indicaban que los mercados preveían un aumento adicional de las tasas de política monetaria de 50 puntos básicos en Brasil y 200 puntos básicos en Chile en los próximos 12 meses; las expectativas de un eventual ajuste de la política monetaria de Estados Unidos durante el período son, en general, mucho más bajas.

Recuadro 2.1. Cambios en el patrón de exportaciones de América Latina y el Caribe

La creciente apertura comercial registrada en la última década ha sido acompañada por un cambio considerable de la estructura comercial de la región. Las economías emergentes están desempeñando cada vez un papel más importante en las relaciones comerciales, y las materias primas representan una proporción cada vez mayor de las exportaciones de la región. A pesar de los esfuerzos de integración intrarregionales, el nivel de exportaciones al interior de la región se mantiene prácticamente incambiado.

El poder de las economías emergentes es cada vez mayor. En la última década, la proporción de exportaciones hacia economías emergentes aumentó 10 puntos porcentuales, alcanzando en 2010 un 35 por ciento del total de las exportaciones. Si bien se trata de una tendencia común a todas las regiones, se presenta de forma particularmente fuerte en América Latina. Las exportaciones destinadas a economías emergentes de otras regiones, en particular China, explican la mayor parte de este aumento, con un aporte menor del comercio intrarregional. La creciente dependencia del intercambio comercial con Asia y otras regiones emergentes permitió que muchos países de América Latina y el Caribe (particularmente de América del Sur) se recuperaran más rápido de la crisis mundial.

ALC: Exportaciones a economías emergentes y en desarrollo
(Porcentaje del total de exportaciones)



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

Mayor dependencia de las materias primas. La

proporción de exportaciones de materias primas aumentó del 40 por ciento del total de exportaciones en 2000 al 52 por ciento en 2008, debido principalmente al aumento de la demanda por parte de economías emergentes. El fuerte aumento del valor de exportaciones se debe no solo a un incremento de precios, sino también a mayores volúmenes (el volumen de exportaciones totales aumentó un 35 por ciento en el período 2000–2010). Asimismo, el aumento de exportaciones está asociado principalmente al nivel creciente de exportaciones de minerales y productos agrícolas, teniendo las exportaciones de combustibles un rol menor. La elevada dependencia de exportaciones de materias primas deja a la región especialmente vulnerable a un cambio en la coyuntura económica en Asia y a una corrección a la baja de los precios mundiales de dichos productos. El aumento de esta dependencia podría también plantear problemas en términos de crecimiento y desarrollo, por ejemplo debido a fenómenos como la “enfermedad holandesa” y la desindustrialización, aunque la evidencia en este sentido es mayormente inconclusa.

Escasa actividad en el comercio intrarregional. En promedio, un 20 por ciento del total de exportaciones se dirige a países de la región, nivel muy superior al observado en otras regiones emergentes. Sin embargo, a pesar de los esfuerzos de integración regional, la proporción de exportaciones al interior de América Latina y el Caribe se ha mantenido relativamente constante en los últimos 10 años. Esta situación contrasta marcadamente con el caso de mercados emergentes en Asia, cuyo comercio intrarregional aumentó un 40 por ciento desde 2000, lo que obedece principalmente a la creciente apertura de China.

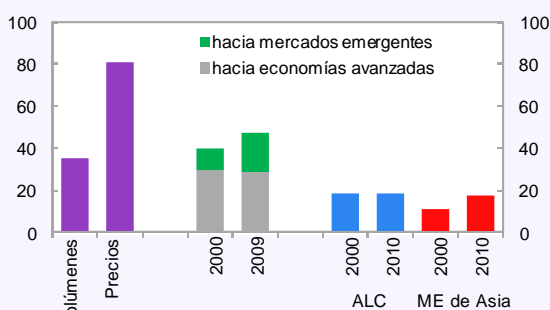
Los patrones de intercambio comercial presentan ciertas variaciones en las distintas uniones aduaneras.

- En **América Central, Panamá y República Dominicana**, la importancia del comercio al interior de esa región ha mantenido una trayectoria ascendente desde fines de la década del noventa, y en la actualidad es la sub-región con un mayor grado de comercio intraregional.

Nota: Este recuadro fue preparado por Andrea Medina y Mercedes Vera Martín.

- La proporción del comercio intraregional en el **Mercosur** (que incluye a Argentina, Brasil, Paraguay y Uruguay) creció desde 2002, siendo Brasil un destino cada vez más importante de las exportaciones de los demás miembros del bloque. Sin embargo, el comercio intraregional se encuentra aún muy por debajo de los niveles alcanzados a mediados y fines de la década del noventa, cuando representaba un 25 por ciento del total de exportaciones. Bolivia, Chile, Colombia, Ecuador y Perú son miembros asociados a este bloque comercial. Venezuela firmó un acuerdo de adhesión en 2006 que aún no se ha ratificado.
- El comercio al interior de la **Comunidad Andina de Naciones** (integrada actualmente por Colombia, Bolivia, Ecuador y Perú; Venezuela renunció en 2006) ha disminuido; las exportaciones dentro del bloque regional siguen mostrando un nivel bajo, del orden del 8 por ciento de las exportaciones totales.
- La proporción de exportaciones al interior de la **Caricom** (integrada por Las Bahamas, Barbados, Belice, la ECCU, Guyana, Haití, Jamaica, Trinidad y Tobago y Surinam) también ha disminuido, de un promedio de aproximadamente 20 por ciento del total de exportaciones en 2000 a cerca del 15 por ciento en la actualidad. Las exportaciones procedentes de Trinidad y Tobago y Barbados representan más del 80 por ciento de las exportaciones intraregionales totales, y consisten principalmente en combustibles y materias primas agrícolas.

Exportaciones en ALC: Varias perspectivas, 2000–10



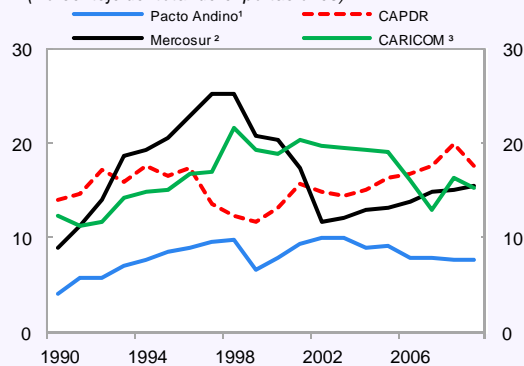
Crecimiento de las exportaciones en ALC, 2000–10 **Destino de las exportaciones de materias primas de ALC¹** **Participación en las exportaciones intraregionales¹**

Fuentes: FMI, *Direction of Trade Statistics*; Banco Mundial, *World Integrated Trade Solutions*; y cálculos del personal técnico del FMI.

¹ Porcentaje del total de exportaciones de bienes.

Exportaciones en los bloques regionales de comercio

(Porcentaje del total de exportaciones)



¹ Incluye Venezuela para todo el periodo.

² Incluye Argentina, Brasil, Paraguay y Uruguay.

³ Excluye Las Bahamas y Haití.

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

ingreso de capitales, presiones de apreciación de las monedas y sobrecalentamiento de las economías. Para no afectar la credibilidad de los regímenes de metas de inflación, los países deberían resistirse a modificar los marcos establecidos justamente en momentos en que dichos regímenes están siendo puestos a prueba, como por ejemplo el nivel fijado como meta (incluso si esa meta no se alcanza de manera transitoria).

La *política fiscal*, que fue expansiva en la mayoría de los países en 2010, necesita ajustarse este año, al

menos hasta alcanzar una posición neutral. El año pasado, la política fiscal en general exacerbó las presiones de demanda, con un crecimiento del gasto público real considerablemente por encima del crecimiento del producto potencial (gráfico 2.6)⁶. En un contexto de brechas de producto cerradas o en

⁶ El crecimiento del gasto primario real suele ser una buena aproximación a los cambios en la posición fiscal de un país, aunque para obtener un panorama más completo sería necesario evaluar además las modificaciones de las políticas de ingreso y de administración.

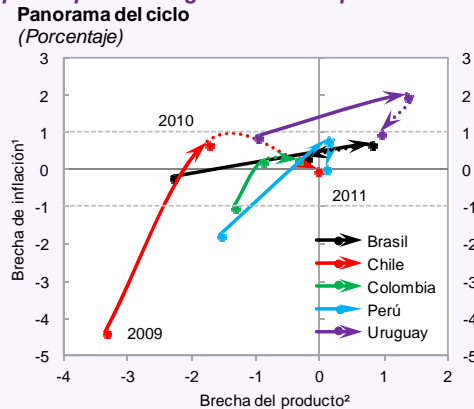
vías de cerrarse, la disminución del ritmo del gasto proyectado en varios países es bienvenida, ya que evitará imponer una carga adicional sobre la política monetaria. Sin embargo, si bien se proyecta que los balances primarios mejorarán este año debido al fuerte crecimiento de los ingresos, los planes de gasto real en muchos casos mantendrán —en lugar de empezar a reducir— los altos niveles de gasto alcanzados en 2010. En caso de que el crecimiento de los ingresos fuera mayor al proyectado, los gobiernos deberían evitar que ello se traduzca en un aumento adicional del gasto. Esto ayudaría además a crear espacio fiscal para hacer frente a shocks negativos en el futuro⁷.

Los recortes presupuestarios aprobados recientemente en Brasil (1¼ por ciento del PIB) y Chile (aproximadamente ½ por ciento del PIB) son medidas acertadas, y será crucial que su implementación se lleve a cabo oportunamente. En el caso de Brasil, también será importante implementar la reducción anunciada de las transferencias del tesoro para financiar los préstamos del banco estatal de desarrollo (BNDES). En el transcurso del año, si los costos fiscales asociados a precios más altos de alimentos y combustibles resultan ser mayores a lo programado, sería óptimo introducir medidas de carácter compensatorio.

La *flexibilidad del tipo de cambio* debería seguir siendo un componente importante del conjunto de políticas macroeconómicas. En un contexto de contracción monetaria, es posible que se produzca una apreciación adicional de la moneda (a pesar de que seguramente las expectativas de aumentos adicionales de tasas de interés ya hayan sido internalizadas). Dicha apreciación, reorientaría la demanda privada hacia oferentes externos, contribuyendo a contener la inflación. Si bien han surgido inquietudes respecto al posible efecto

⁷ En Colombia, el aumento proyectado del gasto público se debe en parte a los costos de reconstrucción relacionados con las inundaciones ocurridas a fines de 2010.

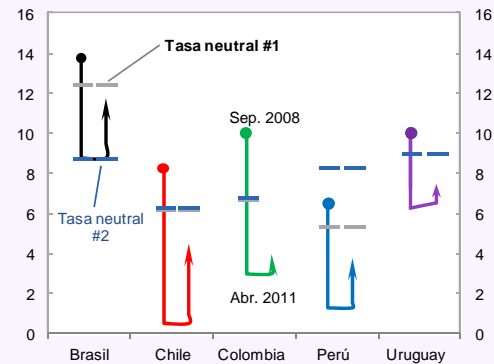
Gráfico 2.6. Las brechas de producto se han cerrado (o se están cerrando rápidamente) en un entorno en que las políticas siguen siendo expansivas.



¹ Inflación proyectada al final del año menos inflación fijada como meta. Se aplican bandas de (±1) puntos porcentuales a todos los países, excepto Brasil (±2).

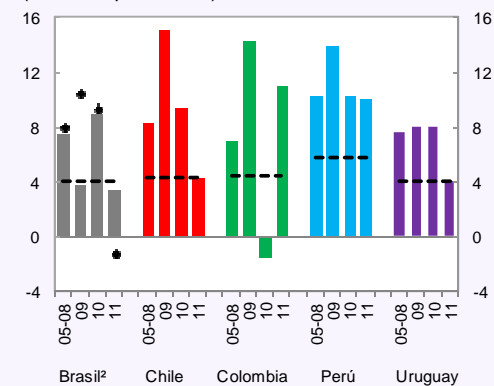
² PIB proyectado menos PIB potencial, como porcentaje del PIB potencial.

Tasa de política monetaria¹
(Porcentaje)



¹ Tasa de política monetaria de sep. de 2008 a abr. de 2011. La tasa neutral #1 se basa en el modelo de proyección mundial (véase el capítulo 3 de oct. de 2008 de *Perspectivas económicas: Las Américas*), y la tasa neutral #2 se estima como el crecimiento potencial menos la inflación fijada como meta.

América del Sur: Gasto primario real¹
(Variación porcentual)



¹ Gasto real deflactado en función del IPC. La línea punteada denota el crecimiento potencial del producto.

² En Brasil, los puntos representan un indicador más general del gasto primario real que incluye las transferencias para financiar préstamos del BNDES. Ambos indicadores excluyen la recapitalización de Petrobras en 2010.

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

negativo que tendría una apreciación excesiva del tipo de cambio sobre el crecimiento y las exportaciones, la evidencia empírica acerca del vínculo entre la “enfermedad holandesa” y el crecimiento agregado no son concluyentes (Magud y Sosa, 2010). Esto es particularmente cierto en el caso de los países exportadores de materias primas, donde la intensidad del uso de la mano de obra en el sector exportador suele ser relativamente baja. Sin embargo, si bien la apreciación de la moneda es conveniente en términos del ciclo económico, la intervención en el mercado cambiario podría seguir formando parte del conjunto de herramientas de política, particularmente después de que se haya permitido una apreciación sustancial de la moneda y de que hayan cesado las apuestas del mercado en un solo sentido. La intervención en el mercado cambiario debe además tener en cuenta los costos de esterilización, que son potencialmente cuantiosos. En el Capítulo 3 se analizan las modalidades, la eficacia y los costos de la intervención en el mercado cambiario.

En un entorno de abundante financiamiento externo y de fuerte crecimiento del crédito, las *políticas macroprudenciales* continúan siendo un componente esencial del conjunto de respuestas de política (véase un análisis más detallado en la edición de octubre de 2010 *Perspectivas Económicas: Las Américas*). Muchos países continúan recurriendo activamente a instrumentos macroprudenciales, como el aumento del encaje legal, una limitación más estricta al endeudamiento externo y la aplicación de requerimientos de capital más exigentes para ciertos tipos de préstamos (recuadro 2.2). Estas medidas deberían estar orientadas a preservar la estabilidad del sector financiero y, a pesar de sus efectos macroeconómicos, no deberían utilizarse como sustitutos de los ajustes de política macroeconómica convencionales. Además, las medidas en el ámbito regulatorio deberían ir acompañadas de esfuerzos para cuantificar su impacto y para mejorar la coordinación entre supervisores y reguladores a efectos de monitorear los riesgos sistémicos. Los controles de capital también pueden formar parte del paquete de

respuestas de política de manera temporal, pero, al igual que las políticas macroprudenciales, no deberían constituir un reemplazo a la función que cumple la política fiscal y monetaria⁸.

América del Sur: Los exportadores de materias primas menos integrados a los mercados financieros

Las economías de América del Sur menos integradas financieramente continúan beneficiándose por alto nivel del precio de las materias primas de exportación, aunque dentro de este grupo persisten diferencias en cuanto al crecimiento y las perspectivas económicas. En los casos de Argentina y Paraguay se proyectan altas tasas de crecimiento en 2011—aunque menores que en 2010—reflejando además los estrechos vínculos reales con Brasil y la aplicación de políticas procíclicas. En Bolivia, el producto crecerá a tasas cercanas a su potencial, mientras que en Ecuador y Venezuela el crecimiento seguirá estando limitado por restricciones de oferta y por un clima de negocios desfavorable.

Las políticas macroeconómicas fuertemente expansivas en la mayoría de estos países están estimulando la demanda e impulsando la inflación al alza (gráfico 2.7). Los agregados monetarios están creciendo a una tasa anual de más del 20 por ciento, mientras que se proyecta que el gasto primario real seguirá creciendo bastante por encima del producto potencial en la mayoría de los países. El crecimiento del crédito real se está acelerando (en algunos países superando el 20 por ciento), lo cual agrava los temores de una dinámica de auge y caída. Si bien se prevé un deterioro del balance de cuenta corriente, en la mayoría de los países se mantendrá un superávit gracias a las mejoras considerables de los términos de intercambio.

⁸ En octubre de 2010, Brasil elevó el impuesto sobre los flujos externos de 4 a 6 por ciento para desalentar las inversiones en el mercado interno de renta fija. En marzo/abril de 2011, también aumentó a 6 por ciento el impuesto sobre el endeudamiento externo de corto plazo por parte de empresas, extendiendo además el plazo de referencia de 90 a 720 días.

Recuadro 2.2. Una actualización de las políticas macroprudenciales

Un número creciente de economías emergentes, entre ellas algunas de América Latina, continúan adoptando medidas prudenciales (véase el cuadro más adelante) con el objetivo de i) moderar el crecimiento del crédito (introduciendo límites al crecimiento o imponiendo restricciones sobre sectores específicos como el de la vivienda o el mercado cambiario); y ii) mejorar la gestión del riesgo de liquidez y de crédito. En general y hasta el momento, las políticas introducidas no se han concentrado en lidiar con la dimensión transversal del riesgo sistémico, como son los efectos de contagio o el grado de interdependencia entre países.

Políticas y objetivos macroprudenciales

Instrumento de política	Ejemplos o propuestas recientes	Motivación/objetivo
<ul style="list-style-type: none"> Requerimientos de capital contra cíclicos Provisión dinámica 	Basilea III; Brasil (préstamos para automóviles-diciembre 2010) Bolivia (2008); Colombia (2007); Perú (2008); y Uruguay (2001)	Reserva de entre 0 y 2,5 por ciento aplicable cuando el crédito agregado crece demasiado rápido. Instrumento contracíclico que, en épocas de bonanza, construye un "colchón" de reservas contra las pérdidas esperadas para ser utilizado en tiempos de crisis.
<ul style="list-style-type: none"> Coefficientes de apalancamiento 	Basilea III	Limita el apalancamiento en el sector bancario, reduciendo el riesgo de desestabilización inherente a procesos de desapalancamiento; y complementa la medida de riesgo existente con una medida de riesgo simple, transparente, e independiente.
<ul style="list-style-type: none"> Coefficiente de préstamo a valor 	Canadá (mercado hipotecario-abril 2010, marzo/abril 2011);	Límite regulatorio para moderar los ciclos en sectores específicos, restringiendo el crecimiento del crédito y apoyándose en la demanda de activos.
<ul style="list-style-type: none"> Relación deuda/ingreso 	Corea (agosto 2010)	Instrumento para limitar el apalancamiento de prestatarios y gestionar los riesgos de crédito.
<ul style="list-style-type: none"> Requisitos de liquidez 	Colombia (2008); Nueva Zelanda (2010); y Basilea III.	Instrumentos de identificación, medición, supervisión y/o control de riesgos de liquidez en situaciones de tensión.
<ul style="list-style-type: none"> Requisitos de encaje sobre depósitos bancarios 	Perú (enero y abril, 2011); Brasil (diciembre 2010); China (enero 2011); y Turquía (2009- 2011)	Instrumento contracíclico que actúa como: i) límite al crecimiento del crédito; ii) herramienta para la asignación del crédito; y iii) complemento de política monetaria para lograr objetivos macroprudenciales.
<ul style="list-style-type: none"> Instrumentos de gestión de riesgo de crédito en moneda extranjera 	Perú (julio 2010); Uruguay	Instrumento para internalizar los riesgos del crédito en moneda extranjera vinculados a préstamos a prestatarios sin cobertura.
<ul style="list-style-type: none"> Límites a las posiciones en moneda extranjera 	Colombia (2007); Israel (restricciones a las transacciones de derivados bancarios-2011)	Medida de gestión del riesgo cambiario en activos y pasivos en moneda extranjera dentro y fuera de los balances. También es útil para manejar los aumentos de la entrada de capitales que pueden implicar riesgos sistémicos para el sistema financiero al crear "burbujas" en ciertos sectores de la economía.
<ul style="list-style-type: none"> Otros 	Brasil (impuesto sobre el crédito al consumo-abril 2011)	Mitigar la expansión del crédito.

Fuentes: Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (CSBB); bancos centrales; y autoridades supervisoras.

Brasil y Perú han estado particularmente activos en este frente desde octubre de 2010:

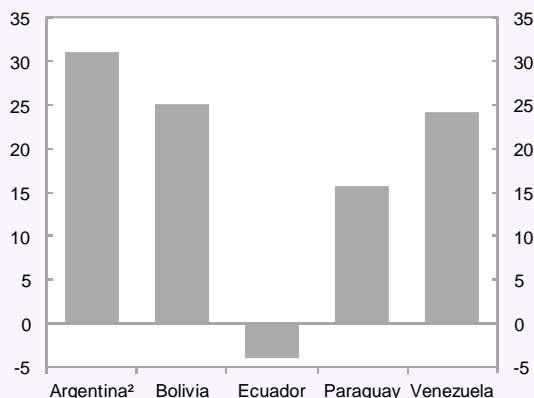
Brasil: i) elevó 50 puntos porcentuales la ponderación del riesgo de créditos al consumo y a la compra de vehículos en función del coeficiente préstamo/valor y del plazo de vencimiento; ii) introdujo un requisito de encaje del 60 por ciento para las posiciones cortas en dólares estadounidenses; y iii) elevó el impuesto sobre el crédito al consumo de 1,5 por ciento a 3 por ciento.

Perú: i) elevó 100 puntos básicos la tasa de encaje legal implícita sobre los depósitos en moneda nacional y extranjera, así como también la porción no remunerada del encaje legal (actualmente 9 por ciento de los depósitos); ii) redujo el encaje legal de las obligaciones externas en moneda extranjera con vencimientos de menos de dos años (de 75 por ciento a 60 por ciento), pero amplió su aplicación al crédito canalizado a través de sucursales *off-shore* de las instituciones financieras nacionales; y iii) limitó las posiciones bancarias netas en derivados denominados en moneda extranjera (40 por ciento del capital o S/400 millones, la cifra que sea mayor).

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

Gráfico 2.7. En las economías de América del Sur menos integradas a los mercados financieros, las políticas en general continúan siendo expansivas.

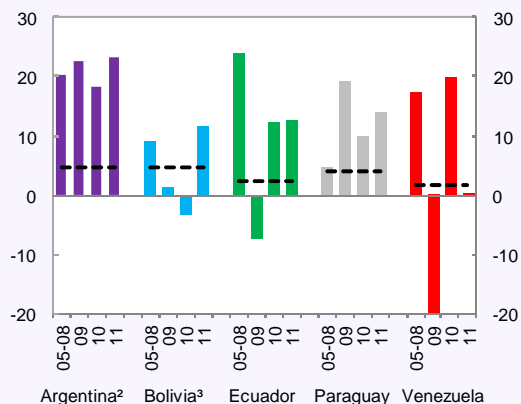
Crecimiento de los agregados monetarios, 2010
(Crecimiento nominal de M2¹, porcentaje)



¹Variación porcentual anual a diciembre de 2010.

²Según datos oficiales.

Gasto primario real¹
(Variación porcentual)



¹ Gasto real deflactado en función del IPC. La línea punteada representa el crecimiento del producto potencial.

² Deflactado en función de estimaciones de inflación oficiales.

³ Excluye gasto operativo de las empresas públicas.

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

En la mayoría de estos países es necesario retirar las políticas de estímulo para evitar un sobrecalentamiento de la economía y una aceleración de la inflación. Es necesario fortalecer los marcos de política económica para proteger a las economías de fluctuaciones pronunciadas del precio de las materias primas, inclusive mediante la adopción de reglas fiscales que limiten eficazmente el crecimiento del gasto público durante las escaladas del precio de las materias primas de exportación. Se debería considerar una reducción gradual de los subsidios domésticos a los

combustibles, que son generalmente costosos, sumamente distorsivos al estimular un consumo excesivo, y suelen no estar bien focalizados en la población más pobre. Continúa siendo crítico mejorar el clima de negocios para aliviar los cuellos de botella de oferta e impulsar el potencial de crecimiento en algunos países.

México y América Central: Recomponer los márgenes de maniobra de política

El crecimiento se está afianzando en México y América Central debido en gran parte a la mejora de las perspectivas en Estados Unidos. En México, donde la brecha de producto se está cerrando, el siguiente paso debería consistir en adoptar gradualmente una orientación más restrictiva de política económica y mantener los esfuerzos por lograr la consolidación fiscal. América Central debería restablecer el margen de maniobra de políticas que se utilizó durante la crisis, aunque este proceso podría avanzar a un ritmo un poco más lento si los términos de intercambio se deterioraran de manera más pronunciada.

La recuperación está tomando fuerza en México gracias a la evolución más favorable de la economía estadounidense, y más recientemente a un repunte de la demanda interna propiciado en parte por las condiciones favorables de financiamiento externo. El producto creció aproximadamente 5½ por ciento en 2010. Se proyecta que en 2011 el crecimiento se moderará a aproximadamente 4½ por ciento, a medida que la consolidación fiscal es llevada a cabo. Se prevé que la brecha de producto en México continuará cerrándose a un ritmo acelerado este año, con un crecimiento por encima del tendencial.

Dada la fase del ciclo económico en México, el desafío consiste en ajustar gradualmente la política monetaria ante el cierre inminente de la brecha de producto. Si bien la inflación se ubica en el entorno de la meta del 3 por ciento (y dentro del rango de aceptación de 2–4 por ciento) y las expectativas permanecen controladas, las autoridades se deben mantener alertas a los posibles efectos de segunda ronda provenientes de la mayor inflación de alimentos y combustibles. Se prevé que la consolidación fiscal continuará este año, ayudando a

recomponer los márgenes necesarios para la aplicación de políticas contracíclicas en el futuro. Se debe asimismo consensuar una estrategia para consolidar las finanzas públicas, dadas las perspectivas de una reducción de los ingresos provenientes del petróleo y las presiones de gasto relacionado con el envejecimiento de la población a mediano plazo.

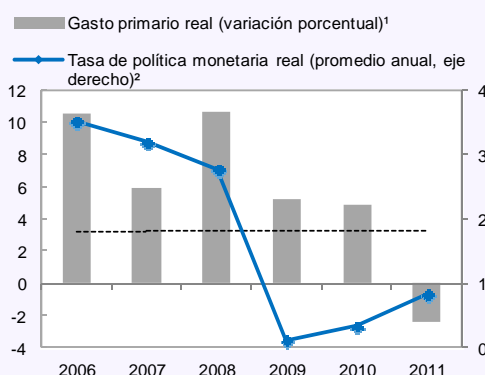
Los riesgos sobre las perspectivas guardan relación con los riesgos a la baja en Estados Unidos señalados en el Capítulo 1. Una desaceleración del crecimiento en Estados Unidos implicaría una demanda más débil de exportaciones mexicanas y una disminución de las remesas. Una nueva ronda de turbulencias en la zona del euro podría afectar negativamente a México, en parte a través de canales bancarios, aunque el impacto debería ser en principio limitado debido al sólido modelo de filiales y a regulaciones estrictas que limitan las pérdidas de liquidez.

En *América Central*, la recuperación cobró impulso en 2010, gracias a un repunte de la demanda interna en un entorno de políticas macroeconómicas expansivas (gráfico 2.8). Las exportaciones y las remesas han aumentado, pero estas últimas aún se sitúan en niveles inferiores a los observados previo a la crisis debido a las magras condiciones de empleo en Estados Unidos (gráfico 1.6). El crecimiento ha sido especialmente vigoroso en Panamá y República Dominicana, que se están beneficiando por el dinamismo de la inversión extranjera directa (IED) y la demanda privada. En cambio, el crecimiento ha sido más flojo en El Salvador, debido a su estrecha vinculación con la economía estadounidense y a los esfuerzos de consolidación fiscal. Se proyecta que el producto centroamericano crecerá alrededor de 4 por ciento en promedio en 2011, pero la trayectoria alcista de los precios de energía representa un riesgo

⁹ El análisis incluye a Panamá y República Dominicana.

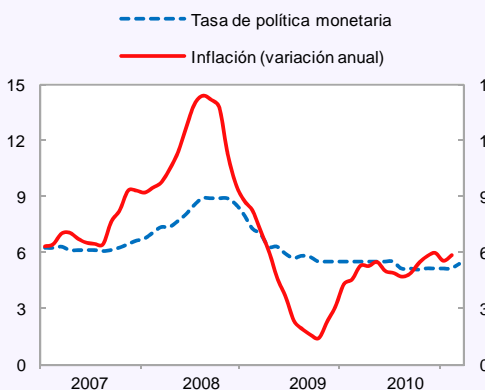
Gráfico 2.8. En México la consolidación fiscal está en marcha, mientras que en gran parte de América Central se mantienen políticas en general expansivas.

México: Política monetaria y fiscal



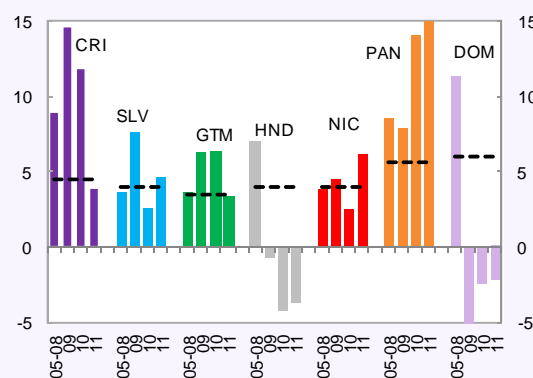
¹ Gasto primario del gobierno general. La línea punteada representa el crecimiento del producto potencial.
² Tasa de política monetaria menos la inflación del IPC. Para 2011, la cifra es equivalente al promedio hasta febrero.

América Central: Inflación y tasas de política monetaria¹ (Porcentaje)



¹ Promedio simple de Costa Rica, Guatemala, Honduras y República Dominicana. Datos a marzo de 2011.

América Central: Gasto primario real¹ (Variación porcentual)

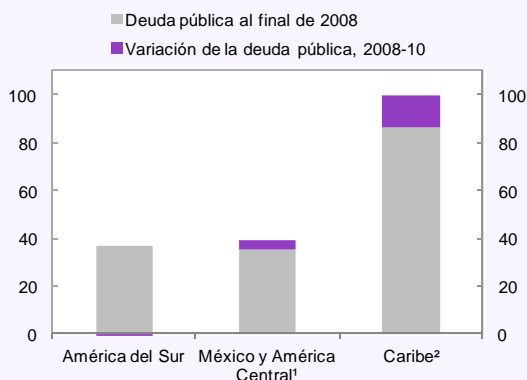


¹ Gasto real deflactado en función del IPC. La línea punteada representa el crecimiento del producto potencial.

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

Gráfico 2.9. En la mayor parte del Caribe, el alto nivel de endeudamiento y la dependencia del petróleo seguirán limitando la recuperación.

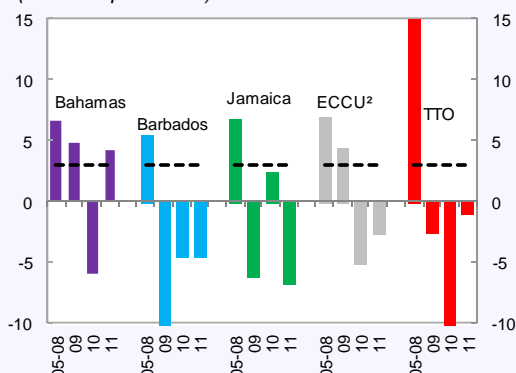
América Latina y el Caribe: Deuda pública
(Porcentaje del PIB, promedio simple)



¹ Incluye Panamá y República Dominicana. Excluye Nicaragua y Belice.

² Excluye Haití y República Dominicana.

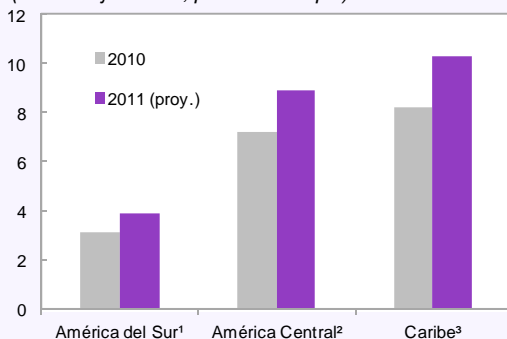
Caribe: Gasto primario real¹
(Variación porcentual)



¹ El gasto real se deflacta en función del IPC. La línea punteada representa el crecimiento del producto potencial.

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

Importaciones de petróleo por región
(Porcentaje del PIB, promedio simple)



¹ Incluye Brasil, Chile, Paraguay, Perú y Uruguay. Excluye exportadores netos de petróleo y energía (Argentina, Bolivia, Colombia, Ecuador y Venezuela).

² Incluye Costa Rica, El Salvador, Guatemala, Honduras, Nicaragua, Panamá y República Dominicana.

³ Excluye República Dominicana y Trinidad y Tobago (un exportador neto de petróleo).

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

a la baja para el crecimiento dado que la región depende en gran medida de las importaciones de petróleo (gráfico 2.9).

Teniendo en cuenta que las brechas de producto son pequeñas (y están en vías de cierre), es recomendable que los países de América Central restablezcan los márgenes de maniobra para la aplicación de políticas contracíclicas en el futuro, en particular mediante una desaceleración del ritmo de crecimiento del gasto público, que en muchos países se mantiene por encima del crecimiento potencial del producto. Se deberían adoptar medidas para proteger a los pobres frente al alza del precio de alimentos y energía, pero esas medidas deberían estar encuadradas dentro de la asignación presupuestaria total establecida. Para estimular el crecimiento a mediano plazo se deberían priorizar aquellas políticas de oferta que mejoren el clima de negocios y fomenten la competitividad, y no políticas del lado de la demanda.

El alza del precio de las materias primas también plantea un desafío para la política monetaria. La inflación general ha repuntado desde octubre de 2010, como era esperable dadas las altas ponderaciones de alimentos y combustibles en las canastas de los índices de precios al consumidor. Hasta el momento la inflación subyacente ha estado contenida, pero el riesgo de una aceleración debe ser vigilado atentamente. Los países que están adoptando estrategias de metas de inflación y flexibilizando el tipo de cambio han mantenido las tasas de política monetaria en niveles bajos (si bien Guatemala y República Dominicana las elevaron recientemente), quizás por temor a nuevas presiones de apreciación de la moneda, y es posible que tengan que elevarlas de manera más enérgica para limitar efectos de segunda ronda, los cuales han tendido a ser intensos en estos países en el pasado. En los países con una flexibilidad cambiaria limitada, la carga recae sobre la política fiscal, y deberían además establecerse políticas salariales prudentes.

El Caribe: Recuperación incipiente en medio de un endeudamiento elevado

La recesión ha sido prolongada en la mayoría de los países caribeños. Se proyecta que la región saldrá de la recesión en 2011, a medida que avance la recuperación en las economías avanzadas, pero el encarecimiento de las importaciones de alimentos y combustibles podría empañar las perspectivas. El alto nivel de deuda pública continúa siendo un obstáculo para el crecimiento y la estabilidad, por lo cual los planes de consolidación fiscal deberían implementarse. En este contexto, deberían extremarse los esfuerzos por proteger a los pobres.

La región del Caribe alcanzó un punto de inflexión tras una larga y profunda recesión. La débil demanda externa y los altos niveles de deuda pública han reprimido la actividad económica en los últimos dos años en buena parte de la región, la cual también se ha visto afectada por catástrofes naturales. El turismo se está recuperando gradualmente (gráfico 1.6), con un retorno de turistas más pronunciado y rápido en las islas más grandes (Las Bahamas, Barbados, Jamaica y República Dominicana) que en las islas más pequeñas de la Unión Monetaria del Caribe Oriental (ECCU).

Se proyecta que la economía del Caribe (excluyendo Haití y República Dominicana) crecerá en promedio alrededor de un 2 por ciento en 2011, tras una contracción de aproximadamente ½ por ciento el año pasado. La recuperación está siendo impulsada por una leve mejora de las condiciones en el mercado de trabajo de las economías avanzadas (factor clave para el turismo y las remesas), a medida que avanza la consolidación fiscal en la mayor parte de la región. Sin embargo, el alza de precios de las materias primas importadas representa un serio riesgo a la baja para la mayoría de los países (a excepción de Trinidad y Tobago, que como exportador se beneficiaría por el alza del precio del petróleo). Mientras tanto, se prevé que gracias a las tareas de reconstrucción el producto real de Haití crecerá más de un 8 por ciento este año (recuadro 2.3).

En vista de la pesada carga de la deuda, en la mayoría de los países se debería llevar a cabo una consolidación fiscal (gráfico 2.9). En el marco de

dicha consolidación, se deberían realizar esfuerzos de reasignación del gasto con el fin de proteger a los pobres de los efectos del aumento de los precios de alimentos y combustibles. Especial atención se debería prestar a contener el crecimiento del gasto y en especial los salarios, con el fin de fortalecer la competitividad de las economías. Como se señala en la Sección 3, se deberían evitar los subsidios a los precios, particularmente en el caso de la energía, ya que estos tienden a ser costosos y a limitar el efecto sustitución. En los países que no cuentan con redes de protección social adecuadas, se podría considerar el subsidio a los alimentos básicos que consumen los pobres, compensando el costo fiscal correspondiente con un ajuste en otros rubros de gasto.

El sistema financiero continúa siendo vulnerable a shocks provenientes de los conglomerados financieros transnacionales. El proceso de resolución de las filiales de seguros del *CL Financial Group* se encuentra aún pendiente, y sus potenciales costos fiscales son enormes. Los pasivos contingentes podrían ascender a 10 por ciento del PIB en Trinidad y Tobago, donde los inversionistas están recibiendo pagos íntegros hasta un umbral determinado, mientras que los montos restantes se someten a una reestructuración. En la ECCU, donde las indemnizaciones de seguros superan el 17 por ciento del PIB, la reestructuración de la empresa filial quebrada está avanzando a un ritmo más lento, y en Barbados se está designando un síndico judicial para supervisar el proceso de resolución. Los reguladores deben intentar concluir este proceso y al mismo tiempo contener los costos fiscales y seguir realizando esfuerzos para fortalecer el marco legislativo, de supervisión y regulatorio.

La recuperación de las exportaciones es crucial para estimular y apuntalar el crecimiento en el Caribe a mediano plazo. Es necesario incrementar los esfuerzos por desarrollar y diversificar las exportaciones de la región, inclusive mediante una renovación del producto turístico (diversificando mercados, por ejemplo para atraer visitantes de América del Sur) y el desarrollo de nuevos servicios

Recuadro 2.3. Haití: Evolución económica tras el terremoto de enero de 2010

Haití se ha ido recuperando paulatinamente del devastador terremoto de enero de 2010. El apoyo internacional ha contribuido con los esfuerzos de reconstrucción pese a que la incertidumbre política y el alza de precios de las materias primas plantean dificultades adicionales.

El FMI prestó un apoyo considerable al país tras el sismo de enero de 2010

- La institución efectuó un primer desembolso de fondos de emergencia por un monto de US\$110 millones, dos semanas después del terremoto. En una segunda etapa se procedió a cancelar la totalidad de la deuda de Haití con el FMI, lo cual liberó US\$268 millones para acelerar el proceso de reconstrucción. Otras organizaciones multilaterales (Banco Interamericano de Desarrollo y Banco Mundial) y bilaterales (Canadá, Francia, Italia y Venezuela) adoptaron medidas similares de alivio de la deuda.
- En julio de 2010 se aprobó un programa trienal de US\$65 millones con el fin de crear un marco para fomentar el crecimiento y combatir la pobreza. Asimismo se está prestando asistencia técnica de emergencia para restablecer las funciones esenciales del estado (Tesorería y administración fiscal) y preservar la estabilidad del sector financiero.

La situación macroeconómica ha mejorado desde el terremoto, debido a los esfuerzos de las autoridades para restablecer rápidamente el funcionamiento de las instituciones estatales y adoptar políticas macroeconómicas prudentes.

- Se estima que el PIB real se contrajo cerca del 5 por ciento en el ejercicio fiscal de 2010 (entre octubre 2009 y septiembre 2010). El impacto del terremoto en la actividad económica se vio atenuado por la capacidad de resistencia de la actividad agrícola y manufacturera y por el aumento de la inversión pública.
- El déficit fiscal (excluyendo donaciones y el gasto de capital financiado con recursos externos) aumentó de 4,3 por ciento del PIB en el ejercicio 2009 a 5,2 por ciento en el 2010 debido al mayor gasto de capital.
- El déficit en cuenta corriente se amplió en cierta medida, ya que el incremento de las importaciones relacionadas con el proceso de reconstrucción fue más que suficiente para compensar el incremento de las exportaciones y el aumento de las transferencias oficiales. No obstante, las reservas internacionales netas crecieron en US\$400 millones desde septiembre de 2009, ascendiendo a US\$1.100 millones a fines de enero de 2011 gracias a los considerables aportes de los donantes y al alivio de la deuda.

Para 2011 se prevé una fuerte reactivación de la economía haitiana, aunque la incertidumbre política, los términos de intercambio desfavorables y los persistentes atrasos en los desembolsos de donaciones podrían complicar la recuperación.

- Se estima que al intensificarse los esfuerzos de reconstrucción, el PIB real crecerá alrededor de un 8,5 por ciento en 2011. Esta proyección supone una aceleración del ritmo de desembolso de las donaciones, lo cual a su vez depende de la resolución de las incertidumbres electorales. Hasta ahora ha sido entregada solo una cuarta parte de los US\$5.500 millones (20 por ciento del PIB) comprometidos para 2010–2011 en la Conferencia de Donantes celebrada en Nueva York en marzo de 2010.
- El repunte de los precios mundiales de alimentos y energía están presionando a la inflación al alza, con potenciales consecuencias negativas para el crecimiento y los segmentos más pobres. El gobierno congeló recientemente el precio interno de los combustibles, pero tiene previsto trasladar parcialmente a los consumidores los futuros aumentos del precio internacional de combustibles. Los subsidios a los combustibles están siendo financiados, mediante concesiones, por *Petro-Caribe*, pero esta situación podría plantear riesgos para la sostenibilidad de la deuda externa.
- Por otro lado, las persistentes deficiencias en la capacidad administrativa podrían entorpecer los esfuerzos de reconstrucción y la ejecución de programas para proteger a los pobres. Será crucial que el apoyo financiero siga estando acompañado de la creación, desarrollo y fortalecimiento de capacidades, para construir una nación más fuerte, menos vulnerable a los desastres naturales y a las epidemias recurrentes que amenazan la salud pública.

Nota: Este recuadro fue preparado por Abdelrahmi Bessaha y Aminata Touré.

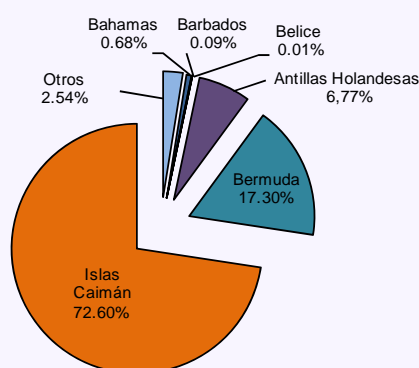
Recuadro 2.4. Centros financieros *offshore* (CFO) del Caribe: Oportunidades y desafíos

Algunos países caribeños están analizando la posibilidad de diversificar sus economías mediante una mayor expansión de sus servicios financieros *offshore*. Los CFO no solo ofrecen oportunidades de empleo para la fuerza laboral local, sino que también pueden generar un efecto de derrame positivo a otros sectores de la economía, como el turismo y la infraestructura, ya que requieren una mejora en los servicios de telecomunicaciones y transporte. En efecto, la evidencia empírica indica que los flujos de inversión de cartera vinculados a estos centros contribuyen al crecimiento económico (véanse más detalles en González, Khosa, Liu, Schipke y Thacker, 2011). Actualmente, la región del Caribe da cuenta de más de la mitad de los flujos globales vinculados a CFO, aunque muchos de ellos están bajo el dominio de territorios no soberanos como las Islas Caimán (véase el gráfico). Si bien estos centros representan una proporción relativamente menor del PIB en los Estados soberanos del Caribe, en algunos de ellos (Bahamas y Barbados) su aporte económico y/o fiscal es considerable.

En los últimos años, debido al volumen creciente de flujos financieros que manejan los CFO, ha aumentado la presión internacional para garantizar que estos centros cumplan normas financieras más estrictas en el ámbito prudencial y de supervisión, controlen las actividades de lavado de dinero y limiten las oportunidades de evasión fiscal. Estos programas están encabezados por diversas instituciones internacionales, como el Foro Mundial sobre Transparencia e Intercambio de Información, el Consejo de Estabilidad Financiera y el Grupo de Acción Financiera Internacional (con el apoyo del FMI). Un entendimiento profundo de los detalles de estas distintas iniciativas es necesario para limitar riesgos reputacionales (por una posible inclusión en listas negras o grises) en caso de incumplimiento.

Los países y las jurisdicciones que albergan CFO están tomando medidas para demostrar su compromiso con el cumplimiento de las normas internacionales. Por ejemplo, todos los países (con una sola excepción) han firmado los acuerdos sobre intercambio de información en materia tributaria exigidos para ascender a la lista "blanca" a más tardar en abril de 2011. No obstante, será necesario un esfuerzo permanente para garantizar el cumplimiento de todas las iniciativas, sobre todo al entrar en las etapas de evaluación recíproca y eficacia. En efecto, la evidencia empírica indica que los países o territorios que adoptan normas regulatorias sólidas se benefician de un aumento en los flujos de capital.

CFO en el Caribe
(Cartera total de pasivos, 2009)



Situación de la lista de la OCDE: Normativa tributaria internacional

	Número de acuerdos		Lista más reciente
	abril 2009	enero 2011	
Estados soberanos			
Bahamas	1	12+	Blanca
Barbados	12+	12+	Blanca
Belice	0	12+	Blanca
Antigua y Barbuda	7	12+	Blanca
Dominica	1	12+	Blanca
Granada	1	12+	Blanca
Saint Kitts y Nevis	0	12+	Blanca
Santa Lucía	0	12+	Blanca
San Vicente y las Granadinas	0	12+	Blanca
Territorios de ultramar			
Aruba	4	12+	Blanca
Bermuda	3	12+	Blanca
Islas Vírgenes Británicas	3	12+	Blanca
Islas Caimán	8	12+	Blanca
Antillas Holandesas	7	12+	Blanca
Islas Vírgenes de EE.UU.	12+	12+	Blanca
Montserrat	0	11	Gris
Islas Turcas y Caicos	0	12+	Blanca

Fuente: OCDE (Abril de 2011).

Nota: Este recuadro fue preparado por Alfred Schipke.

de exportación de alto valor agregado para aprovechar polos de crecimiento nuevos y emergentes, incluidos los centros financieros *offshore* (recuadro 2.4). Véase un análisis más a fondo sobre el crecimiento en el Caribe en el Capítulo 5 de la edición de octubre de 2010 de *Perspectivas Económicas: Las Américas*.

2.3. Cómo enfrentar el shock de precios de petróleo y alimentos

El alza de precios de alimentos y energía complica seriamente los esfuerzos por controlar la inflación y representa un problema especialmente serio para los pobres. Probablemente la política monetaria deba ajustarse para evitar que el alza de precios de esos productos repercuta en la inflación subyacente y en las expectativas de inflación, sobre todo en los países con marcos de política y trayectorias de resultados económicos más débiles. Se deberían implementar medidas para proteger a los grupos vulnerables del aumento del precio de los alimentos, idealmente con transferencias de ingresos focalizadas, y evitando los subsidios generalizados de precios que tienden a ser costosos e introducen distorsiones.

Los precios internacionales de las materias primas, como se observa en el Capítulo 1, han retornado a niveles similares a los máximos registrados previo a la crisis mundial. La escalada más reciente de los precios de alimentos y combustibles obedece a shocks relacionados con factores climáticos y a las tensiones políticas en Oriente Medio y el Norte de África, pero se prevé que el fuerte y sostenido crecimiento de la demanda de materias primas mantendrá los precios cerca de los máximos actuales (véase la edición de abril de 2011 de *Perspectivas de la Economía Mundial*). En el caso de los alimentos, si bien los mercados de futuros sugieren una reducción gradual de algunos de los precios en el transcurso de este año (a medida que se disipan los shocks de oferta), los precios permanecerán en niveles próximos a los máximos registrados antes de la crisis.

Impacto de shocks al precio internacional de las materias primas sobre la inflación

El aumento de los precios internos de alimentos y combustibles está empujando al alza la inflación general en gran parte de la región (gráfico 2.10). Los bancos centrales ven con creciente preocupación la posibilidad de que el reciente aumento (posiblemente discreto, es decir de “única vez”) de la inflación de alimentos y combustibles desestabilice las expectativas inflacionarias y se propague a la inflación subyacente, como sucedió en el episodio de 2007–08. Si bien hasta ahora la inflación se ha mantenido relativamente contenida y permanece dentro del rango fijado como meta en gran parte de la región (en Brasil y Uruguay está cerca o por encima del límite superior de la banda), la inflación subyacente y las expectativas inflacionarias presentan una suave tendencia al alza, con precios que probablemente seguirán subiendo en los próximos meses a medida que se vayan materializando los efectos de traspaso rezagados.

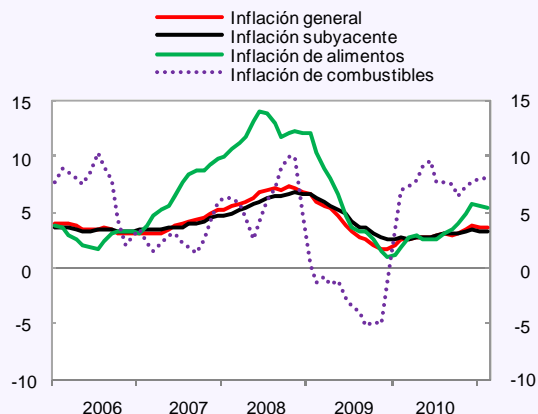
Para evaluar el impacto que el reciente shock al precio de las materias primas podría tener en la inflación, se reestimó cual ha sido el efecto de traspaso típico de los precios internacionales de alimentos y combustibles a los correspondientes precios internos (*efectos de primera ronda*), así como la tasa histórica de traspaso de esos precios internos a los precios subyacentes (*efectos de segunda ronda*) para un grupo de 10 países de la región. Los países seleccionados (Brasil, Chile, Colombia, Costa Rica, Guatemala, México, Paraguay, Perú, República Dominicana y Uruguay) aplican regímenes de metas de inflación o disponen de margen de maniobra para la aplicación de políticas monetarias. Cabe señalar que los coeficientes históricos de traspaso estimados también dependen de las medidas de política monetaria aplicadas en el pasado y de la credibilidad del régimen de política monetaria. Esto reviste especial importancia porque la mayoría de los países de la muestra fortalecieron sus marcos de política monetaria durante el período de análisis. En el Anexo 2.1 se presentan los detalles técnicos de la estimación y los resultados específicos de cada país.

Efectos de primera ronda: Se encuentra que el efecto de shocks a los precios mundiales de las materias primas en los respectivos rubros de alimentos y combustibles de los índices de precios al consumidor internos no es insignificante (gráfico 2.11). Un aumento del 10 por ciento en el índice de los principales precios mundiales de alimentos provoca un aumento promedio de los precios internos de alimentos de casi 3 por ciento, en un horizonte de tres trimestres. La mayor parte del efecto sufre un rezago, y luego de tres trimestres el efecto adicional es escaso o nulo. Este efecto de traspaso tiende a ser un poco mayor en los países más pobres del grupo, probablemente porque las actividades de procesamiento, distribución y comercialización de alimentos suelen representar una menor proporción de la estructura de costos de los mismos. El efecto de traspaso promedio en el caso de los combustibles es similar, aunque las diferencias entre países son más marcadas, probablemente debido a las diferentes políticas de subsidios. En algunos casos (Colombia y México, por ejemplo), donde los precios de los combustibles son administrados, los precios internos son menos sensibles a las fluctuaciones de los precios internacionales, mientras que en países donde los precios se determinan mayoritariamente por el mercado (Chile, por ejemplo) el efecto de traspaso es mucho mayor (Anexo 2.1).

Efectos de segunda ronda: El aumento de los precios internos de alimentos y combustibles también tiende a manifestarse, en distinto grado, en la inflación subyacente de la región. Un aumento del 10 por ciento en el precio interno de los alimentos provoca un incremento promedio de 1¾ por ciento en los precios subyacentes, aunque el impacto por lo general es más reducido en los países con trayectorias más dilatadas en la aplicación de regímenes de metas de inflación. El efecto de traspaso promedio del precio interno de los combustibles a los precios subyacentes es mucho menor, aproximadamente la mitad que en el caso de los alimentos. Este traspaso a los precios subyacentes es por lo general rápido, y la mayor parte del impacto suele registrarse en el primer

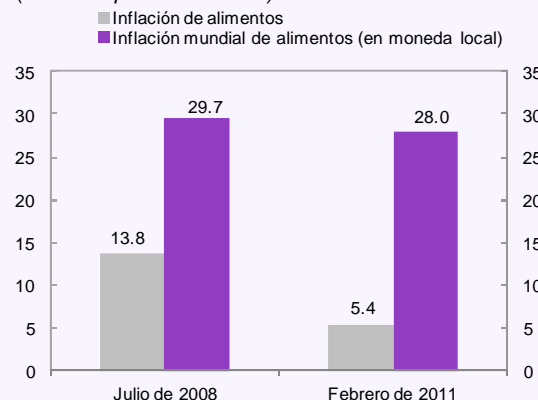
Gráfico 2.10. El shock a los precios mundiales de las materias primas se está transmitiendo gradualmente a los precios internos de alimentos y combustibles, empujando al alza la inflación general y afectando a los pobres de la región, quienes gastan una proporción mayor de su ingreso en alimentos.

América Latina: Evolución de la inflación¹
(Variación porcentual anual)



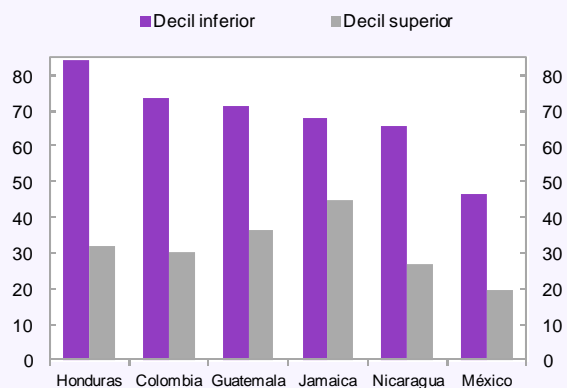
¹ Promedio simple de Brasil, Chile, Colombia, México y Perú.

América Latina: Inflación de alimentos¹
(Variación porcentual anual)



¹ Promedio simple de Brasil, Chile, Colombia, México y Perú.

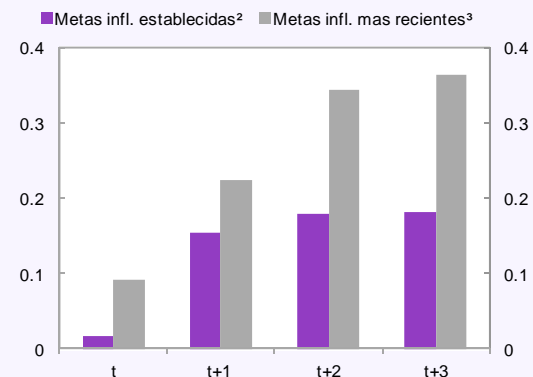
Gasto en alimentos por deciles de ingreso
(Porcentaje del gasto total)



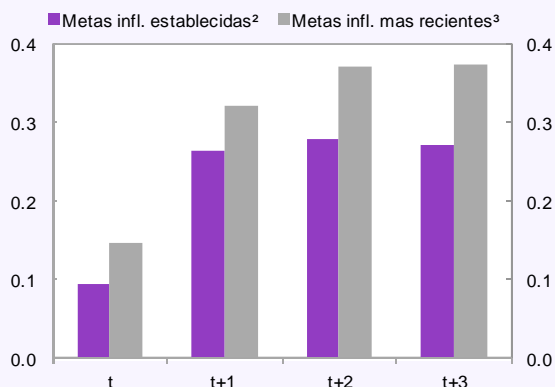
Fuentes: Autoridades nacionales; Robles *et al.* (2008); y cálculos del personal técnico del FMI.

Gráfico 2.11. El efecto de traspaso de shocks a los precios internacionales de materias primas varía según la solidez del marco de políticas y otros factores estructurales.

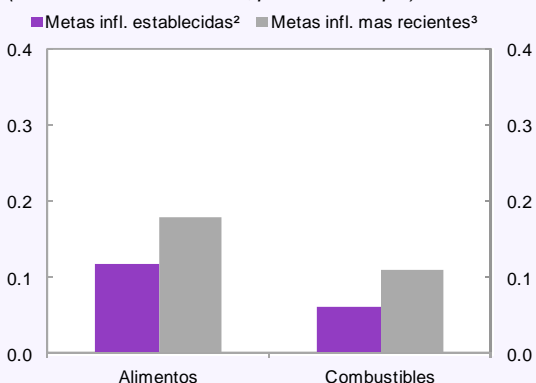
Efecto de traspaso de precios mundiales a precios internos de alimentos¹
(Horizonte de cuatro trimestres, promedio simple)



Efecto de traspaso de precios mundiales a precios internos de combustibles¹
(Horizonte de cuatro trimestres, promedio simple)



Efecto de traspaso de precios no subyacentes a subyacentes
(Horizonte de un trimestre, promedio simple)⁴



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

¹ Cada *t* representa un trimestre. Los precios mundiales se expresan en moneda local.

² Incluye países que adoptaron regímenes de metas de inflación desde comienzos de 2000 (Brasil, Chile, Colombia, México y Perú).

³ Incluye países que han adoptado metas de inflación más recientemente (Costa Rica, Guatemala, República Dominicana y Uruguay), más Paraguay.

⁴ El impacto no es estadísticamente significativo en horizontes más largos.

trimestre después del shock a los precios internos de alimentos y combustibles. El mayor efecto de traspaso de los precios de alimentos a los precios subyacentes se debe probablemente al hecho de que los alimentos (dada su alta ponderación en la canasta de consumo) cumplen una función más importante en el proceso de determinación de salarios y tienen una mayor influencia en las expectativas inflacionarias.

Al combinar estos dos efectos se observa que, en promedio, el aumento del 24 por ciento en el precio mundial de alimentos proyectado para este año podría agregar 2½ puntos porcentuales a la inflación en 2011, en tanto que el aumento proyectado del 36 por ciento en el precio mundial de los combustibles agregaría 1½ puntos porcentuales adicionales¹⁰. El impacto sería más reducido en la medida que estas estimaciones no reflejan la mayor credibilidad de las políticas monetarias lograda recientemente en algunos países. Además, el impacto del shock a los precios internacionales de alimentos podría ser más reducido esta vez en la medida que las empresas locales puedan absorber parte del aumento de precios mediante una reducción de los márgenes de utilidad¹¹.

Política monetaria frente a los shocks de precios de las materias primas

¿Cómo debería reaccionar la política monetaria ante la reciente escalada de los precios de las materias primas? Es posible que las tasas de política monetaria deban aumentar más de lo que habrían dictado los factores cíclicos (véase el análisis previo), tanto para limitar el riesgo de que las recientes alzas de precios de alimentos y combustibles afecten negativamente la inflación subyacente y las expectativas inflacionarias, como para evitar una

¹⁰ El impacto sería más reducido en los países con regímenes de metas de inflación establecidos, donde el aumento proyectado de los precios de alimentos y combustibles añadirían 1½ y 1 punto porcentual a la inflación respectivamente.

¹¹ Este argumento se plantea en los recientes informes sobre inflación de Chile y Perú, ya que los precios internos de alimentos no disminuyeron tan marcadamente como los precios mundiales luego de desatada la crisis mundial.

reducción ex ante de las tasas de interés reales (dados los predecibles efectos de segunda ronda del aumento de precios de alimentos y combustibles en la inflación general). Las decisiones de política monetaria no deberían descansar demasiado en la evolución de la inflación subyacente hasta la fecha, ya que ésta probablemente aumentará a raíz del alza persistente del precio de las materias primas, aunque con cierto rezago (véase el recuadro 2.5 sobre la inflación subyacente).

Los ajustes a la política monetaria deberán tener en cuenta las circunstancias específicas de cada país, para garantizar su coherencia con el régimen de política. Los países con horizontes de política monetaria más cortos y/o con bandas de metas de inflación más estrechas probablemente deban realizar ajustes relativamente más fuertes que los países con horizontes de política más largos y/o con bandas más anchas. Además, el momento y el alcance de las respuestas de política dependen en forma crítica de la credibilidad del marco de políticas. Probablemente los países con regímenes e historiales de inflación menos sólidos deban efectuar un ajuste más temprano y enérgico para limitar la transmisión del aumento de precios de alimentos y combustibles a la inflación subyacente así como también para mantener ancladas las expectativas de inflación. Como se señaló anteriormente, en los países con un margen de maniobra de política monetaria restringido (economías dolarizadas y países con flexibilidad cambiaria limitada), la carga debería recaer sobre las políticas fiscales y salariales.

Políticas sociales y shocks de precios de las materias primas: Proteger a los pobres

El encarecimiento de los alimentos perjudicará sobre todo a los segmentos más pobres de la región (con la excepción de los sectores pobres rurales, que en principio se beneficiarían del alza de precios de los productos agrícolas), ya que estos destinan una mayor proporción de su presupuesto al consumo de alimentos. Para proteger a los pobres, los esfuerzos deberían concentrarse en ampliar los programas de la red de protección social (es decir, transferencias

de ingresos focalizadas, almuerzos escolares y programas de nutrición infantil). Los subsidios (o controles) generalizados de precios y las reducciones tributarias indirectas deberían ser evitadas, ya que tales medidas tienden a ser más costosas, a estar mal focalizadas y a distorsionar el proceso de determinación de precios (véase un análisis más completo de las políticas en este contexto en la edición de octubre de 2008 de *Perspectivas económicas: Las Américas*).

La falta de espacio fiscal en algunos países (principalmente en América Central y el Caribe) y las posiciones cíclicas en otros (principalmente en América del Sur) restringirán la formulación de políticas de ingreso. En este sentido, en gran parte de la región el costo fiscal de las medidas que se implementen para proteger a los pobres deberá ser compensado con modificaciones en otras partidas del presupuesto, prestando atención a la importancia de la focalización. En los países donde limitaciones de capacidad impiden la ampliación de los programas de protección social, se podrían considerar subsidios temporales a ciertos alimentos. No obstante, deberían evitarse los subsidios a los combustibles, que tienden a costar entre cuatro y cinco veces más en el presupuesto, favorecen desproporcionadamente a los sectores más ricos y desalientan la conservación de energía¹².

En los países exportadores de alimentos, las políticas de oferta para fomentar la producción agrícola podrían ser útiles a mediano plazo. Los impuestos o restricciones a las exportaciones deberían evitarse porque distorsionan los incentivos a la producción, reduciendo la oferta futura y, porque además, repercuten negativamente a nivel global. En los países importadores de alimentos (América Central y el Caribe) podrían tomarse medidas para una mayor liberalización del comercio, como pueden ser el levantamiento de las barreras no

¹² Durante el auge de precios de las materias primas de 2007–08, el promedio de los subsidios a los combustibles en una muestra numerosa de países de bajo y mediano ingreso fue de aproximadamente 1½ por ciento del PIB, en comparación con ¼ por ciento en el caso de alimentos (FMI, 2008).

Recuadro 2.5. El valor informativo de la inflación subyacente

Aplicamos una serie de pruebas a 10 países de América Latina para evaluar el valor informativo de la inflación subyacente.

¿Es la inflación subyacente un determinante de la inflación general o viceversa? Utilizando una metodología desarrollada por Marques Neves y Sarmiento (2003) se evalúa si la inflación subyacente es “un imán” que atrae la inflación general. Esta evaluación tiene implicancias directas acerca de la utilidad de la definición de inflación subyacente elegida. En este ejercicio, elegimos la definición de inflación subyacente de las autoridades, que típicamente excluye los precios de alimentos y combustibles y los precios administrados. Obviamente, los resultados dependen de la manera en que se conduce la política monetaria; es decir, reflejan relaciones históricas más que una vinculación profunda.

- ¿Son temporales las diferencias entre las tasas de inflación general y subyacente? (es decir, ¿están cointegradas con un coeficiente unitario?) Al pasar esta prueba se garantiza que ambos indicadores están relacionados a mediano plazo y que no se apartarán entre sí indefinidamente.
- ¿Converge la inflación general hacia la inflación subyacente? Es fundamental pasar esta prueba, pues en caso contrario no tendría sentido saber si la inflación subyacente es más alta o más baja que la general.¹ Además, hay que cerciorarse de que la inflación subyacente no converja a la inflación general (de otro modo, si la inflación general y la subyacente son diferentes, no sería claro cuál de las dos converge hacia la otra).

Pruebas sobre la inflación subyacente¹

	¿Diferencia estacionaria entre inflación general y subyacente? ²	¿La inflación general converge hacia la subyacente?	¿La inflación subyacente no converge hacia general?
Brasil	Sí	x	Sí
Chile	Sí	Sí	Sí
Colombia	Sí	x	Sí
Costa Rica	Sí	x	x
Rep. Dominicana	Sí	x	Sí
Guatemala	Sí	Sí	x
México	Sí	Sí	Sí
Paraguay	Sí	x	Sí
Perú	Sí	Sí	Sí
Uruguay	Sí	x	Sí

Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

¹ Basadas en una metodología elaborada por Marques, Neves y Sarmiento (2003).

² Período de la muestra: 1996-2010. Además de cointegración, en todos los países —salvo Costa Rica y Guatemala— se observó una diferencia media de cero entre la inflación subyacente y la inflación general.

Los resultados, correspondientes al período 1996-2010, indican que Chile, México y Perú han sido algo más exitosos en aislar la inflación subyacente de la evolución de los precios no subyacentes.

Si bien las diferencias entre tasas de inflación general y subyacente son temporales, en la mayoría de los países resulta difícil determinar con confianza estadística que la inflación general converge a la subyacente.

¿Es la inflación subyacente una buena variable predictiva de la inflación general? Los resultados preliminares para la región indican que la inflación subyacente posee un mayor poder predictivo de la inflación general (en horizontes temporales de 12 y 24 meses) que la propia inflación general.² Estos resultados coinciden con los de otros estudios (véase Crone y otros, 2008), ya que al excluir ítems particularmente volátiles, la inflación subyacente suele contener más información sobre la inflación general en el futuro. (Por supuesto, es poco probable que una medida simple de inflación subyacente sea la “mejor” variable de pronóstico de la inflación general, en parte porque no tiene en cuenta la evolución esperada de los ítems no subyacentes ni el estado de la economía.)

Medición de la inflación subyacente. A pesar de su uso generalizado, no existe un modo de medición ampliamente aceptado de inflación subyacente. Algunos indicadores de inflación subyacente se centran en la inflación persistente, dejando de lado cualquier shock transitorio o volátil (Bryan y Cecchetti, 1993, y Cutler, 2001), mientras que otros excluyen los shocks exógenos o shocks de precios relacionados con la oferta. La práctica común de excluir la mayoría o la totalidad de los precios de alimentos y combustibles es en general coherente con ambos enfoques, pues estos precios tienden a ser volátiles y sensibles a los precios del mercado mundial. Sin embargo, esta división del índice de precios al consumidor (IPC) no es del todo pura: por ejemplo, es probable que muchos bienes y servicios “subyacentes” usen combustibles como insumo (por ejemplo, los servicios de transporte). Asimismo, la mayoría de los alimentos en el IPC tienen un importante componente de insumos de mano de obra interna vinculada al procesamiento, y no son solamente materias primas agrícolas.

Nota: Este recuadro fue preparado por Alexander Klemm.

¹ Para determinar si la inflación general converge hacia la subyacente se realiza una prueba t aplicada a γ en la siguiente ecuación:

$$\Delta\pi_t = \sum_{i=1}^4 \alpha_i \Delta\pi_{t-i} + \sum_{i=1}^4 \beta_i \Delta\pi_{t-i}^* - \gamma(\pi_{t-i} - \pi_{t-i}^*) + \epsilon_t$$
 donde π es la inflación general, y π^* la inflación subyacente. Por lo tanto, esto equivale a examinar si la inflación subyacente causa en el sentido de Granger a la inflación general mediante un mecanismo de corrección de errores. Se pasa la prueba si un coeficiente igual a cero es rechazado. La prueba para determinar si la inflación subyacente converge hacia la general se especifica de manera similar, pero con el cambio en la inflación subyacente como variable dependiente. Se pasa la prueba si un coeficiente igual a cero no es rechazado.

² En regresiones de la inflación general sobre niveles pasados de inflación subyacente, de alimentos y de combustibles, la ponderación estimada de la inflación subyacente tiende a superar la ponderación real de la inflación subyacente en la canasta del IPC.

arancelarias sobre las importaciones o la reducción de los aranceles a la importación de alimentos, sobre todo si estas medidas forman parte de una reforma comercial de mayor alcance que mejore la eficiencia de la economía a nivel agregado y que no ponga en peligro la sostenibilidad fiscal.

2.4. Crédito bancario y precio de los activos: ¿Existen indicios de formación de burbujas¹³?

La solidez de los términos de intercambio y la entrada de capitales están impulsando el crédito y el precio de los activos en muchos países de la región. Los indicadores estándares todavía no sugieren la presencia de auge crediticio ni muestran señales claras de formación de burbujas en el precio de los activos, pero aún así es necesario fortalecer la supervisión financiera y extender el monitoreo para que abarque al sector empresarial, donde el endeudamiento también está en aumento. Se debería estudiar en profundidad la adopción de medidas prudentiales para evitar una prociclicidad excesiva del crédito, y sería recomendable robustecer los sistemas de información para poder detectar riesgos sistémicos en el sector de la vivienda y el sector empresarial.

Crecimiento del crédito bancario

El crecimiento del crédito bancario se está acelerando en gran parte de la región, generando inquietudes sobre una expansión excesiva que a la larga sea insostenible. Esto es particularmente cierto en los países beneficiados por la mejora en los términos de intercambio y la abundante entrada de capitales, donde el crédito bancario ha estado creciendo más rápido. Según los indicadores típicos, la expansión actual “todavía” no llega al nivel de un auge crediticio, pero llegaría a serlo si la expansión se prolonga¹⁴. Los niveles de crédito actuales son

similares o superiores a su nivel tendencial subyacente, pero las desviaciones parecen estar aún por debajo de los umbrales de riesgo (gráfico 2.12 y panel 2.1). Sin embargo, cabe señalar que los métodos estándares y los umbrales para identificar auge crediticio son en cierta medida arbitrarios, y que se requiere una aproximación más holística, sobre todo teniendo en cuenta que la tendencia estimada también podría estar creciendo demasiado rápido.

El crédito ha evolucionado de manera algo desigual en los distintos sectores. El crédito empresarial—que representa el principal componente del crédito bancario total en la mayoría de los países—y el crédito al consumo registraron una reducción más brusca en sus tasas de crecimiento durante la crisis, pero se están recuperando con rapidez. El crédito hipotecario, que a diferencia de lo ocurrido en las economías avanzadas no se vio muy afectado durante la crisis, continúa expandiéndose a un ritmo muy acelerado, sobre todo en Brasil, Colombia y Perú¹⁵. Si bien en estos países el mercado hipotecario es aún relativamente pequeño (menos de 4 por ciento del PIB, en comparación con 20 por ciento en Chile), es necesario fortalecer el monitoreo del sector de la vivienda (véase la sección sobre precios de la vivienda más adelante).

Los bancos de la región continúan siendo sólidos y los indicadores del sector financiero han mejorado en cierta medida desde la crisis —los coeficientes de adecuación patrimonial han crecido incluso desde niveles que ya eran holgados, la morosidad de la cartera de préstamos ha retomado una tendencia a la baja, y la

fluctuaciones del crédito alrededor de la tendencia (el ejercicio también se realizó utilizando la relación crédito/PIB en lugar de los niveles de crédito); o (ii) el ratio crédito/PIB supera su nivel tendencial subyacente por más de un 18 por ciento con respecto a la tendencia (o, alternativamente, si la desviación absoluta entre los ratios de crédito/PIB observado y tendencial es de más de 4 puntos porcentuales del PIB). Estos criterios, así como la justificación de los umbrales, se describen en Mendoza y Terrones (2008) y en Gourinchas, Valdés y Landerretche (2001). La frecuencia de los datos de estos estudios (anual) es distinta a la utilizada en este capítulo (mensual).

¹⁵ En Brasil, por ejemplo, el crecimiento anual del crédito hipotecario real superó el 40 por ciento, alcanzando un nivel más de tres veces superior al observado a comienzos de 2007.

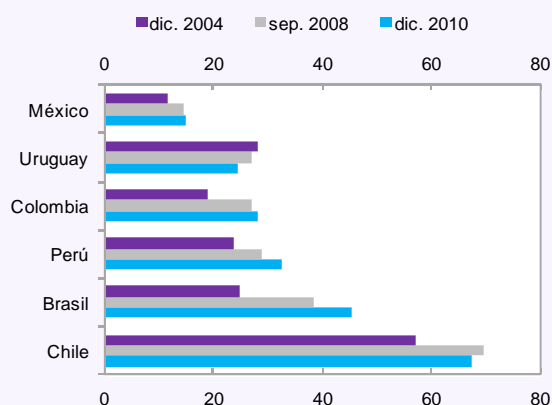
¹³ El análisis se enfoca en la evolución del crédito y el precio de los activos en seis de los países de la región más integrados a los mercados financieros: Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Uruguay.

¹⁴ Se utiliza una definición de auge crediticio que ya se ha usado en estudios previos. Una expansión del crédito se define como auge si (i) el nivel de crédito supera la tendencia (estimada con un filtro Hodrick-Prescott de tipo móvil y retrospectivo) por un umbral equivalente a 1,5 desviaciones estándar de las

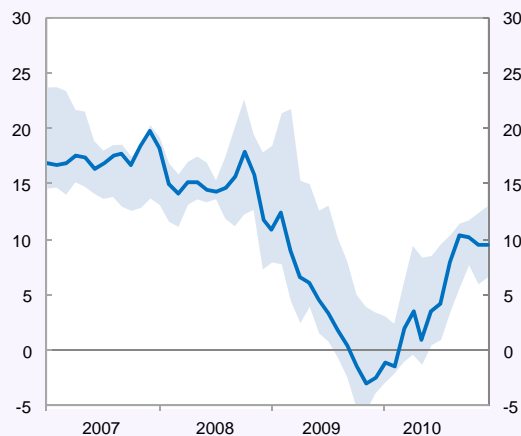
(continued)

Gráfico 2.12. El crecimiento del crédito ha repuntado, pero aún se ubica por debajo de los niveles previos a la crisis y los umbrales de riesgo.

Crédito al sector privado
(Porcentaje del PIB)

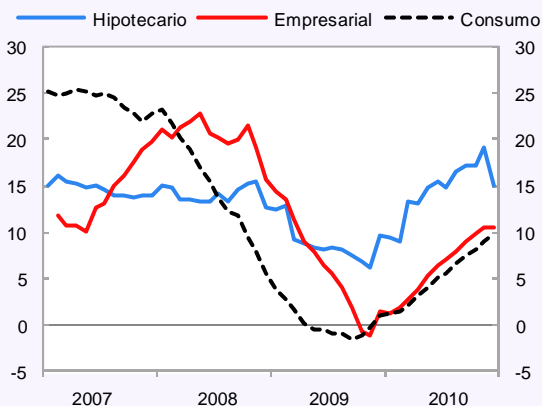


Crédito real al sector privado¹
(Variación porcentual anual)



¹ Mediana de Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Uruguay. El área sombreada representa el rango de los percentiles 25 a 75.

Crédito real al sector privado por tipo de crédito¹
(Variación porcentual anual)



¹ Promedio simple de Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Uruguay.

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

rentabilidad de los bancos ha repuntado levemente. Sin embargo, la rápida recuperación del crecimiento del crédito ha estado acompañada por un pequeño aumento del ratio préstamos/depositos y de los pasivos frente a no residentes. Si bien los ratios de financiamiento continúan siendo en general saludables (los pasivos bancarios externos no superan el 10 por ciento de los pasivos totales), las autoridades deben permanecer atentas, dado que las obligaciones con no residentes tienden a ser una fuente de financiamiento más volátil y que los activos bancarios suelen estar sobrevaluados en tiempos de bonanza (gráfico 2.13).

Como fue señalado en la edición de octubre de 2010 de *Perspectivas económicas: Las Américas*, gran parte de la expansión del crédito bancario desde 2005 puede atribuirse a la mejora de los fundamentos económicos y al proceso de profundización financiera (en promedio, el crédito ha crecido más rápidamente en los países con niveles iniciales del ratio crédito/PIB más bajos). No obstante, las autoridades no deberían descuidarse, sobre todo teniendo en cuenta los numerosos antecedentes de ciclos de auge y caída del crédito en la región y las favorables condiciones de financiamiento actuales a nivel mundial. El principal desafío consiste en evitar una prociclicidad excesiva del crédito que a la larga pueda desembocar en un colapso financiero. La supervisión debería ser fortalecida, el monitoreo y quizás la regulación de intermediarios no bancarios deberían ser mejorados, y la regulación prudencial debería ser reforzada para contener un excesivo crecimiento del crédito y la formación de burbujas en el precio de los activos.

Endeudamiento de las empresas

Las condiciones favorables de financiamiento tanto externo como interno, están fomentando el endeudamiento del sector empresarial fuera del sistema bancario. La emisión total de deuda se encuentra por encima de los niveles registrados previo a la crisis, debido principalmente al aumento del endeudamiento de empresas y entidades cuasi-soberanas (gráfico 2.14).

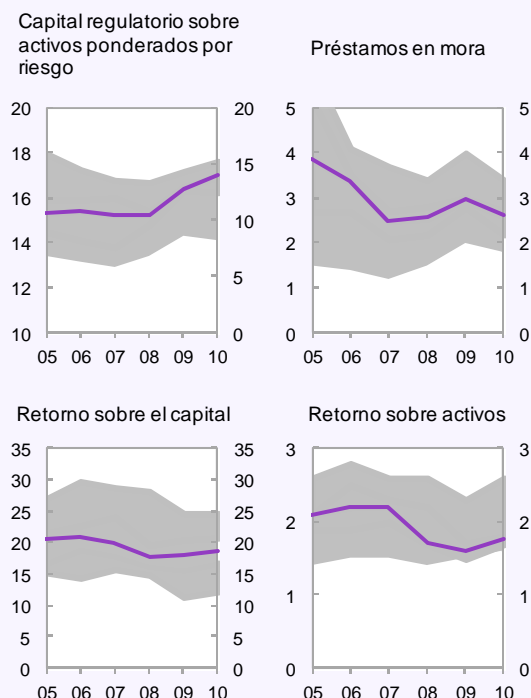
El apalancamiento del sector empresarial en la región aún está por debajo del nivel máximo registrado previo a la crisis y es en general similar al de otros mercados emergentes (salvo Brasil, donde el ratio deuda/capital ha sido más alto), pero se observan sin embargo algunas tendencias que podrían ser motivo de preocupación. Una proporción creciente del financiamiento empresarial proviene cada vez más de la colocación de bonos en mercados internacionales, contrastando con la tendencia observada antes de la crisis mundial, y esto podría agudizar el riesgo de descalce de monedas. Además, los coeficientes de apalancamiento pueden resultar a veces un indicador engañoso del nivel de vulnerabilidad de las empresas, sobre todo en un contexto de tasas de interés internacionales bajas y aumento del precio de las acciones. Véase un análisis más a fondo en la edición de abril de 2011 del Informe sobre la Estabilidad Financiera Mundial (*Global Financial Stability Report*)¹⁶.

El monitoreo del sector empresarial debería ser reforzado, particularmente en un contexto de condiciones de financiamiento favorables. La crisis financiera en Estados Unidos puso en evidencia la importancia de ciertos segmentos poco regulados en algunos sectores —el sistema bancario paralelo en ese caso. Incluso si las medidas prudenciales logran mitigar el efecto amplificador del sector financiero sobre el ciclo, las empresas podrían eludir el sistema financiero doméstico, y exponerse a la posibilidad de sobreendeudamiento y descalces excesivos de monedas y vencimientos. La mejora de los sistemas de información para monitorear la estructura de financiamiento de las empresas sigue siendo una prioridad fundamental. Y si bien la región ha logrado avances en la compilación y divulgación de datos sobre el balance de las empresas, la información sobre la estructura de deuda (moneda y vencimientos) de dichas empresas y sobre su exposición a instrumentos financieros derivados es relativamente escasa.

¹⁶ Los costos de financiamiento han disminuido drásticamente. Más del 40 por ciento de los bonos empresariales totales tienen un rendimiento en dólares de Estados Unidos de menos del 6 por ciento, en comparación con una cifra algo inferior al 20 por ciento en el período 2006–08.

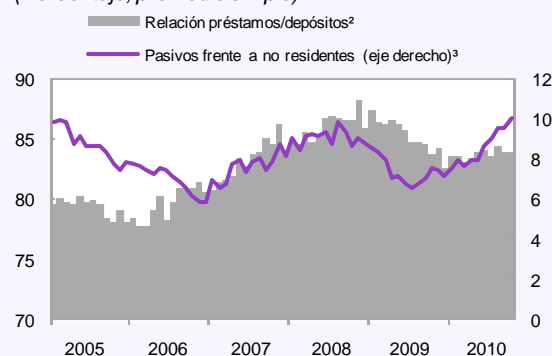
Gráfico 2.13. El sector financiero se mantiene sólido, aunque la expansión del crédito se ha financiado a partir de fuentes externas más recientemente.

América Latina: Indicadores de solidez financiera¹



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

América Latina: Financiamiento y pasivos bancarios¹ (Porcentaje, promedio simple)



¹ Incluye Brasil, Chile, Colombia, México y Perú.

² Se estima dividiendo el crédito de bancos privados sobre la suma de depósitos y valores totales.

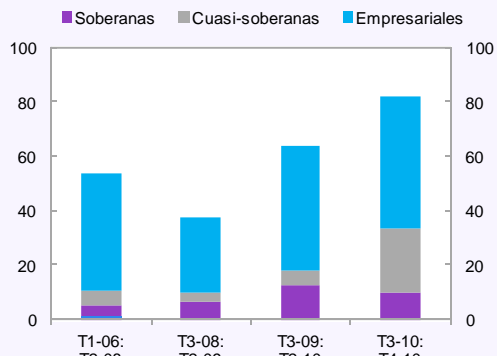
³ Porcentaje de los pasivos totales.

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

Gráfico 2.14. El endeudamiento empresarial no bancario ha aumentado considerablemente, rebasando los niveles previos a la crisis. El nivel de apalancamiento permanece bajo control, aunque han aparecido factores de vulnerabilidad.

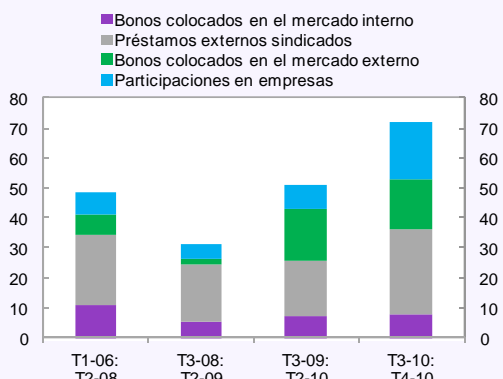
Promedio de emisiones trimestrales por sector, 2006–10¹

(Millones de dólares de EE.UU.)



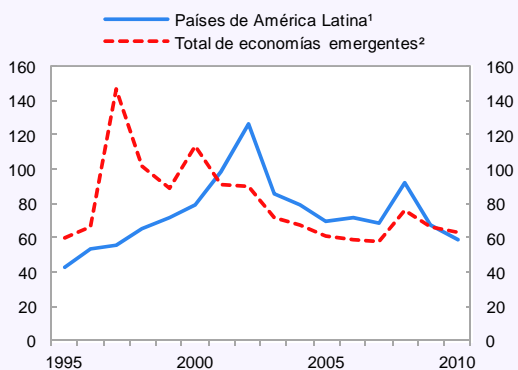
Promedio de emisiones empresariales y cuasi-soberanas trimestrales, por tipo, 2006–10¹

(Millones de dólares de EE.UU.)



Apalancamiento del sector empresarial: Relación deuda/capital

(Porcentaje, promedio simple)



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

¹ Incluye Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela.

² El promedio de las economías emergentes incluye Argentina, Brasil, Chile, China, Colombia, Egipto, Filipinas, Hungría, India, Indonesia, Malasia, México, Polonia, la provincia China de Taiwan, Rusia, Sudáfrica, Sri Lanka, Tailandia y Turquía.

Este tipo de deficiencias se pusieron de manifiesto en Brasil y México en 2008, cuando varias empresas sufrieron fuertes pérdidas a raíz de operaciones en los mercados cambiarios y de derivados¹⁷.

Precios de las acciones

Los precios de las acciones repuntaron notablemente después de la crisis mundial y en la mayoría de los países ya se ubican por encima de los niveles previos a la crisis, superando también el crecimiento de otros mercados emergentes (gráfico 1.2). Si bien la existencia de burbujas de carácter sistémico no son evidentes y son difíciles de medir, los precios de las acciones actualmente están por encima de los niveles tendenciales en la mayoría de los países, y hay señales de valoraciones excesivas en algunos países (Chile, Colombia y Perú), donde los ratios precio/ganancia se sitúan bastante por encima de los promedios históricos y de los niveles observados en otros mercados emergentes (gráfico 2.15 y panel 2.1).

El aumento del precio de las materias primas está atrayendo nuevas inversiones y elevando las valoraciones de empresas relacionadas con ese sector (recuadro 2.6). El precio de las empresas de productos básicos ha aumentado marcadamente desde 2005, en tanto que sus ratios precio/ganancia han permanecido relativamente estables hasta hace poco (comienzos de 2010), cuando empezaron a crecer de manera pronunciada. Cabe señalar que parte del aumento de estos ratios es de carácter transitorio, dado que las ganancias derivadas de inversiones en el sector de hidrocarburos y en la extracción de minerales demoran en hacerse efectivas. De todos modos, las autoridades deberían permanecer atentas y considerar la posibilidad de dar a conocer sus evaluaciones para ayudar a los mercados en el proceso de "descubrimiento del precio"¹⁸.

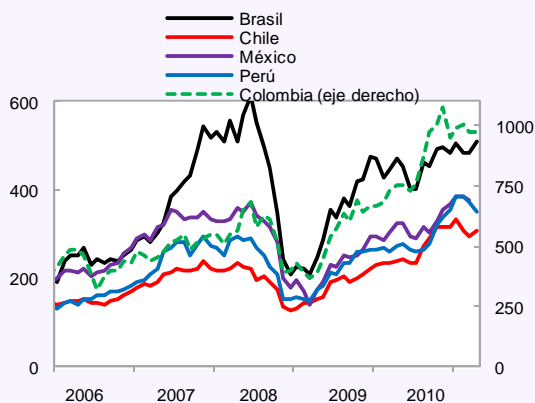
¹⁷ En 2009 se adoptaron medidas que exigen a las instituciones financieras informar sobre sus exposiciones en contratos de derivados (Brasil) y a empresas emisoras de bonos o acciones documentar sus riesgos de mercado, crédito y liquidez relacionados con contratos de derivados financieros (México).

¹⁸ Véanse los informes de estabilidad financiera de Chile (diciembre de 2010) y Colombia (septiembre de 2010).

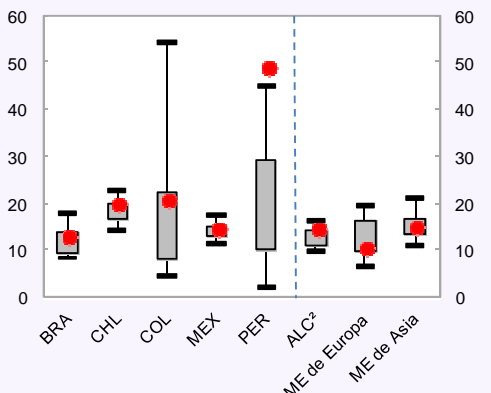
(continued)

Gráfico 2.15. El precio de las acciones se recuperó fuertemente tras la crisis mundial, y en algunos países hay señales de valoraciones excesivas.

América Latina: Índice de precios bursátiles
(Índice, 2004=100; expresados en dólares de EE.UU.)



Relaciones precio/ganancia del mercado bursátil: América Latina frente a otras regiones, 2001-11¹



Fuente: Datastream; y cálculos del personal técnico del FMI.

¹ Se muestran los percentiles 95 y 5 correspondientes al período de ene. de 2001 a dic. de 2011. Los recuadros grises abarcan los percentiles 25 y 75, y los puntos rojos representan la observación más reciente.

² Promedio ponderado de Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela.

Precios de la vivienda

Pese a la creciente importancia del crédito hipotecario, los datos sobre indicadores del sector de la vivienda siguen siendo escasos en la región. En la actualidad, y en contraste con otras regiones en donde la disponibilidad de datos es un poco mayor, sólo cuatro países latinoamericanos producen indicadores sobre precios de la vivienda (Colombia, México, Perú y Uruguay), y muchas de estas series son de corta duración, y tienen coberturas y

Greenspan también se refirió a la “exuberancia irracional” de los mercados de acciones.

metodologías diferentes. Los precios de la vivienda en términos reales en estos cuatro países han crecido a una tasa promedio anual de 10 por ciento desde 2005, y la crisis tuvo solo un efecto leve y transitorio sobre los valores. El crecimiento de precios de la vivienda ha sido un poco más rápido que en las economías emergentes de Asia, pero mucho más lento que el observado en las economías emergentes de Europa en los años previos a la crisis (gráfico 2.16).

Gráfico 2.16. El crédito hipotecario está creciendo a un ritmo acelerado, aunque en la mayoría de los casos a partir de una base baja; los precios de la vivienda han estado subiendo algo más rápido que en las economías emergentes de Asia.

Economías emergentes: Crédito hipotecario
(Porcentaje del PIB)

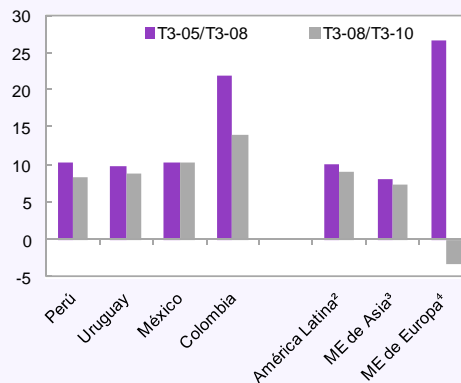


¹ En el caso de Colombia, diciembre de 2006.

² Promedio simple de Corea, Indonesia, Filipinas, Malasia, Tailandia, y Taiwán (Provincia de China), y Tailandia.

Precios de la vivienda en América Latina y otras economías emergentes

(Promedio simple, variación porcentual anual real)¹



¹ Datos hasta septiembre de 2010 para la mayoría de los países. La cobertura del mercado de la vivienda varía según el país.

² Incluye Colombia, México, Perú y Uruguay.

³ Incluye China, Hong Kong, Indonesia, Corea, Malasia, y Tailandia.

⁴ Incluye Bulgaria, Hungría, Lituania, Eslovaquia, y Eslovenia.

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

La falta de series sistemáticas de precios de la vivienda para la mayoría de los países de la región complica el seguimiento y la evaluación de los riesgos y, por tanto, la toma de decisiones oportunas para evitar excesos vinculados al sector inmobiliario. Mejorar la información sobre el mercado hipotecario donde el crédito ha estado creciendo a un paso acelerado es de vital importancia. Se deberían elaborar indicadores de precios de la vivienda y vigilar de cerca las relaciones entre las empresas constructoras y el sector bancario. En países donde el crédito hipotecario se está acelerando, se debería considerar una reducción de la relación préstamo-valor, una medida que en general ha dado buenos resultados en los mercados emergentes de Asia.

2.5. Ingreso de capitales: Precauciones ante una reversión de las condiciones globales favorables¹⁹

Tras el colapso sufrido como consecuencia de la crisis financiera mundial, los flujos netos de capital hacia América Latina se recuperaron con rapidez impulsados por una fuerte entrada de flujos de cartera. Se prevé que esta tendencia de abundantes flujos netos continuará mientras persistan las condiciones actuales: tasas de interés internacionales bajas, baja aversión al riesgo y perspectivas relativamente débiles en las economías avanzadas. Sin embargo, cambios en estas condiciones, como por ejemplo un ajuste de la política monetaria de Estados Unidos, podrían provocar una reducción más marcada de la entrada de capitales a la región en comparación con otras economías emergentes, dada la mayor exposición financiera de América Latina a Estados Unidos.

Luego del retroceso ocasionado por la crisis financiera mundial, los flujos netos de capital hacia América Latina se recuperaron drásticamente gracias al bajo nivel de la tasa de interés internacional, la mejora de los fundamentos económicos y el afianzamiento de las perspectivas de crecimiento en la región. En comparación con otras economías emergentes, el

aumento de los flujos netos tras la crisis mundial (como porcentaje del PIB) en América Latina fue más pequeño, pero los flujos se recuperaron a partir de un nivel más alto. Los flujos netos en los tres primeros trimestres de 2010 ya habían superado el promedio de 2004–07, pero se situaban por debajo de los niveles observados en 1991–96, cuando la región debía financiar cuantiosos déficits en cuenta corriente (gráfico 2.17).

La recuperación de los flujos netos a América Latina durante los tres primeros trimestres de 2010 estuvo impulsada principalmente por flujos creadores de deuda, en tanto que la proporción de IED disminuyó. La composición reciente de los flujos netos es similar a la de 1991–97, cuando más de la mitad de los flujos eran del tipo que implica endeudamiento. Esta tendencia exige especial atención por parte de las autoridades, ya que existe evidencia de que los flujos de cartera que implican creación de deuda son los menos persistentes.

En la edición de abril de 2011 de *Perspectivas de la economía mundial* se señala que los flujos netos de capital a las economías emergentes, y particularmente los flujos distintos de IED, son sensibles a condiciones globales favorables (bajo nivel de tasa interés internacional y de aversión al riesgo y amplios diferenciales de crecimiento entre las economías emergentes y las avanzadas). En América Latina, la dinámica de entradas netas durante estos episodios está determinada por los flujos de cartera creadores de deuda, mientras que en otras economías emergentes los flujos bancarios y de otras fuentes privadas tienen una mayor influencia. Asimismo, según las conclusiones del informe antes citado, los flujos netos hacia América Latina tienden a ser más sensibles a la política monetaria de Estados Unidos que los flujos a otras economías emergentes, en parte debido a los vínculos financieros más estrechos con Estados Unidos²⁰.

¹⁹ Preparado por Jaime Guajardo (Departamento de Investigación).

²⁰ El estudio, que se basa en datos de panel para 20 economías avanzadas y 30 economías emergentes correspondiente al período 1989–2010, analiza si las diferencias en el grado de exposición financiera directa a Estados Unidos influyen en la
(continued)

A continuación se resumen estos resultados:

- La exposición financiera de América Latina a Estados Unidos (25 por ciento en promedio) es mayor que la de otras economías emergentes (17 por ciento)²¹.
- En países con una exposición financiera a Estados Unidos similar a la del promedio de América Latina, un aumento inesperado de la tasa de interés real de Estados Unidos equivalente a una desviación estándar — aproximadamente 5 puntos básicos— provocaría una reducción adicional (en relación al caso de una economía emergente promedio) del ingreso neto de capitales equivalente a 0,2 puntos porcentuales del PIB en el primer trimestre, y a 1 punto porcentual en términos acumulados al cabo de dos años.

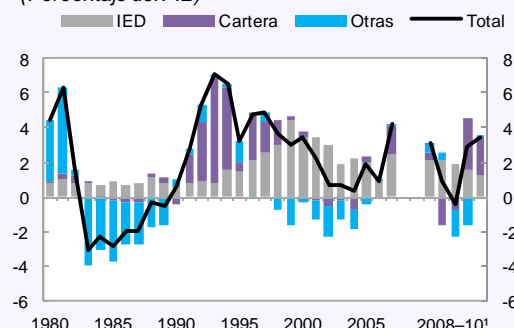
La reacción más pronunciada en América Latina podría obedecer no solo a la mayor exposición financiera a Estados Unidos, sino también a la mayor proporción de flujos de cartera creadores de deuda en el total de flujos netos en comparación con otras economías emergentes, flujos que suelen ser más sensibles a cambios en la política monetaria de Estados Unidos. La alta sensibilidad de los flujos a variaciones de las condiciones globales sugiere que las preocupaciones con respecto a la duración y la estabilidad de los flujos de capital en la reciente recuperación están bien fundadas, particularmente en el caso de América Latina. De hecho, la reciente desaceleración de los flujos de inversión de cartera y en acciones a mercados emergentes y a la región (probablemente debida a las sorpresivas noticias positivas sobre las perspectivas de Estados Unidos, los riesgos de inflación y los mayores precios de los activos

sensibilidad de las entradas netas de capital ante variaciones de política monetaria en Estados Unidos (controlando por efectos fijos por país, efectos fijos temporales y factores internos).

²¹ La exposición financiera directa a Estados Unidos se define como la proporción del total de activos y pasivos externos que está vinculada a Estados Unidos.

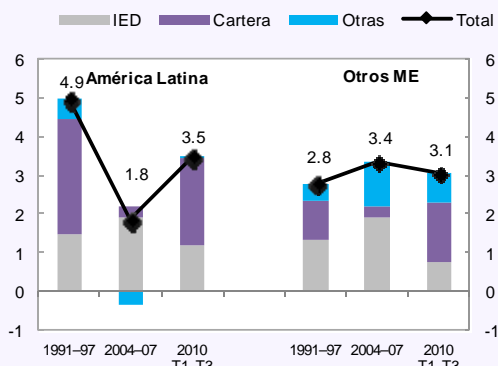
Gráfico 2.17. Los flujos de capital a la región se han recuperado rápidamente tras la crisis pero son muy sensibles a cambios en las condiciones globales.

América Latina: Entrada neta de capitales, 1980–2010 (T3)
(Porcentaje del PIB)

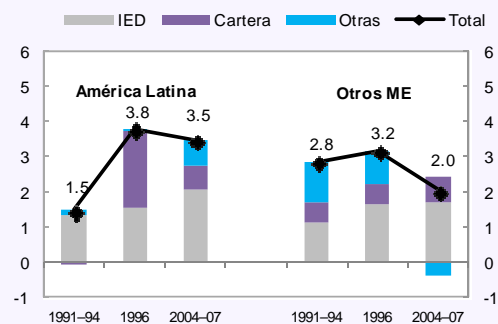


¹ Las primeras cuatro barras presentan los dos semestres de 2008 y 2009. La barra final presenta el promedio correspondiente a T1-T3 de 2010. Es posible que los flujos totales no sean iguales a la suma de los componentes individuales debido a falta de datos sobre los componentes en algunas economías.

Economías emergentes: Períodos de fuerte entrada neta de capitales¹
(Porcentaje del PIB)



Flujos netos hacia economías emergentes^{1,2}
(Porcentaje del PIB)



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

¹ América Latina incluye: Argentina, Brasil, Chile, Colombia, Ecuador, El Salvador, Guatemala, México, Paraguay, Perú y Uruguay. En el apéndice 4.1 de la edición de abril de 2011 de *Perspectivas de la economía mundial* se encuentra una lista de las economías incluidas en el grupo de otros mercados emergentes.

² Los años 1991–94 corresponden al período de tasas mundiales bajas. El año 1996 presenta un período de VIX bajo y crecimiento alto.

en los mercados emergentes), pone de manifiesto la necesidad de prepararse para una posible reversión súbita de las favorables condiciones mundiales.

Estas preocupaciones son especialmente relevantes en los países de la región que ya presentan déficits en cuenta corriente. Las políticas macroeconómicas en estos países deberían ajustarse para garantizar una moderación del crecimiento de la demanda interna, y evitar que los déficit de cuenta corriente alcancen niveles insostenibles. Para limitar la formación de burbujas y la toma excesiva de riesgo, las medidas

prudenciales deberían formar parte del conjunto de herramientas. En ciertas circunstancias, los controles de capital podrían también ser necesarios, aunque no deberían ser usados como sustitutos de ajustes de política macroeconómica convencionales. En particular, dado el alto grado de apertura financiera de América Latina, y en un contexto de excepcionales condiciones financieras externas, el uso temporal de controles de capital podría formar parte del paquete de políticas orientadas a evitar ciclos de auge y caída. Véase un análisis más detallado sobre los desafíos y las opciones de política en Eyzaguirre y otros (2011), Ostry y otros (2010 y 2011) y en FMI (2011c).

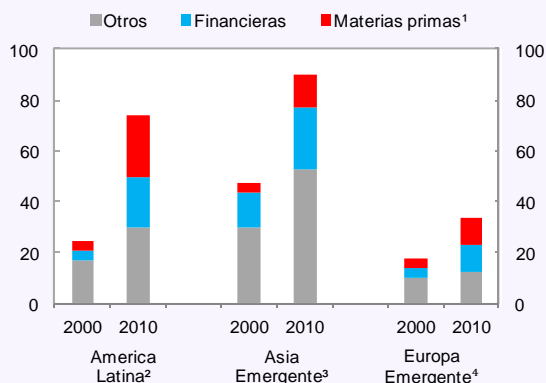
Recuadro 2.6. Evolución del mercado bursátil en la región: El rol de las materias primas

Los mercados de acciones en América Latina han estado experimentando una importante transformación. La capitalización bursátil ha crecido de un promedio de 25 por ciento del PIB en 2000 a aproximadamente 75 por ciento a fines de 2010. La profundización de los mercados bursátiles ha sido bastante generalizada, aunque en México el aumento de la capitalización ha sido más moderado. Actualmente Brasil posee al cuarto mayor mercado accionario del mundo, y representa aproximadamente el 55 por ciento del mercado de acciones de la región.

La profundización de los mercados bursátiles se ha producido paralelamente con la expansión del sector de materias primas. La proporción de empresas vinculadas a materias primas se ha más que duplicado, de un promedio de 15 por ciento a principios de la década del 2000 hasta casi el 35 por ciento a fines de 2010. La proporción de empresas financieras también ha aumentado (gracias a la apertura del sector), mientras que los sectores de telecomunicaciones y servicios públicos han perdido terreno en la mayoría de los países.

Nota: Este recuadro fue preparado por Leandro Medina.

Capitalización del mercado bursátil
(Porcentaje del PIB)



Fuentes: Datastream; y cálculos del personal técnico del FMI

¹ Incluye petróleo, gas y otros productos básicos.

² Promedio simple para Brasil, Chile, Colombia, México, y Perú.

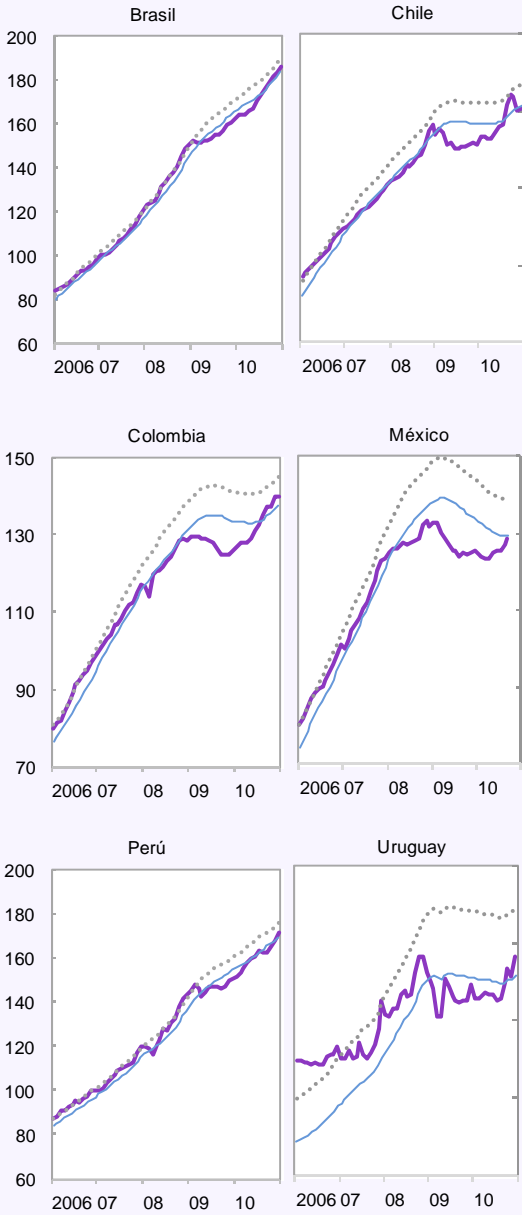
³ Promedio simple para China, India, Indonesia, Malasia, Taiwan Provincia de China, Tailandia, Singapur, Corea del Sur, y Filipinas.

⁴ Promedio simple para República Checa, Hungría, Polonia, Rusia y Turquía.

Panel 2.1. Crédito y precio de los activos en América Latina: Desvíos respecto a la tendencia

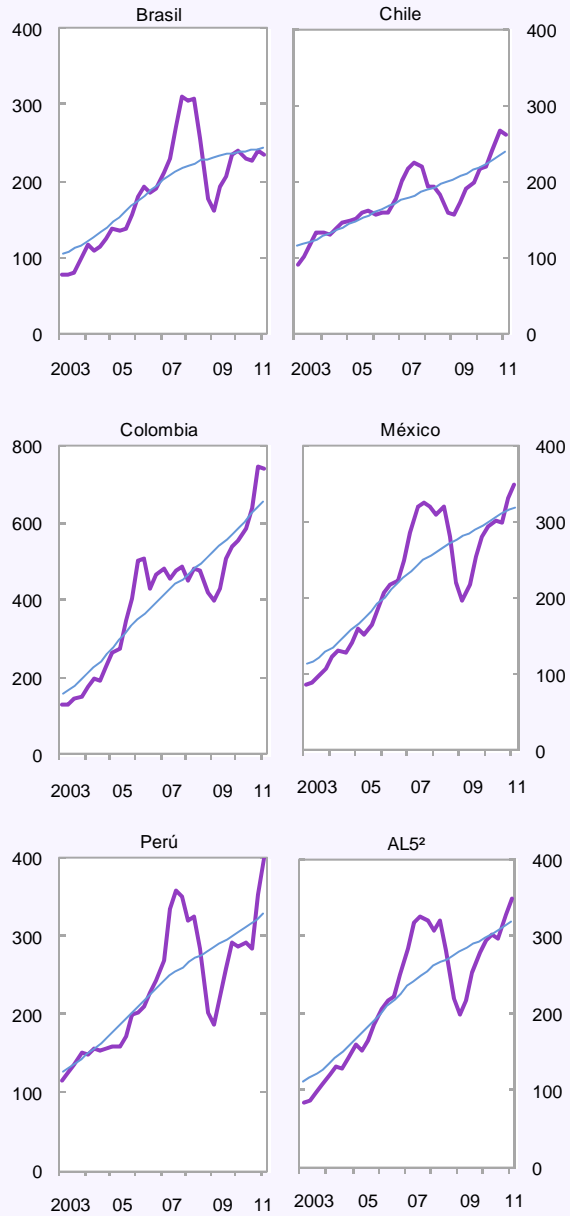
Crédito real: observado y tendencia

— Crédito real, índice (Ene. 2007 = 100)
 — Crédito real, tendencia¹
 Umbral²



Indices del mercado bursátil: observado y tendencia¹

— Índice (2000:4T = 100)
 — Tendencia



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

¹ Se computa utilizando el filtro de Hodrick-Prescott (sobre ventanas móviles de tipo retrospectivo) para el período que va desde enero de 2000 a diciembre de 2010.

² El umbral equivale a 1,5 veces la desviación estándar de las fluctuaciones del crédito alrededor de la tendencia estimada.

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

¹ Usando un filtro de Hodrick-Prescott para el período desde enero de 1993 hasta diciembre de 2000.

² Promedio simple.

Anexo 2.1. Estimación del efecto de traspaso de la inflación

En este anexo se describe la metodología utilizada para estimar los efectos de traspaso de los shocks de precios de las materias primas. En el análisis se utilizaron datos trimestrales correspondientes al período comprendido desde el primer trimestre de 1996 hasta el cuarto trimestre de 2010, para una muestra de 10 países de América Latina y el Caribe con regímenes de metas de inflación o con espacio para el uso de política monetaria. Los países incluidos son Brasil, Chile, Colombia, Costa Rica, Guatemala, México, Paraguay, Perú, República Dominicana y Uruguay.

Efectos de traspaso de los alimentos y los combustibles

La metodología—que es similar a la utilizada en De Gregorio, Landerretche y Neilson (2007), en Blanchard y Galí (2007) y en la edición de octubre de 2008 de *Perspectivas de la economía mundial*—se resume de la siguiente manera:

Paso 1: El **efecto de traspaso de los precios mundiales a los precios internos de alimentos y combustibles** se estima utilizando regresiones individuales para cada país de la siguiente forma:

$$\pi_t^{f/dom} = \alpha + \sum_{i=1}^4 \beta_i \pi_{t-i}^{f/dom} + \sum_{i=0}^4 \gamma_i \pi_{t-i}^{f/world} + \varepsilon_t$$

siendo π^f la diferencia logarítmica trimestral del precio de alimentos y combustibles respectivamente (las ecuaciones incluyen también variables *dummy* estacionales). Los precios internacionales se expresan en moneda local.

Nos interesa el impacto de un aumento, por un período, de la tasa de inflación de alimentos/combustibles (es decir, un aumento permanente en el nivel de precios). El impacto

inmediato en la inflación interna de alimentos y combustibles estaría dado por γ_0 , mientras que el impacto (no acumulativo) después de j períodos sería:

$$\frac{\gamma_j}{1 - \sum_{i=1}^j \beta_i}$$

En base a estos coeficientes, se calcula el efecto traspaso de un aumento en los precios internacionales de alimentos y combustibles a los precios internos, para diferentes horizontes temporales, como se indica en la sección previa.

Paso 2: El **efecto de traspaso de los precios internos de alimentos y combustibles a la inflación subyacente** se estima para cada país utilizando una especificación simple de la curva de Phillips:

$$\pi_t^{core} = \alpha + \sum_{i=1}^4 \beta_i \pi_{t-i}^{core} + \sum_{i=0}^4 \gamma_i (y_{t-i} - y_{t-i}^*) + \sum_{i=0}^4 \delta_i \pi_{t-i}^{food} + \sum_{i=0}^4 \varphi_i \pi_{t-i}^{fuel} + \varepsilon_t$$

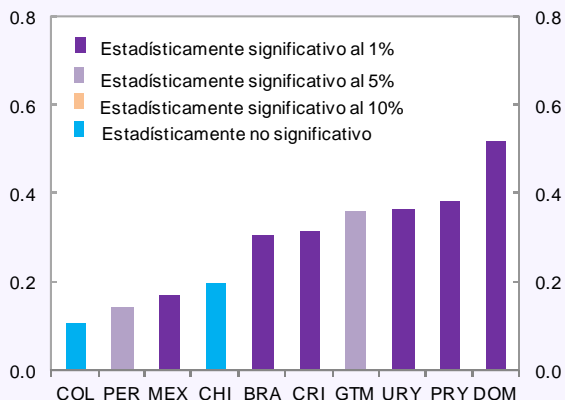
donde y y y^* representan el logaritmo del PIB desestacionalizado y del PIB potencial trimestral (también se incluyen variables *dummy* estacionales). El impacto inmediato y el impacto después de j períodos se calculan de manera similar que en el paso 1 pero usando δ_i y φ_i ²².

²² El efecto de traspaso de los precios internos de alimentos y combustibles a los precios subyacentes se estimó también utilizando valores de predicciones de inflación de alimentos y combustibles derivados a partir de las regresiones del primer paso. Esto implica que la inflación interna de alimentos y combustibles refleja solamente las variaciones debidas a fluctuaciones de precios internacionales y a los propios efectos rezagados, y no a variaciones de costos de mano de obra, transporte y distribución, que dependen de otros factores que también determinan la inflación global. No obstante, los resultados no varían significativamente.

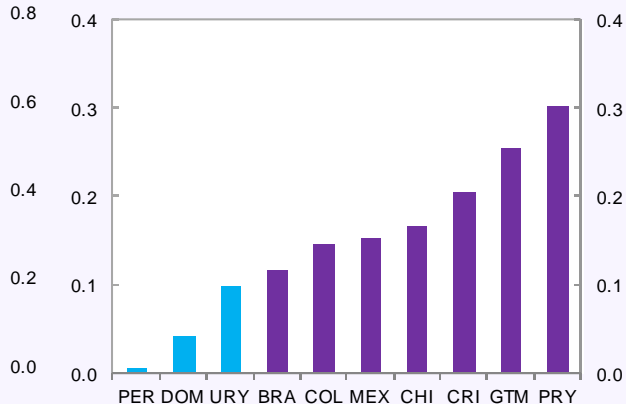
Nota: Este anexo fue preparado por Alexander Klemm y Sebastián Sosa.

Anexo 2. Gráfico 1. Efecto traspaso de precios mundiales de materias primas a precios internos

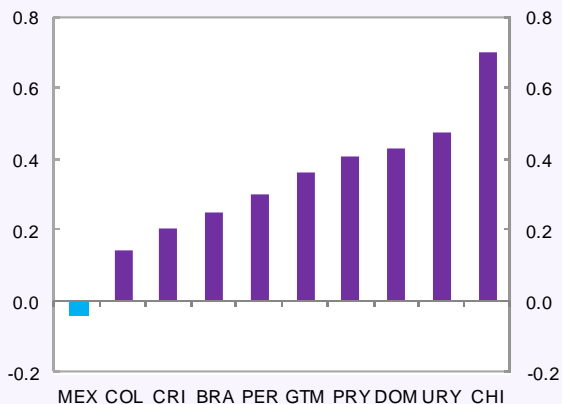
Efecto de traspaso de precios mundiales a precios internos de alimentos
(Acumulativo, horizonte de cuatro trimestres)



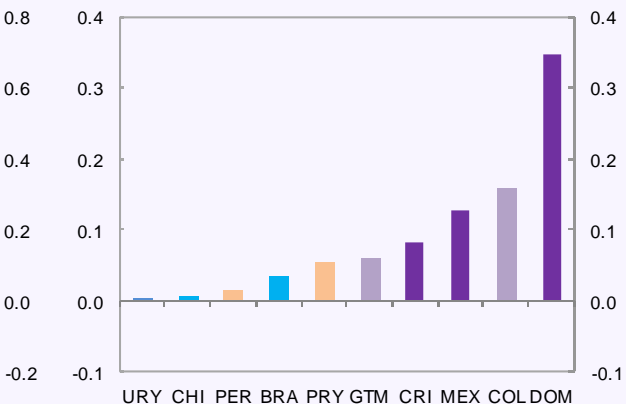
Efecto de traspaso de precios internos de alimentos a precios subyacentes
(Horizonte de un trimestre)¹



Efecto de traspaso de precios mundiales a precios internos de combustibles
(Acumulativo, horizonte de cuatro trimestres)



Efecto de traspaso de precios internos de combustibles a precios subyacentes
(Horizonte de un trimestre)¹



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

¹ El impacto no es estadísticamente significativo en horizontes temporales más largos.

3. La intervención en el mercado cambiario: ¿Una defensa eficaz contra las presiones de apreciación?

Las economías emergentes han recurrido cada vez con mayor frecuencia a la intervención cambiaria para contener las presiones a la apreciación de sus monedas que generan las "condiciones tan favorables de financiamiento externo". En este capítulo se analiza la experiencia de un conjunto economías de América Latina usando estas políticas en los últimos siete años, y se la compara con la de otras regiones. Además, se estudia el rol de las distintas modalidades de intervención y se propone una nueva metodología para evaluar su efectividad y sus costos.

Los bancos centrales intervienen por diversos motivos (que no son mutuamente excluyentes), pero el carácter y el perfil temporal de sus intervenciones en el mercado de cambios sugiere que hay un esfuerzo por mitigar las presiones de apreciación de sus monedas. Varios países de América Latina utilizan reglas de intervención, aunque estas suelen dejar un margen considerable para la discrecionalidad; más aún, no queda claro si las intervenciones basadas en reglas son más eficaces (para mitigar la apreciación). La evidencia empírica sugiere que las intervenciones pueden desacelerar el ritmo de apreciación, pero estos efectos disminuyen con el grado de apertura financiera de la economía; mientras que la efectividad se potencia cuando hay señales que sugieren que la moneda pueda estar sobrevaluada. Con frecuencia, los costos asociados con la intervención son considerables, reflejando no solo elevados diferenciales de tasa de interés sino también altas pérdidas por revaluación.

3.1. Introducción

La abundante liquidez en los mercados mundiales y la elevada exposición a los movimientos de capital han puesto el tema de la intervención cambiaria en el centro del debate económico en América Latina. A pesar del uso generalizado de estas políticas para combatir los efectos secundarios provocados por las

condiciones de liquidez internacional (incluyendo aquellos que afectan el tipo de cambio), su efectividad no está garantizada. Los trabajos empíricos realizados hasta el momento (y que se concentran más que nada en las economías avanzadas) no han logrado alcanzar una conclusión definitiva sobre los efectos que la intervención cambiaria tiene sobre el tipo de cambio, concluyéndose en muchos casos que estos son inexistentes. Actualmente, los efectos de la intervención cambiaria se han vuelto aún más difíciles de determinar dadas las condiciones mundiales, que favorecen el flujo de capital hacia los mercados emergentes, y las presiones adicionales a la apreciación de las monedas asociadas a las notables mejoras en los fundamentales de estas economías (por ejemplo, las mejoras en los términos de intercambio para los exportadores de materias primas). No obstante, muchos bancos centrales parecen creer en su efectividad y continúan haciendo uso de estas políticas (véase Neely, 2008 y Banco de Pagos Internacionales, 2005).

A pesar de esto, e independientemente de la evaluación que se tenga de los efectos y beneficios de la intervención cambiaria, los bancos centrales son conscientes que estas políticas acarrearán costos. De una parte, si la intervención tiene como objetivo prevenir un ajuste necesario del tipo de cambio hacia su valor de equilibrio, es probable que esta política acentuara las presiones del mercado en una sola dirección, atrayendo más capitales e induciendo descalces de monedas. De otra parte, la intervención cambiaria puede tener costos cuasi-fiscales considerables. Es más, en el marco de regímenes monetarios de fijación de metas de inflación, pueden surgir inconsistencias con los objetivos principales de la política monetaria. En este contexto de beneficios inciertos y costos más que evidentes, queda abierta la pregunta de cuán convenientes son estas políticas.

Nota: Este capítulo fue preparado por Gustavo Adler y Camilo E. Tovar, con asistencia de Ben Sutton.

En este capítulo se estudia el tema de la intervención cambiaria desde una nueva perspectiva, centrando la atención en América Latina. En particular, se intentan responder las siguientes preguntas: ¿Cómo intervienen los países de esa región y en qué difiere esa intervención de la de otras economías de mercados emergentes? ¿Qué motivaciones impulsan esas políticas? ¿Cuán eficaces son en afectar el tipo de cambio—suponiendo que ese sea uno de los objetivos—y cuán costosas son?

Al centrarse el análisis en los posibles efectos de la intervención cambiaria sobre el tipo de cambio, este capítulo deja de lado el debate entorno a si la intervención en si es deseable o no. También deja de lado la comparación de la intervención cambiaria con otras herramientas de política como instrumento para controlar los movimientos del tipo de cambio (y, en general, los efectos de fuertes entradas de capital). Esas preguntas más generales se analizan en detalle en varios trabajos recientes, incluyendo las recientes ediciones de *Perspectivas Económicas: Las Américas*¹.

El objeto de estudio principal de este capítulo son las *compras* esterilizadas de divisas, ya que esta es, de lejos, la dirección más común de la intervención cambiaria en los países estudiados (excepto durante la crisis financiera de 2008–09, que no se analiza en este trabajo)², además de ser de considerable interés el saber si esas operaciones son capaces de mitigar las presiones actuales de apreciación. El capítulo hace hincapié en las intervenciones *esterilizadas*, y no en las no esterilizadas, porque las primeras únicamente involucran políticas cambiarias; mientras que las intervenciones no esterilizadas involucran también decisiones simultáneas de relajamiento de la

¹ En la coyuntura actual, las fuertes presiones de apreciación generadas por el ingreso de capital preocupan a las autoridades por el riesgo de reversiones repentinas y marcadas, y de posibles efectos de “enfermedad holandesa”. Véase un análisis sobre estas consideraciones y sobre las herramientas alternativas de políticas para hacer frente a esos riesgos en Eyzaguirre y otros (2011); FMI (2011c); Ostry y otros (2011) y las ediciones de mayo y octubre de 2010 de *Perspectivas Económicas: Las Américas*.

² Véase un análisis de las políticas de intervención cambiaria durante la crisis mundial, por ejemplo, en Jara y otros (2009).

política monetaria, cuyo efecto sobre el tipo de cambio es en principio más evidente³.

A pesar de los numerosos trabajos sobre intervención cambiaria, su definición exacta suele ser poco clara. Conceptualmente, consideramos intervención cambiaria a toda aquella operación que afecta la posición neta de divisas del banco central⁴. En la práctica, sin embargo, no suelen existir datos de alta frecuencia sobre la posición en divisas de los bancos centrales, por lo que, en su lugar, deben emplearse como variables sustitutivas las transacciones observables en el mercado de divisas o, en su defecto, los cambios en las reservas internacionales (recuadro 3.1).

El análisis se basa en la experiencia de economías de América Latina y en algunos países comparables, durante el período 2004-10⁵, aunque en algunos casos la falta de datos limita en parte el análisis (véanse detalles sobre los datos utilizados en el anexo 3.1). Se toma este período con el objeto de captar una etapa de grandes flujos de capital hacia las economías de mercados emergentes y de intervenciones cambiarias frecuentes. La muestra excluye a los países con tipo de cambio fijo (donde la decisión de intervenir y la magnitud de la intervención no están sujetas a decisión, dado el compromiso con un determinado tipo de cambio).

El capítulo se estructura de la siguiente manera: en las secciones 3.2 y 3.3 se presentan hechos estilizados

³ *Ceteris paribus*, la intervención no esterilizada, como política que induce una expansión de la oferta monetaria, provocaría una pérdida de valor de la moneda (tanto en términos de inflación como de depreciación del tipo de cambio).

⁴ En algunos países, el Tesoro también puede haber llevado a cabo operaciones cambiarias a fin de influir en el tipo de cambio. Sin embargo, en general, es difícil distinguir estas de otras operaciones ordinarias, debido a la falta de datos. En otros casos, los bancos centrales realizan operaciones con divisas en nombre de otros agentes (sin que se modificara su posición cambiaria). El análisis deja de lado el primer tipo de transacciones pero se corrige por el segundo, centrándose así en las operaciones cambiarias del banco central y excluyendo las realizadas en nombre de otros agentes.

⁵ La muestra incluye 15 países, 8 de los cuales son latinoamericanos (Brasil, Chile, Colombia, Costa Rica, Guatemala, México, Perú y Uruguay) y el resto son economías de mercados emergentes (India, Indonesia, Rusia, Tailandia y Turquía) o “pequeñas” economías avanzadas (Australia e Israel).

Recuadro 3.1. Intervención y variaciones de las reservas internacionales brutas

Limitaciones en la disponibilidad de datos generalmente dificultan el análisis de la intervención cambiaria.

Como a menudo los datos sobre intervenciones cambiarias son confidenciales y no están disponibles, en la literatura sobre el tema generalmente se usa la variación de las reservas internacionales brutas como una variable sustituta de la intervención.

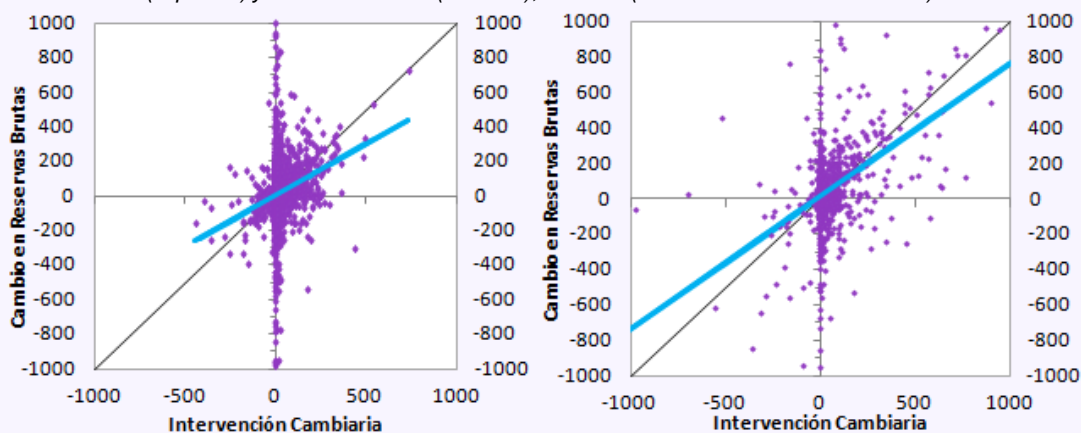
Sin embargo, los datos de intervención y variación de reservas con frecuencia difieren entre sí. La razón es que las reservas varían no solo debido a la intervención cambiaria sino también a causa de cambios de valuación, flujos de renta (por ejemplo, retornos por intereses), operaciones de deuda en nombre de otros agentes y demás.

¿Qué tan buena es la variación de reservas como variable sustitutiva de la intervención? Una regresión de las reservas sobre los datos de intervención, para los casos de países en los que se dispone de ambas series (Colombia, Costa Rica, Guatemala, Perú, y Uruguay) indica que, para frecuencia diaria, los datos de intervención y la variable sustitutiva de reservas pueden presentar marcadas diferencias¹. El coeficiente de regresión que relaciona esas variables tiende a ser bastante bajo. Esto es particularmente notorio en el caso de economías muy dolarizadas, donde las reservas pueden variar debido a las operaciones regulares de liquidez con el sistema bancario interno. No obstante, el uso de reservas como variable sustitutiva de la intervención mejora de manera significativa para frecuencias menores. El coeficiente de regresión es más alto en la mayoría de los países cuando se usan datos semanales. Este resultado respalda el uso de datos semanales del cambio de reservas como variable sustitutiva en el análisis econométrico.

Aún más importante, es poco probable que el error de medición tenga una influencia significativa en las estimaciones econométricas que evalúan el impacto de la intervención en el tipo de cambio. Esto se ve confirmado por la correlación baja y en ambas direcciones entre el error de medición y el tipo de cambio (véase análisis más detallado en la sección econométrica).

Datos sobre intervención y las reservas brutas¹

Datos diarios (izquierda) y datos semanales (derecha), 2004–10 (Millones de dólares de EE.UU.)



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: Gráfico diario, línea azul: valor de predicción. Línea negra: línea de 45 grados. Coeficiente de regresión: 0,59 con error estándar de 0,03 y $R^2 = 0,03$. Gráfico semanal, línea azul: valor de predicción. Línea negra: línea de 45 grados. Coeficiente de regresión: 0,75 con error estándar de 0,04 y $R^2 = 0,19$.

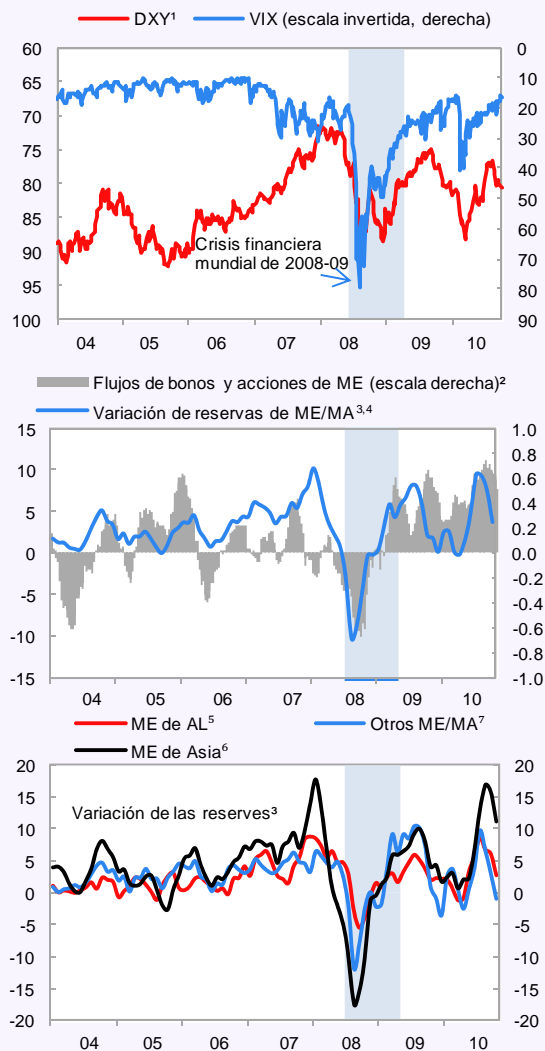
¹ Incluye Colombia, Costa Rica, Guatemala, Perú y Uruguay.

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

¹ Por razones de confidencialidad no se declaran los resultados de la regresión correspondientes a cada país.

Gráfico 3.1. Las intervenciones en mercados emergentes están sincronizadas, respondiendo a cambios en las condiciones financieras a nivel global.

Condiciones Mundiales y Cambios en Reservas Internacionales: Economías Seleccionadas de Mercados Emergentes y Avanzados



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

¹ Tipo de cambio de Estados Unidos ponderado según su comercio internacional. Una baja en el índice corresponde a una apreciación.

² Promedio de 12 semanas de flujos hacia fondos comunes de inversión dedicados de mercados emergentes (como porcentaje de los activos gestionados).

³ Reservas internacionales menos el oro. Promedio móvil de tres meses anualizado, como porcentaje del PIB promedio de 2006–07.

⁴ Incluye Brasil, Chile, Colombia, México, Perú, Uruguay, India, Indonesia, Corea, Malasia, Filipinas, Tailandia, la República Checa, Hungría, Israel, Polonia, Rumania, Rusia, Turquía y Sudáfrica. Promedio simple.

⁵ Incluye Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Uruguay. Promedio simple.

⁶ Incluye Corea, Filipinas, India, Indonesia, Malasia y Tailandia. Promedio simple.

⁷ Incluye Hungría, Israel, Polonia, la República Checa, Rumania, Rusia, Turquía y Sudáfrica. Promedio simple.

fundamentales, tanto cuantitativos como cualitativos, sobre las tendencias mundiales y las modalidades de intervención. En la sección 3.4 se investiga empíricamente la eficacia de la intervención para influir en el tipo de cambio. En la sección 3.5 se examinan brevemente los costos de la intervención. El capítulo termina con un análisis de los temas claves y sus posibles implicaciones para la política económica.

3.2. Tendencias claves

Casi todo el período 2004-10 (a excepción del episodio de la crisis mundial) se caracterizó por condiciones de financiamiento externo muy favorables para las economías de mercados emergentes, en términos de abundante liquidez y baja aversión al riesgo (reflejadas, por ejemplo, en los niveles de la tasa real de los fondos federales de Estados Unidos, el VIX y los diferenciales de tasas de interés soberanos en mercados emergentes). También, durante este período, los grandes ingresos de capital tendieron a generar una intervención cambiaria fuerte o acelerada, sobre todo en el período inmediatamente anterior y posterior a la crisis del 2008 (gráfico 3.1).

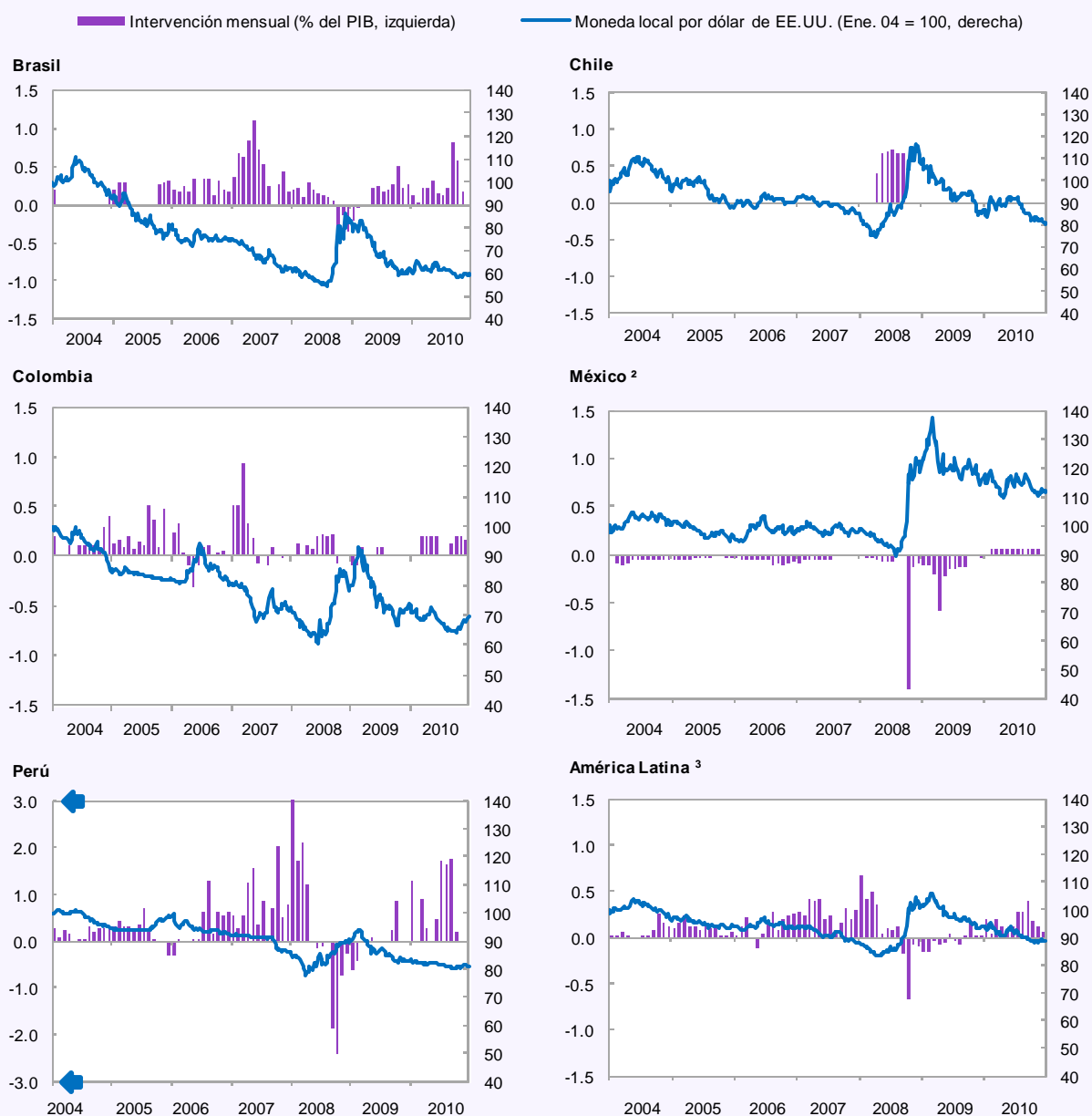
Una mirada a los cambios en la posición de reservas internacionales de los bancos centrales permite poner esas tendencias en perspectiva, y destaca la dirección común (asimétrica) de la intervención en el período de muestra, así como una tendencia a mostrar fluctuaciones comunes en intensidad en distintas regiones a lo largo del tiempo. De todos modos, la magnitud de la intervención varía según el país. En general, los países de América Latina intervienen menos que los de Asia emergente. Sin embargo, dentro de América Latina hay diferencias considerables: Chile, Colombia y México tienen niveles más bajos de intervención que Brasil, Perú y Uruguay, donde la intervención ha sido muy fuerte en algunos casos. Chile se destaca por sus largos períodos sin intervención cambiaria.

Una mirada rápida a los datos (mensuales) de intervención y tipo de cambio de algunos países de la región muestran que el uso generalizado de la intervención cambiaria ha estado acompañada por una marcada apreciación de la moneda (gráfico 3.2). Esto ilustra las dificultades inherentes para evaluar los

3. INTERVENCIÓN EN EL MERCADO CAMBIARIO: ¿UNA DEFENSA EFICAZ CONTRA LAS PRESIONES DE APRECIACIÓN?

Gráfico 3.2. La intervención ha sido casi siempre en la misma dirección, pero varía notablemente en términos de frecuencia y de intensidad entre los distintos países. En muchos casos, ha estado acompañada de una apreciación del tipo de cambio.

Intervención y tipo de cambio bilateral¹



Fuentes: Cálculos del personal técnico del FMI, sobre la base de datos de los bancos centrales.

Nota: América Latina incluye a Costa Rica, Guatemala y Uruguay. Los valores de intervención positivos se refieren a compras, mientras que los negativos se refieren a ventas. A fines de presentar la información exhaustivamente, se muestran tanto las compras como las ventas. Los movimientos ascendentes del tipo de cambio corresponden a depreciaciones. Las flechas azules indican cambios en la escala con respecto a los demás gráficos.

¹ Intervención medida como porcentaje del PIB anual promedio entre 2004 y 2010.

² Algunas operaciones cambiarias realizadas por el Banco de México podrían no ser consideradas como intervenciones, lo que demuestran lo difícil que es contar con una definición adecuada de intervención. En particular, antes de la crisis, el banco central estaba vendiendo, de acuerdo con una regla anunciada, exactamente la mitad del aumento de las reservas netas, lo que reflejaba las transferencias por parte de Pemex y del Gobierno Federal, obligatorias por ley, de sus ingresos en moneda extranjera al banco central. La política adoptada por la comisión cambiaria consistió en reducir el ritmo de acumulación de reservas internacionales. Las compras efectivas (mediante opciones) solo se producen desde marzo de 2010. Se reportan datos de subastas de opciones.

³ Promedios simples.

Cuadro 3.1. Hechos estilizados sobre la compras de divisas, 2004-10

	Frecuencia (% de días laborales)	Intensidad de la intervención cambiaria			¿Ha habido intervención activa en el mercado cambiario en el 2011?
		Intervención acumulada como % de PIB ^{1,2}	Promedio diario (millones de dólares de EE.UU.) ¹	Máximo diario (millones de dólares de EE.UU.) ¹	
Chile	6	3.8	50	50	si
Colombia	32	10.3	34	733	si
Guatemala	19	1.6	9	332	si
México ³	1	0.6	600	600	si
Perú	39	36.1	55	494	si
América Latina (media)⁴	19	10.5	110	389	
Otros					
Australia ⁵	62	2.5	15	377	n.d.
Israel	24	22.3	84	300	no
Turquía	66	12.5	61	4966	si

Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI según información del banco central.

Nota: Algunos países no mantienen una presencia activa permanente durante el periodo completo (por ejemplo: Chile, Israel o México).

¹ Media diaria de días de compras de divisas.

² Media nominal de PIB por periodo.

³ Datos de subasta de opciones. Si se utilizan los valores ejercidos, la media diaria alcanza los US\$25 millones y el monto de la máximo diario sube a US\$571 millones.

⁴ Promedio simple.

⁵ Transacciones netas del mercado de divisas diarias netas según informó el Banco de la reserva de Australia.

⁶ Se han adoptado medidas complementarias: un nuevo requerimiento de reporte sobre las transacciones en el mercado cambiario y de deuda, y la imposición de un requerimiento de liquidez para las transacciones cambiarias.

efectos de la intervención sobre el tipo de cambio cuando no se dispone de un escenario contrafactual de no intervención, puesto que las correlaciones simples sugerirían engañosamente que las intervenciones positivas (compras) tienden a apreciar la moneda⁶.

3.3. Modalidades de intervención

En general, se conoce poco sobre las formas en que los bancos centrales intervienen en los mercados cambiarios. Esto se debe, en parte, a que muchos bancos centrales no publican esta información, pero también a que la información disponible está dispersa, y los trabajos sobre intervención tienden a concentrarse en un país a la vez. Algunos estudios analizan las prácticas de intervención mediante encuestas, con el objeto de extraer lecciones sobre las mejores prácticas (Neely, 2008, 2001; Banco de Pagos Internacionales, 2005; Shogo y otros, 2006; y Canales-Kriljenko, 2003)⁷. Aun así, información

sistemática y actualizada sobre las modalidades de intervención en economías emergentes es escasa.

En esta sección se discuten algunos resultados claves de nuestro proyecto de investigación de caracterizar las prácticas de intervención cambiaria en economías de mercados emergentes. En contraste con el análisis anterior, esta sección utiliza datos diarios sobre intervención⁸. Un aporte clave es que los datos cuantitativos se amplían con información cualitativa que describe la forma en que los bancos centrales realizan la intervención. La base de datos se construyó a partir de las publicaciones oficiales de bancos centrales, según se presentan en sitios web, comunicados de prensa, e informes anuales u otros informes periódicos.

Chile y en México, en el contexto de la construcción de credibilidad de los regímenes monetarios, y de la relevancia de los anuncios de política (véase De Gregorio y Tokman, 2005; y Sidaoui, 2005). En el caso de Perú, también se ofrece un panorama general de las consideraciones de la intervención cambiaria en una economía altamente dolarizada (Armas, 2005). Por último, los estudios sobre Colombia y México ofrecen una perspectiva sobre la utilización de reglas de intervención cambiaria con opciones (Uribe y Toro, 2005; y Sidaoui, 2005).

⁸ Se dispone de datos de alta frecuencia sobre intervención para Australia, Chile, Colombia, Costa Rica, Guatemala, Israel, México, Perú, Turquía y Uruguay. Los países para los que, en cambio, se utilizan datos de cambio de reservas son Brasil, India, Indonesia, Rusia y Tailandia. Véase anexo 3.1.

⁶ Se trata del "problema de endogeneidad", muy conocido en la bibliografía sobre intervención.

⁷ En esos estudios se analiza de qué manera los bancos centrales caracterizan y evalúan sus propias políticas. En Banco de Pagos Internacionales (2005), por ejemplo, se presenta una descripción de los marcos de política cambiaria de los bancos centrales de

(continúa)

3. INTERVENCIÓN EN EL MERCADO CAMBIARIO: ¿UNA DEFENSA EFICAZ CONTRA LAS PRESIONES DE APRECIACIÓN?

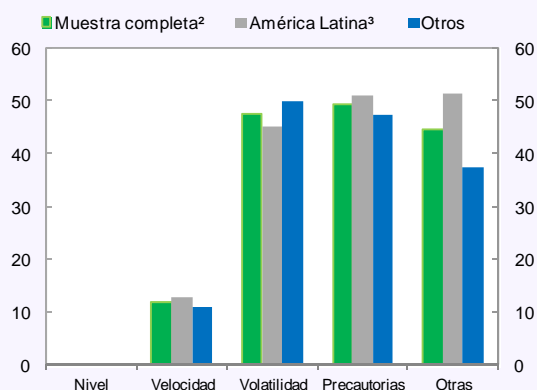
¿Qué frecuencia tienen las intervenciones cambiarias? La mayoría de los países de la región, aunque no todos, tienen una presencia bastante regular en el mercado de divisas (cuadro 3.1 y gráfico 3.2). En promedio, aproximadamente una tercera parte de los países de la región interviene en un día cualquiera, una cifra relativamente alta si se tiene en cuenta que la mayoría de los países declaran tener un régimen de flotación. Aunque la intervención cambiaria en la región tiende a darse en oleadas, que frecuentemente corresponden a cambios en las condiciones financieras mundiales, existen importantes diferencias entre los países. Los bancos centrales de Brasil y Uruguay han tenido una presencia frecuente en el mercado, interviniendo aproximadamente dos tercios del tiempo (no se reporta en la tabla). En el otro extremo hay bancos centrales que han tenido una presencia baja en el mercado durante el período 2004-10: Chile, México y, más recientemente, Guatemala. Aun así, dos bancos centrales tradicionalmente considerados “no intervencionistas” entraron al mercado de divisas en el período posterior a la crisis con el anuncio de programas de acumulación de reservas: el de México, en febrero de 2010, y el de Chile, en enero de 2011.

¿Qué tan grandes han sido las compras de divisas? Una comparación aproximada del tamaño relativo de las intervenciones, medidas como porcentaje del PIB, señala que Chile, Guatemala, México y Colombia (en ese orden) tienen un nivel de intervención bajo o moderado. Uruguay y Perú—economías altamente dolarizadas—tienen un nivel de intervención elevado (cuadro 3.1). Datos diarios de reservas (junto a datos de intervención mensuales) sugieren que en ciertos periodos la intervención de Brasil también se ubicó en un nivel elevado (gráfico 3.2).

¿Cuáles son los motivos declarados para intervenir? Los dos argumentos más citados para justificar la intervención han sido: i) acumular reservas internacionales; y ii) contener la volatilidad del tipo de cambio (en algún sentido, como se discute a continuación. Véase también el recuadro 3.2). Reducir la *velocidad* de apreciación es un motivo mencionado en un solo caso de nuestra muestra, y corresponde al Banco Central de Colombia. “Otras”

Gráfico 3.3. La reducción de la volatilidad del tipo de cambio y la acumulación de reservas son las razones anunciadas más frecuentes para intervenir.

Razones para intervenir, 2004–10¹
(Porcentaje de países)



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

¹ Basadas en motivos de intervención *ex post* publicados en declaraciones oficiales de los bancos centrales (por ejemplo, comunicados de prensa, informes anuales, sitios web, etc.) o, en su defecto, declaraciones de objetivos *ex ante*. Promedios del período.

² Incluye América Latina más Australia, India, Indonesia, Israel, Rusia, Tailandia, y Turquía.

³ Incluye Brasil, Chile, Colombia, Costa Rica, Guatemala, México, Perú, y Uruguay.

razones mencionadas, como se resume en el gráfico 3.3, incluyen corregir desalineamientos del tipo de cambio, lidiar con condiciones anormales de mercado y manejar la liquidez de los mercados cambiarios. Estas ‘otras’ motivaciones de intervención son, con frecuencia, poco claras.

La mayoría de los bancos centrales declararon, en algún momento del período analizado, que la intervención tenía como fin fortalecer sus reservas internacionales, en muchos casos indicando simultáneamente que no tenían intención de influir sobre el tipo de cambio (por ejemplo, Chile y México)⁹. Otros bancos centrales (Perú, Colombia y Guatemala) indicaron expresamente que intervinieron para controlar volatilidad excesiva del tipo de cambio, pero (a menos que existiera una regla) no siempre se mencionaron los umbrales utilizados para determinar qué significaba “excesiva”.

⁹ Existe una gran cantidad de trabajos que analizan las razones para la acumulación de reservas internacionales, las que no abordamos en este capítulo. Los lectores interesados en el tema pueden recurrir a FMI (2011d).

Recuadro 3.2. Reglas de intervención cambiaria en la práctica: Algunas experiencias en América Latina

Los bancos centrales de América Latina han utilizado fundamentalmente dos tipos de reglas para realizar compras de divisas: i) reglas basadas en cantidades y ii) reglas basadas en el tipo de cambio.

Reglas basadas en cantidades

Estas reglas generalmente anuncian un periodo de tiempo durante el cual el banco central acumulará reservas, junto con una cantidad determinada de compras de divisas. Un ejemplo reciente es el del Banco Central de Chile, que anunció el 3 de enero de 2011 un programa para acumular US\$12.000 millones en el transcurso de 2011 mediante la compra diaria de US\$50 millones de reservas en subastas competitivas. El banco central explicó que el propósito del programa era acumular reservas.

Reglas basadas en el tipo de cambio

Estas reglas anuncian condiciones en las cuales el comportamiento del tipo de cambio puede disparar compras de divisas por parte del banco central.

Los bancos centrales de Colombia y Guatemala han empleado reglas basadas en el tipo de cambio. Estas reglas especifican un umbral determinado por un promedio móvil del tipo de cambio, y el monto de la intervención ya sea en efectivo o en instrumentos derivados. En Colombia la regla (que funcionó desde 1999 hasta octubre de 2009 inclusive) autorizaba al banco central a subastar US\$180 millones en opciones de venta (que otorgan al tenedor el derecho de vender dólares al banco central) toda vez que el tipo de cambio cayera 5 por ciento por debajo de su valor promedio de los 20 días hábiles anteriores¹. En Guatemala, el banco central comenzó a aplicar una regla similar a partir de 2005. Para 2010 la regla establece subastas para la compra de dólares por hasta US\$32 millones por día cuando el movimiento diario de operaciones lleve el tipo de cambio por debajo del promedio de los 5 días anteriores más una banda de tolerancia de 0,6 por ciento. Ambos bancos centrales explicaron que estas reglas tenían por objeto controlar la volatilidad cambiaria.

México es un ejemplo actual que ilustra la aplicación de una regla basada en el tipo de cambio adoptada para la acumulación de reservas. El 22 de febrero de 2010 las autoridades anunciaron el uso del mecanismo de opciones de venta como medio para acumular reservas². Mediante ese mecanismo se subastan mensualmente US\$600 millones en opciones de venta que otorgan a los tenedores el derecho de vender dólares al banco central, con un precio de ejercicio igual a la tasa interbancaria de referencia (FIX) del día anterior, siempre que esa tasa sea inferior a su promedio de los 20 días anteriores.

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

¹ Esta regla fue reemplazada por un mecanismo de intervención directa mediante subastas. Pueden consultarse las regulaciones vigentes en el sitio web del banco central. Véase también una descripción detallada de estas reglas para el caso de Colombia en Rincón y Toro (2010), Echavarría y otros (2009) y Uribe y Toro (2005).

² Este mecanismo fue utilizado anteriormente por el Banco de México entre 1996 y 2001. Véase Sidaoui (2005).

3. INTERVENCIÓN EN EL MERCADO CAMBIARIO: ¿UNA DEFENSA EFICAZ CONTRA LAS PRESIONES DE APRECIACIÓN?

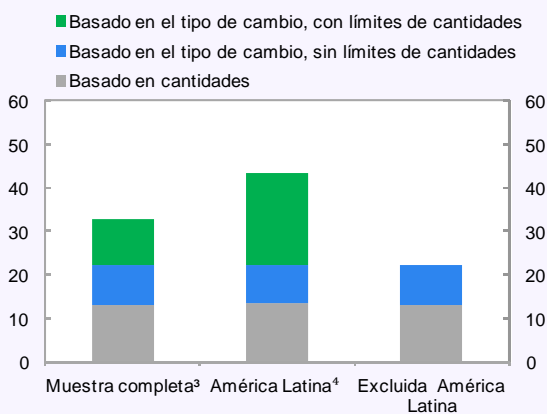
Ningún banco central de la muestra declaró tener una meta de nivel de tipo de cambio asociado a sus políticas de intervención. Cabe mencionar que en una encuesta del BPI del 2005 se reporta que una proporción significativa de bancos centrales de mercados emergentes intervienen para *influir* sobre el nivel de tipo de cambio o para contrarrestar la tendencia de apreciación (BPI, 2005). Aunque esto podría sugerir una tensión entre motivos declarados y motivos reales, es posible que refleje que los objetivos declarados no siempre están definidos con precisión. Por ejemplo, “influir” sobre el tipo de cambio es un término ambiguo, pudiendo referirse al nivel de tipo de cambio, a la tasa de apreciación o a su volatilidad, de alta o baja frecuencia. Es importante destacar que “ir en contra de la tendencia de apreciación” (“lean against the wind”) no significa necesariamente tener como meta un determinado nivel de tipo de cambio, y puede interpretarse como un intento de reducir la volatilidad del tipo de cambio (de baja frecuencia), en el sentido de atenuar lo que se percibe como un ciclo *transitorio* de apreciación excesiva.

¿Los marcos operativos de intervención cambiaria de los bancos centrales se basan en reglas o son discrecionales? En promedio, aproximadamente la tercera parte de los bancos centrales contaron con algún tipo de marco de intervención basado en reglas en algún momento de nuestro período de muestra (gráfico 3.4). En América Latina, la proporción de países con marcos de ese tipo fue ligeramente mayor (casi la mitad). Sin embargo, las reglas de intervención cambiaria no tienen un carácter uniforme. Estas pueden clasificarse en dos grupos principales: “basadas en el tipo de cambio” y “basadas en cantidades”.

Las reglas “basadas en el tipo de cambio” son aquellas en las que la intervención se *activa a partir de un indicador relacionado con el tipo de cambio* (por ejemplo, su variación o volatilidad). Las reglas de volatilidad en Colombia y Guatemala son ejemplos de esto (véase recuadro 3.2). Algunas reglas basadas en el tipo de cambio especifican la cantidad de compra de moneda extranjera, pero otras no.

Gráfico 3.4. Algunos bancos centrales usan reglas, en especial en América Latina.

Marco operativo de intervención, 2004–10^{1,2}
(Porcentaje de países en la muestra)



Fuentes: Cálculos del personal técnico del FMI

¹ Reglas de intervención declaradas según comunicados oficiales de los bancos centrales (por ejemplo, comunicados de prensa, informes anuales, sitios web, etc.). Las reglas de intervención basadas en el tipo de cambio son activadas por algún indicador relacionado con el tipo de cambio (por ejemplo, cambio o volatilidad). Si se especifica el monto de la intervención, se considera que es de un marco “con límites de cantidades”. De lo contrario, se considera que es un marco “sin límites de cantidades”. Las reglas basadas en cantidades especifican un monto de intervención a aplicar a lo largo de un horizonte determinado, junto con cantidades diarias o semanales específicas. Promedios del período.

² Las reglas que utilizan opciones se categorizan como “reglas basadas en el tipo de cambio”, porque es el tipo de cambio el que activa la compra de divisas (se ejerce la opción).

³ Incluye América Latina más Australia, India, Indonesia, Israel, Rusia, Tailandia, y Turquía.

⁴ Incluye Brasil, Chile, Colombia, Costa Rica, Guatemala, México, Perú, y Uruguay.

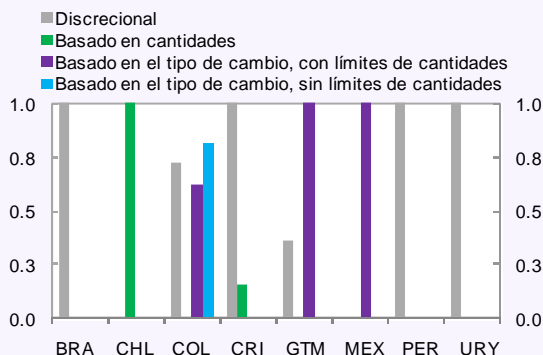
Por otro lado, las reglas “basadas en cantidades” no especifican factores que activen la intervención, pero sí *especifican un monto de intervención* a realizar durante un *horizonte temporal* (junto con los montos de intervención diaria o semanal). Durante el período estudiado, el motivo declarado de estas reglas fue la acumulación de reservas internacionales, como es el caso de las reglas empleadas recientemente en Chile.

Esta taxonomía basada en los marcos de intervención declarados, independientemente de que se hayan realizado operaciones cambiarias o no bajo esos marcos, revela que aproximadamente la mitad de los marcos operacionales basados en reglas en la muestra fue con base en cantidades. En América Latina, se registra una preferencia por las reglas basadas en el tipo de cambio, en especial aquellas que tienen límites de montos (gráfico 3.4).

Gráfico 3.5. A pesar de la popularidad de las reglas, la mayoría de los bancos centrales mantienen cierto grado de discrecionalidad.

¿Cómo intervienen efectivamente los países de América Latina? 2004-10¹

(Intensidad media del uso de cada regla^{2,3})



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

¹ Reglas de intervención declaradas según comunicados oficiales de los bancos centrales (por ejemplo, comunicados de prensa, informes anuales, sitios web, etc.). Las reglas de intervención basadas en el tipo de cambio son activadas por algún indicador relacionado con el tipo de cambio (por ejemplo, nivel, variación o volatilidad). Si se especifica el monto de la intervención, se considera que se trata de un marco operativo "con límites de cantidades". De lo contrario, se considera que se trata de un marco operativo "sin límites de cantidades". Las reglas basadas en el monto especifican un monto de intervención a aplicar a lo largo de un horizonte determinado, junto con los montos de intervención diarios o semanales específicos. Promedios del período.

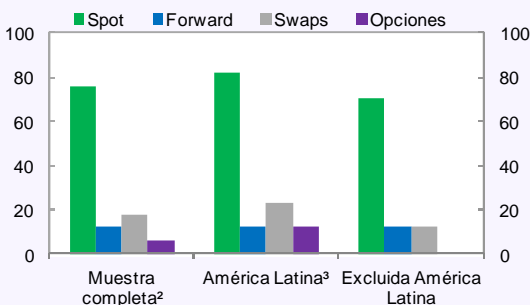
² 1 = siempre y 0 = nunca. La intensidad se refiere a la proporción de días con compras de moneda extranjera en los que el banco central declara que hay una regla específica vigente.

³ Las reglas que utilizan opciones se categorizan como "reglas basadas en el tipo de cambio", porque lo que activa la compra de divisas es el tipo de cambio (se ejerce la opción).

Gráfico 3.6. La intervención ocurre principalmente en el mercado spot.

Instrumentos de intervención, 2004-10¹

(Porcentaje de países)



Fuentes: Cálculos del personal técnico del FMI

¹ Instrumentos de intervención declarados basados en publicaciones basadas en declaraciones de los bancos centrales (por ejemplo, comunicados de prensa, informes anuales, sitios web, etc.). En ciertos casos es posible que se use más de un instrumento, por esa razón, es posible que los totales no sumen 100. Promedios del período.

² Incluye América Latina y Australia, India, Indonesia, Israel, Rusia, Tailandia, y Turquía.

³ Incluye Brasil, Chile, Colombia, Costa Rica, Guatemala, México, Perú, y Uruguay.

Un aspecto adicional a considerar es el marco elegido en los momentos en los cuales de hecho se intervino. A fin de responder esta pregunta, analizamos la utilización de reglas o discreción, condicionada a estar participando en el mercado de divisas (gráfico 3.5). Cuando intervinieron, Chile y México siempre lo hicieron a través de reglas. Colombia y Guatemala también recurrieron a las reglas (con ciertos objetivos en mente), pero al mismo tiempo dejaron espacio para las compras discrecionales. Brasil, Perú y Uruguay no utilizaron reglas.

¿En qué mercado tiene lugar la intervención? El mercado predominante es el mercado al contado ("spot") (gráfico 3.6), posiblemente debido a su mayor grado de liquidez respecto de otros mercados. Sin embargo, a medida que los mercados de derivados se expandieron con el tiempo, algunos bancos centrales incrementaron el uso de estos instrumentos (gráfico 3.7). En la región, Brasil constituye el principal ejemplo del uso de operaciones en el mercado de futuros ("forward") y de swaps¹⁰. Otros dos bancos centrales de la región (los de Colombia y México) han utilizado opciones. Los demás intervinieron exclusivamente en el mercado spot. (Véase el recuadro 3.3, donde se discuten consideraciones para la elección de distintos instrumentos.)

¿Qué tan transparentes son los bancos centrales respecto de sus intervenciones? La mayoría de las economías de mercados emergentes han sido reticentes a publicar información sobre sus operaciones de intervención cambiaria (o series de reservas con alta frecuencia, lo que permitiría inferir la intervención cambiaria). Esto es precisamente lo que restringe la muestra de países en nuestro análisis en varias partes de este capítulo. América Latina es, sin embargo, una de las regiones más transparentes, con un nivel de transparencia que ha aumentado a lo largo de los últimos siete años, en especial si lo comparamos con

¹⁰ A principios de 2011, el Banco Central de Brasil intervino mucho en estos tres mercados. A fines de Febrero, las compras de moneda extranjera al contado, *swap* y futuros totalizaban US\$14.900 millones, US\$6.400 millones y US\$400 millones, respectivamente.

Recuadro 3.3. Instrumentos para la compra de divisas

Los bancos centrales cuentan con una gama de instrumentos con los cuales influir directamente sobre el tipo de cambio, incluyendo las compras de divisas al contado (*spot*), los contratos a plazo (*forwards*), los *swaps* y las opciones¹.

- Las compras de divisas al contado son operaciones para entrega “inmediata”.
- Las compras a plazo implican una compra futura de divisas a un tipo de cambio prefijado. Pueden ser de entrega efectiva (*deliverable*) o no (*non-deliverable*).
- Los *swaps* cruzados de divisas (*cross-currency swaps*) consisten de la compra y venta simultáneas de una moneda por otra en dos fechas diferentes. Las intervenciones con este instrumento se componen de dos partes: i) una compra de divisas al contado, que es revertida mediante ii) una compra futura de divisas al tipo de cambio de contado vigente en ese momento².
- Las opciones de venta (*put*) son contratos que dan al titular el derecho de vender moneda extranjera al banco central bajo ciertas condiciones contingentes (véase también el recuadro 3.2).

El mercado de contado es el más desarrollado en la región, y los bancos centrales lo han considerado tradicionalmente como el mercado natural para las intervenciones (véase los gráficos 3.6 y 3.7).

Aunque los contratos a plazo han sido utilizados solo ocasionalmente en la región, el uso de las opciones tiene una larga historia (en Colombia y México). Los *swaps* de divisas solo han sido utilizados por Brasil (“*cupom cambial*”)³.

Diversos factores pueden influir la decisión de qué instrumentos utilizar. Entre los costos y riesgos a considerar se encuentran: i) el uso de derivados reduce el grado de transparencia de las operaciones del banco central en comparación con las operaciones al contado, debilitando de ese modo el *canal de señales* (aunque esto puede ser subsanado en parte con una política de comunicación clara); ii) impiden ver con claridad cuál es la posición en moneda extranjera del banco central; iii) aunque normalmente no exigen una esterilización inmediata (excepto algunos *swaps* cruzados) y por ello contribuyen a atenuar *ex ante* los costos cuasifiscales de intervenir, su utilización expone al banco central al riesgo de una pérdida repentina de capital, si las intervenciones no logran contener las presiones de apreciación de la moneda, y iv) el uso de derivados conlleva riesgo de contraparte y de liquidez, que pueden ser particularmente pronunciados en los mercados poco profundos. Por el lado de los beneficios: i) las opciones de venta ofrecen la ventaja adicional de funcionar como estabilizadores automáticos del tipo de cambio, ya que se las ejerce solo en condiciones de presiones de apreciación, y los ii) derivados pueden ser liquidados en moneda local y no implican necesariamente el uso de reservas. Esta puede ser una característica conveniente para los bancos centrales que prefieran evitar señales potencialmente negativas del mercado asociadas con las fluctuaciones del nivel de reservas. Del mismo modo, deshacer las posiciones de derivados, una vez que hayan disminuido las presiones de apreciación, parecería ser más fácil que revertir la acumulación de reservas que provocarían las operaciones al contado.

Nota: Este recuadro fue preparado por Gustavo Adler y Camilo E. Tovar.

¹ Otros instrumentos de política, que no son analizados aquí (por ejemplo, los encajes, las tasas de interés), también pueden influir en el tipo de cambio, pero de manera menos directa, y normalmente no son utilizados con este objetivo.

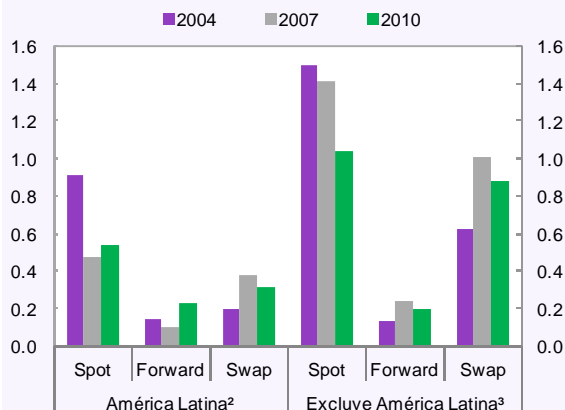
² Los *swaps* cruzados de divisas difieren de los *swaps* de divisas normales. Estos últimos —a menudo emitidos con fines de gestión de liquidez, en lugar de una intervención cambiaria— tienen un componente a plazo que se liquida a un tipo de cambio prefijado, eliminando así el riesgo de tipo de cambio. Un *swap* cruzado de divisas, en cambio, conlleva riesgo cambiario, ya que el componente a plazo se liquida al tipo de cambio vigente al final del contrato, cambiando así la posición en moneda extranjera del banco central y de su contraparte.

³ El “*cupom cambial*” es un derivado similar a un *swap* cruzado de monedas que paga la diferencia entre la tasa de interés local y las variaciones del tipo de cambio entre el real y el dólar de Estados Unidos. Aunque originalmente el banco central tomó la posición abierta larga sobre tasa de interés en reales, recientemente ha pasado a tomar la posición corta sobre tasa de interés en reales para reducir las presiones de apreciación de la moneda.

⁴ Véase Canales-Kriljenko y otros, 2003; Shogo y otros, 2006; y Blejer y Schumacher, 2000.

Gráfico 3.7. El segmento de mercado más líquido es el mercado spot, pero los mercados de derivados se expanden rápidamente.

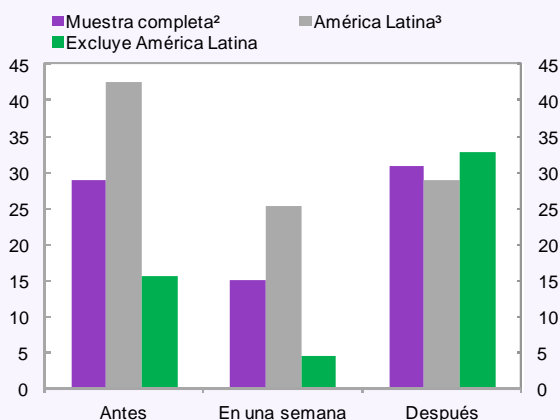
Movimiento diario del mercado cambiario¹
(Porcentaje del PIB)



Fuente: Banco de Pagos Internacionales (BPI).
¹ De acuerdo a las definiciones del BPI.
² Incluye Brasil, Chile, Colombia, México y Perú.
³ Incluye India, Indonesia, Israel, Rusia, Tailandia y Turquía.

Gráfico 3.8. Los bancos centrales de América Latina informan sobre sus intervenciones, inclusive antes que otros bancos centrales.

¿Cuándo se publican los montos de la intervención?¹
(Porcentaje de países)



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI
¹ Publicaciones basadas en declaraciones de los bancos centrales (por ejemplo, comunicados de prensa, informes anuales, sitios web, etc.). En ciertos casos, no queda claro cuándo se publicó la información. Por esa razón, es posible que los totales no sumen 100. Promedios del período.
² Incluye América Latina e India, Indonesia, Israel, Rusia, Tailandia, y Turquía.
³ Incluye Brasil, Chile, Colombia, Costa Rica, Guatemala, México, Perú, y Uruguay.

otras regiones del mundo. Los países de América Latina tienden a publicar información antes que otros países que también publican (gráfico 3.8).

3.4. En busca de los efectos de la intervención cambiaria: Nueva evidencia

En esta sección investigamos los efectos de la intervención cambiaria sobre el tipo de cambio con dos metodologías complementarias: i) un análisis de regresión de panel y ii) un estudio de casos. Un producto derivado del uso de la primera metodología es la posibilidad de obtener información empírica sobre las motivaciones o factores que activan la intervención cambiaria.

Un enfoque econométrico de panel

Un problema fundamental al momento de evaluar la efectividad de la intervención cambiaria radica en controlar por el carácter endógeno de las variaciones en los tipos de cambio y la intervención, ya que esta última tiende a reaccionar ante las primeras (véase la discusión sobre canales de transmisión y una breve revisión de la bibliografía en los recuadros 3.4 y 3.5). La estrategia econométrica utilizada en esta sección aborda este problema concentrándose en episodios en los que hubo shocks globales suficientemente grandes y que han estado acompañados de presiones de apreciación en los mercados emergentes. De este modo se procede a estimar el efecto de la intervención¹¹ en una configuración de panel que saca ventaja de la reacción heterogénea que tienen los distintos bancos centrales frente a estos shocks. En forma similar a otros estudios, se sigue un procedimiento de estimación en dos etapas. En la primera se estima una función de reacción de intervención específica de cada país que permite distintos comportamientos entre países. Mientras que en la segunda se usa los valores predichos de la función de reacción como instrumentos para estimar por

¹¹ El análisis es asimétrico, centrándose solo en las intervenciones de acumulación de reservas (esto es, compra de divisas u operaciones con derivados con efectos similares).

Recuadro 3.4. Canales de transmisión de la intervención cambiaria sobre tipo de cambio

La forma y el grado en el cual la intervención cambiaria puede afectar el tipo de cambio no es obvio a priori. Cualquier efecto incipiente que pueda alejar la moneda de su valor de equilibrio (es decir, aquel determinado por fundamentos o percepciones que de ellos tiene el mercado) debería ser neutralizado por el arbitraje de los agentes privados. Por lo tanto, se necesita alguna forma de fricción de mercado para que la intervención esterilizada¹ tenga un impacto en el tipo de cambio. La literatura ha identificado tres fricciones de mercado (canales de transmisión)²:

Un canal de portafolio, que funciona cuando los activos domésticos y extranjeros no son sustitutos perfectos, y la prima de riesgo aumenta con la oferta de los primeros. Las intervenciones cambiarias aumentan precisamente el total de activos internos (ya sea base monetaria o instrumentos de esterilización) elevando potencialmente la prima de riesgo y, a través del arbitraje, depreciando la moneda.

Un canal de información o señales. Mediante sus intervenciones cambiarias, el banco central puede potencialmente emitir señales sobre sus intenciones futuras de política. Por ejemplo, podría indicar su voluntad de ajustar la orientación monetaria (es decir, reducir las tasas de interés) para impedir una mayor apreciación de la moneda. Las perspectivas de un tipo de cambio más bajo normalmente determinarían una depreciación en el mercado de contado (*spot*). La esterilización con instrumentos que devenguen intereses puede reforzar este canal aumentando el beneficio financiero de reducir tasas de interés. Las intervenciones (o incluso las simples operaciones “de boca abierta”, es decir, anuncios o declaraciones de intención) también pueden contribuir a coordinar las expectativas del mercado acerca del nivel apropiado del tipo de cambio, si los participantes del mercado creen que el banco central tiene una ventaja informativa a este respecto.

Un canal de microestructura. En algunos estudios se ha sostenido que la estructura del mercado cambiario puede influir en la eficacia de las intervenciones, dado que las fricciones microeconómicas pueden afectar el grado en que la información incorporada en las operaciones del banco central (suponiendo que existe una ventaja informativa) llega a los participantes del mercado y forma sus expectativas.

Determinar si estos canales funcionan en la práctica, o en qué medida lo hacen, es un tema pendiente en la literatura, ya que la evidencia empírica sobre la eficacia de la intervención, y mucho menos aun sus canales, sigue sin arrojar respuestas concluyentes.

Nota: Este recuadro fue preparado por Gustavo Adler.

¹ Este análisis se refiere exclusivamente a intervenciones esterilizadas, dado que puede afirmarse que el efecto de las operaciones no esterilizadas sobre el tipo de cambio es más directo, porque la expansión de la oferta monetaria (más allá de un crecimiento del dinero que sea coherente con las metas de inflación) naturalmente provocaría una pérdida de valor de la moneda nacional, incluyendo a través de una depreciación. En otros términos, las intervenciones no esterilizadas pueden considerarse como dos medidas de política distintas aplicadas al mismo tiempo: una relajación de la política monetaria junto con (o por medio de) una intervención cambiaria.

² Véase un análisis más detallado en BPI, 2005; Canales-Kriljenko y otros, 2006; y Disyatat y Galati, 2007.

Recuadro 3.5. Estudios empíricos recientes sobre intervención cambiaria en América Latina

Existe una literatura empírica relativamente extensa sobre la intervención cambiaria que abarca dos cuestiones: i) los motivos de la intervención, y ii) la eficacia de la misma¹. La mayor parte de esos estudios se concentran en las economías avanzadas¹. En este recuadro se repasan brevemente los temas principales de investigación y se destacan los estudios pertinentes a América Latina.

Estudios que examinan los motivos de la intervención cambiaria.

Esta línea de investigación se apoya en encuestas, extrayendo conclusiones de las prácticas declaradas (Neeley, 2008; BPI, 2005; y Canales-Kriljenko, 2003) o las infiere estimando una función de reacción para la intervención cambiaria (véase Taylor y Sarno, 2001). Pocos estudios han estimado esas funciones de reacción para América Latina. La evidencia para Colombia indica que el objetivo principal del banco central es desacelerar la apreciación de la moneda, y en un episodio específico el banco central respondía a una frecuencia más alta de la volatilidad del tipo de cambio (Kamil, 2008). En el caso de Perú, se ha observado que las políticas de intervención cambiarias responden a la volatilidad del tipo de cambio—consistente con los objetivos declarados por el banco central (Humala y Rodríguez, 2008). Específicamente, se encuentra que las compras promedio de divisas son ocho veces más pequeñas cuando la volatilidad del tipo de cambio es baja. Posiblemente el estudio más completo es el de González (2009), quien utiliza datos de intervención diaria para analizar motivos de intervención en el caso de Brasil, Colombia, Perú y Uruguay. González observa que en el caso de Brasil, el objetivo principal es contener una apreciación fuerte; Colombia interviene para prevenir desvíos del tipo de cambio respecto de una tendencia; Perú reacciona ante una serie de indicadores de presión cambiaria, y Uruguay busca atenuar la volatilidad.

Estudios sobre la efectividad de la intervención

Otra línea de investigación estudia la efectividad de la intervención estimando una ecuación de comportamiento del tipo de cambio en la que se identifica el efecto de las intervenciones del banco central. El principal reto de este enfoque es resolver el sesgo de endogeneidad (por ejemplo véase Kerns and Rigobon, 2005). Se han propuesto tres soluciones principales: i) rezagar la variable que mide la política de intervención. Desafortunadamente, en mercados eficientes, esto puede distorsionar seriamente los resultados; ii) usar ecuaciones simultáneas o un método de estimación de dos etapas que modele simultáneamente el tipo de cambio y la función de reacción de la intervención; y por último, iii) un método más coherente es un enfoque que utilice una variable instrumental. La práctica habitual es utilizar como un instrumento el valor de predicción de la intervención que se obtiene de estimar una función de reacción de la intervención (como se hace en este capítulo).

Diversos estudios relativos a la región se concentran en la efectividad de la intervención cambiaria (por ejemplo, Tapia y Tokman, 2005, para Chile; o Rincón y Toro, 2010; y Kamil, 2008, para Colombia). Estos trabajos utilizan datos diarios de intervención y en general identifican un cierto impacto de la intervención sobre el tipo de cambio. Sin embargo, generalmente estos efectos no son directos. Por ejemplo, al analizar la experiencia de Chile con la intervención cambiaria a comienzos de la década, Tapia y Tokman (2005) encuentran que la intervención no tiene ningún efecto en el nivel o la variación del tipo de cambio. En cambio, los anuncios de política sí tienen un efecto estadísticamente significativo, al inducir una apreciación de la moneda que oscila entre 1,5% y 3%. En un estudio reciente relativo a Colombia se observa que las intervenciones no

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

¹ Pocos estudios analizan la experiencia de las EME usando datos reales sobre la intervención. Véase un panorama general en Disyatat y Galati (2007). Véanse en FMI (2007) un análisis comparativo de distintos países de Asia; y en Dominguez y otros (2010) o Melvin y otros (2009) estudios recientes aplicados a las economías en transición. Por último, en Jara y otros (2009) se presenta un análisis de la intervención durante el período de crisis.

tienen efecto en el nivel del tipo de cambio y, en todo caso, aumentan su volatilidad (Rincón y Toro, 2010). No obstante, cuando se las complementa con controles de capital, las intervenciones cambiarias no solo tienen un efecto sobre el tipo de cambio sino que además no tienen un efecto adverso sobre la volatilidad del tipo de cambio. Un aspecto clave es que estos efectos son de corta duración y su importancia económica varía en el tiempo, siendo más importante después de 2008. En otro estudio relativo a Colombia también se observó que la eficacia de la intervención cambiaria puede depender también de su coherencia con la orientación de la política monetaria (Kamil, 2008). En particular, se muestra que las compras de divisas pueden ser eficaces para depreciar el tipo de cambio si la política monetaria se encuentra en su ciclo de distensión (una intervención de US\$30 millones induce una depreciación diaria de 0,23%), pero no lo son cuando la política monetaria es contractiva. El razonamiento intuitivo se relaciona con el impacto de la tasa de interés en los flujos de capital: las tasas de interés más altas estimulan entradas de capital, creando apuestas unilaterales del mercado a la apreciación del tipo de cambio. De ahí se concluye que, para lograr el efecto deseado, las intervenciones cambiarias de compra de divisas han de ser coherentes con la expectativa del mercado acerca de la política monetaria.

métodos de panel una ecuación de comportamiento de el tipo de cambio y que lo vincula a la intervención cambiaria. Concentrándose en lapsos de tiempo cortos, en los que es menos probable que los shocks idiosincráticos no observables sean grandes (al menos en relación al shock mundial, sobre la base del cual se identifica el episodio) se reduce el problema de endogeneidad y se logra identificar el efecto de la intervención cambiaria.

El análisis se concentra en 15 países para los que se cuenta con datos semanales sobre intervención o reservas internacionales. Esos países incluyen Australia, Brasil, Chile, Colombia, Costa Rica, Guatemala, India, Indonesia, Israel, México, Perú, Rusia, Tailandia, Turquía y Uruguay.

Factores que activan la intervención cambiaria

El primer paso para analizar la efectividad de la intervención cambiaria (y de paso obtener cierta información sobre los motivos de intervención) es estimar las funciones de reacción de cada banco central para los 11 países de la muestra¹². El modelo busca

¹² Los países con reglas basadas en cantidades preanunciadas (o sin intervención) durante la mayor parte del período (Chile, Israel, México y Turquía) no cuentan con suficiente varianza en sus intervenciones para estimar la función de reacción.

capturar el rol que juegan diversos factores a la hora de determinar que los bancos centrales intervengan, o lo hagan con más intensidad, en el mercado de divisas¹³. (En el anexo 3.2 se discuten detalles sobre la especificación y la metodología). En particular, el modelo analiza la sensibilidad de la intervención (expresada como porcentaje del PIB) con respecto a:

- i) Variaciones de corto plazo (una semana) en el tipo de cambio.
- ii) La velocidad de apreciación en los últimos 30 días, con el fin de reflejar presiones más persistentes¹⁴.
- iii) El nivel del tipo de cambio real (respecto de un valor de equilibrio estimado).
- iv) La volatilidad del tipo de cambio en la última semana¹⁵.

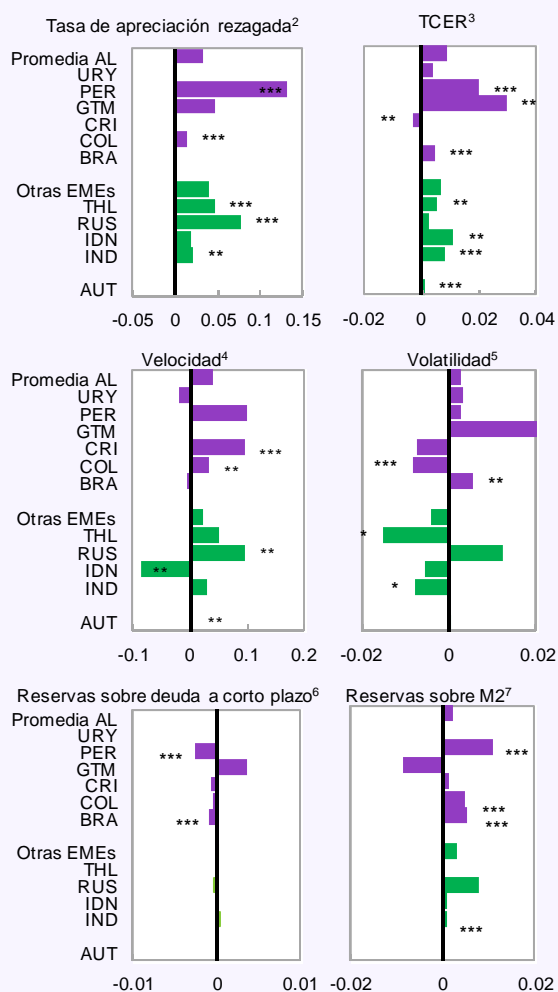
¹³ Véase también González (2009), donde se presenta un análisis de los motivos de intervención en América Latina.

¹⁴ Se exploran varios indicadores, incluidas la variación del tipo de cambio en 30 días, y la pendiente de 30 días de la tendencia (Hodrick-Prescott) estimada recursivamente.

¹⁵ También se exploran indicadores de volatilidad alternativos, como la desviación estándar de los cambios diarios en el tipo de cambio; y un indicador de variancia depurada de la variancia generada por la tendencia (lo que implica calcular la variancia del tipo de cambio respecto de la tendencia Hodrick-Prescott y no respecto del promedio del período).

Gráfico 3.9. La intervención parece responder a diversos factores, incluidos algunos vinculados al tipo de cambio.

Función de reacción del banco central
Coeficientes seleccionados¹



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI

¹ Resultados de un modelo Tobit estimado para cada país individualmente, sobre la base de datos semanales no superpuestos, a lo largo del período para el que se cuenta con datos sobre intervención o reservas con una frecuencia, por lo menos, semanal. Los resultados deben interpretarse como preferencias “promedio” a lo largo del período de la muestra, 2004-10. Por esa razón, es posible que no reflejen preferencias u objetivos actuales. Se presentan más detalles en el anexo 3.2.

² Tasa de apreciación del tipo de cambio (bilateral con dólar de Estados Unidos) rezagada.

³ Desviación del tipo de cambio real efectivo respecto del valor de equilibrio estimado, sobre la base del historial de evaluaciones del Grupo Consultivo sobre Tipos de Cambio. En el caso de Costa Rica, Guatemala, Perú y Uruguay, se utiliza una medida de desviación del tipo de cambio real efectivo respecto de su promedio móvil de 5 años, dado que no se dispone de estimaciones de tipo de cambio de equilibrio.

⁴ Tasa de apreciación de los últimos 30 días.

⁵ Volatilidad de la última semana.

⁶ Reservas como porcentaje de la deuda externa de corto plazo sobre la base del vencimiento residual (respecto de otras economías de mercado emergentes incluidas en la muestra).

⁷ Reservas como porcentaje del agregado monetario M2 (respecto de otras economías de mercado emergentes incluidas en la muestra).

v) Dos indicadores sobre el nivel apropiado de reservas internacionales (reservas como porcentaje de la deuda externa de corto plazo y como porcentaje del agregado monetario M2), que tienen como fin capturar posibles motivos precautorios en la intervención cambiaria¹⁶.

Los resultados de la estimación sugieren que los bancos centrales han intervenido por diversas razones (gráfico 3.9)¹⁷. En particular, si bien muchos han intervenido como respuesta a la desalineación del tipo de cambio (Costa Rica, Uruguay y Rusia como principales excepciones), pocos países parecen haber respondido a la velocidad de apreciación (Colombia, Costa Rica y Rusia). Varios países, dentro y fuera de la región, han sido bastante sensibles a movimientos de apreciación de corto plazo (una semana). Dentro de la región, Perú mostró una sensibilidad muy alta a estos movimientos de corto plazo, seguido, a una distancia considerable, por Colombia. Al mismo tiempo, hay poca evidencia que sugiera que la *volatilidad* dentro de una misma semana haya activado la intervención (Brasil siendo la única excepción)¹⁸. La evidencia sobre motivos precautorios es débil (e inclusive algunos coeficientes adoptan signos opuestos a los esperados)¹⁹. En general (y posiblemente por construcción) las funciones de reacción estimadas explican relativamente bien las tendencias, pero no así los movimientos extremos de alta frecuencia de la intervención cambiaria, que se suele observar en los datos²⁰.

¹⁶ Las razones se miden respecto de los demás países de la muestra a fin de enfatizar la importancia de las razones relativas, y no absolutas—algo destacado recientemente en los trabajos sobre acumulación de reservas.

¹⁷ Los resultados de la función de reacción deben interpretarse como producto del comportamiento “promedio” en el período de muestra, por lo que es posible que no reflejen preferencias actuales.

¹⁸ Algunos países tienen coeficientes negativos, lo que puede reflejar causalidad invertida (es decir, la intervención reduce la volatilidad).

¹⁹ Esto puede reflejar parcialmente la poca variación de los coeficientes de reservas.

²⁰ Esto probablemente refleja que la mayoría de las variables incluidas en el lado derecho de la regresión se mueven con

(continúa)

Efectos de la intervención cambiaria

Para evaluar los efectos de la intervención, cambiaria estimamos una ecuación que vincula los movimientos del tipo de cambio con la intervención de los bancos centrales²¹. A fin de mitigar el problema de endogenidad, la variable de intervención se instrumenta utilizando el valor “sombra” de la intervención obtenido a partir de los valores predichos del ejercicio anterior²². La ecuación de tipo de cambio incorpora algunos controles (diferencial de tasa de interés, márgenes soberanos, shocks de precios de materias primas y el tipo de cambio de Estados Unidos ponderado en función de su comercio), e incluye efectos específicos de cada país. La estimación se hace en primera y segunda diferencias, a fin de estudiar los posibles efectos sobre la tasa (velocidad) y el ritmo (aceleración) de apreciación. La metodología se discute en detalle en el Anexo 3.2.

El modelo se estima en una configuración de panel, con una muestra de 15 países, a lo largo de seis episodios de interés de 12 semanas cada uno (comunes para todos los países); y 12 observaciones semanales por episodio y por país. Los seis episodios comunes se identifican a partir de movimientos aparentes en las condiciones financieras mundiales: bajas marcadas en el tipo de cambio de Estados Unidos ponderado en función de su estructura de comercio (DXY) que mueven el índice al menos una desviación estándar por debajo de su tendencia (estimada con un filtro de Hodrick-Prescott) (gráfico 3.10). Este indicador es una buena

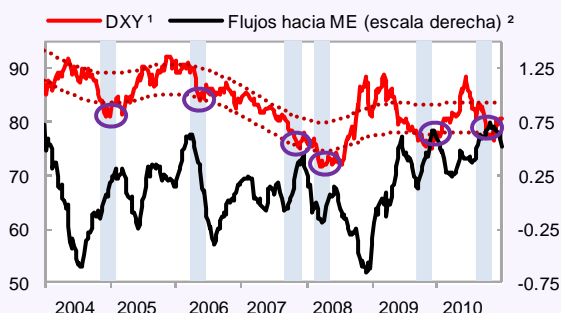
relativa lentitud (a excepción del tipo de cambio y la volatilidad rezagada). As su vez, esta especificación permite construir una variable instrumental para la ecuación de tipo de cambio que tenga menos correlación con movimientos de tipo de cambio contemporáneos (al capturar motivos de intervención que responden principalmente a tendencias, y no a shocks de alta frecuencia).

²¹ La teoría económica y los trabajos anteriores sobre el tema ofrecen poca guía respecto a cómo modelar determinantes del tipo de cambio. Optamos por una especificación sencilla, como se indica en el Anexo 3.2.

²² En países con reglas preanunciadas basadas en cantidades, se utilizan los datos actuales de intervención (para detalles adicionales véase Anexo 3.2).

Gráfico 3.10. Nos concentramos en seis episodios de “shocks” de debilitamiento del dólar de Estados Unidos, que coincidieron con aumentos marcados en los flujos hacia fondos de activos de mercados emergentes . . .

Tipo de cambio de Estados Unidos ponderado en función de su comercio (DXY) y flujos a fondos de activos de economías de mercados emergentes



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

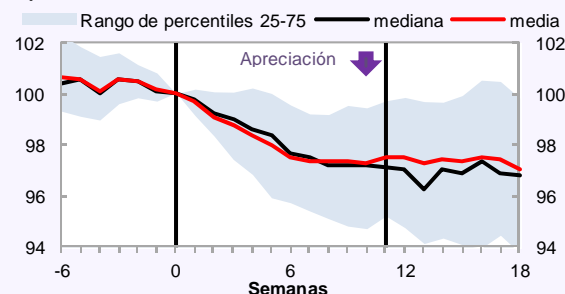
¹ Tipo de cambio de Estados Unidos, ponderado en función de su estructura de comercio, índice 2000 = 100.

² Promedio móvil de las 12 semanas anteriores, como porcentaje del total de activos gestionados.

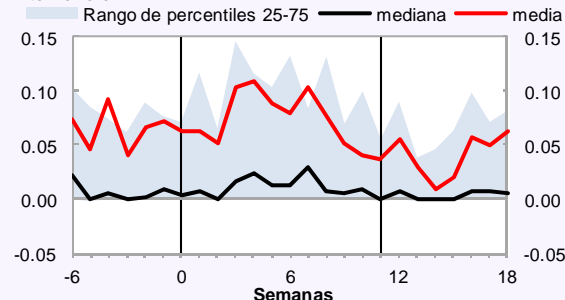
Gráfico 3.11. . . esos shocks mundiales fueron acompañados por apreciación y aumento de la intervención.

Intervención y tipo de cambio durante episodios identificados¹

Tipo de cambio²



Intervención³



Fuentes: Cálculos del personal técnico del FMI.

¹ Episodios de shocks globales identificados sobre la base de movimientos en el tipo de cambio de Estados Unidos ponderado en función de su estructura de comercio (DXY).

² Moneda local por dólar de EE.UU., índice $t_0 = 100$.

³ Como porcentaje del PIB.

Cuadro 3.2. Efectividad de la intervención¹

Regresores	Modelo base (sin controles) ²		Modelo base (con controles) ³	
	Variable dependiente			
	Apreciación ⁵	Ritmo de apreciación ⁶	Apreciación ⁵	Ritmo de apreciación ⁶
Muestra de países:	Todos los países			
	I	II	III	IV
<i>Diferencial de tasas de interés⁷</i>				
<i>Primera diferencia</i>			0.24 *	0.35 *
			(1.73)	(1.77)
<i>Diferencial de tasas de bonos soberanos⁸</i>				
<i>Primera diferencia</i>			-0.14 ***	-0.14 ***
			(6.41)	(4.36)
<i>Intervención</i>				
<i>Monto⁹</i>	0.16	-2.78 ***	0.08	-2.86 ***
	(0.30)	(-3.83)	(0.16)	(4.05)
R cuadrado				
intra-panel ('within')	0.00	0.01	0.20	0.15
entre-panel ('between')	0.10	0.02	0.24	0.04
global	0.00	0.01	0.20	0.12
Número de observaciones	1024	1024	964	964
Número de países	15	15	15	15
Probabilidad > F	0.7678	0.7619	0.0000	0.0000

Fuente: cálculos del personal técnico del FMI.

¹ Resultados de estimación en panel con efectos fijos de la ecuación del tipo de cambio. Estadístico t informado entre paréntesis. *** indica que el resultado es significativo en el nivel de 1%; **, en el nivel de 5%; y *, en el nivel 10%. Véase el anexo 3.2 para más detalles.

² Sin otros controles en la regresión.

³ Se incluyen otras variables de control (precios de materias primas y DXY) en la regresión, pero no se reportan en el cuadro ya que se permite que los efectos sean específicos para cada país.

⁵ La variable dependiente es la primera diferencia del nivel, o tasa de apreciación (valores positivos de la variable indican apreciación).

⁶ Segunda diferencia del tipo de cambio o ritmo de apreciación.

⁷ Tasa de interés de política monetaria doméstica (o tasa interbancaria), menos tasa de fondos federales de EE.UU.

⁸ Margen a cinco años de swaps de riesgo de incumplimiento del deudor ('CDS spread') o margen del índice de bonos de los mercados emergentes mundiales ('EMBI spread') si el primero no está disponible.

⁹ Monto de intervención como porcentaje del PIB.

variable representativa del apetito de riesgo (similar al índice VIX), por lo que identifica episodios que suelen coincidir con períodos en los que los flujos a fondos de activos de mercados emergentes son relativamente altos, en relación con valores anteriores, o estaban aumentando rápidamente. Tal como se esperaba, estos episodios estuvieron asociados a una apreciación más marcada de las monedas de los mercados emergentes en nuestra muestra (Gráfico 3.11). También hay evidencia que los países respondieron con un mayor nivel de intervención cambiaria durante estos episodios, aunque el patrón de comportamiento es más bien variado²³.

²³ Esto refleja precisamente las diferencias de comportamiento que permiten identificar el efecto de la intervención en el ejercicio econométrico.

Los resultados econométricos no detectan un impacto inmediato de la intervención cambiaria sobre la tasa de apreciación, pero encuentran un efecto estadísticamente significativo sobre el ritmo (aceleración) de apreciación (Cuadro 3.2). Las estimaciones puntuales de su coeficiente sugieren que un incremento del 0.1 por ciento del PIB en intervención (alrededor del tamaño promedio de la intervención durante los episodios identificados) produciría, en una semana, una desaceleración del 0.3 por ciento en el ritmo de apreciación (en relación a un país que no interviene)²⁴.

Una mirada a los efectos de diversas modalidades de intervención (Cuadro 3.3) ofrece una serie de

²⁴ Esto debe interpretarse como efecto promedio. Es posible que otras características de los países no incluidas en la estimación (por ejemplo, el tamaño del mercado de divisas) también tengan un papel en determinar el grado de eficacia de la intervención.

Cuadro 3.3. Factores que afectan la efectividad de la intervención¹

Regresores	Modalidades de intervención			Integración financiera			Comparaciones regionales			Desalineación del tipo de cambio		
	Variable dependiente						Ritmo de apreciación ²					
	Muestra de países:			Muestra de países:			Muestra de países:			Muestra de países:		
	I	II	III	IV	V	VI	ME AL VII	ME Asia VIII	Otras EME IX	Todos X	ME AL XI	ME Asia XII
<i>Diferencial de tasas de interés³</i>												
<i>Primera diferencia</i>	0.36 * (1.79)	0.35 * (1.74)	0.35 * (1.77)	0.37 * (1.86)	0.38 * (1.89)	0.37 * (1.85)	0.16 (0.67)	1.31 ** (2.48)	0.69 (1.44)	0.33 (1.63)	0.26 (0.80)	1.35 ** (2.56)
<i>Diferencial de tasas de bonos soberanos⁴</i>												
<i>Primera diferencia</i>	-0.14 *** (4.32)	-0.14 *** (4.36)	-0.14 *** (4.36)	-0.13 *** (4.31)	-0.13 *** (4.24)	-0.13 *** (4.23)	-0.27 *** (-5.06)	-0.03 (-1.04)	-0.35 *** (-2.84)	-0.14 *** (4.42)	-0.33 *** (5.84)	-0.03 (-1.09)
<i>Intervención</i>												
<i>Monto⁵</i>	-2.98 *** (3.88)	-4.13 ** (2.53)	-2.86 *** (4.02)	-4.86 *** (4.60)	-9.00 *** (-4.41)	-9.44 (3.50)	-1.81 ** (-2.14)	-7.91 *** (-5.44)	-2.82 (-1.60)	-2.13 *** (-3.18)	-1.52 * (-1.87)	-7.16 *** (-4.54)
<i>Variable dicotómica (dummy) de intervención⁶</i>	0.06 (0.37)											
<i>Interacción con variables dicotómicas (dummies) de modalidades</i>												
<i>Mémo discrecional⁷</i>		1.34 (0.86)										
<i>Reglas con montos preanunciados⁸</i>			-0.02 (0.00)									
<i>Transparencia⁹</i>				3.05 ** (2.54)								
<i>Interacción con var. dicotómica de apertura de cuenta de capital¹⁰</i>					7.74 *** (3.20)	9.07 (1.57)						
<i>Interacción con var. dicotómica de desalineación del TCER¹¹</i>												
R cuadrado	0.15	0.15	0.15	0.15	0.16	0.16	0.13	0.31	0.16	0.15	0.17	0.31
intra-panel (within)	0.04	0.03	0.04	0.03	0.05	0.05	0.00	0.87	0.10	0.09	0.00	0.86
entre-panel (between)	0.12	0.12	0.12	0.11	0.11	0.12	0.11	0.21	0.16	0.11	0.15	0.21
global												
Número de observaciones	964	964	964	964	964	964	549	175	216	964	481	175
Número de países	15	15	15	15	15	15	8	3	3	15	7	3
Probabilidad > F	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0003	0.0000	0.0017	0.0000	0.0000	0.0000

Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.
¹ Resultados de estimación en panel con efectos fijos de la ecuación de tipo de cambio. Estadísticos t entre paréntesis. *** indica que el resultado es significativo en el nivel de 1%; ** en el nivel de 5%; y * en el nivel de 10%. Se incluyen otras variables de control (precios de materias primas y DXY) en la regresión, pero no se reportan en el cuadro. Se presentan más detalles en el anexo 3.2.
² Segunda diferencia del tipo de cambio o aceleración.
³ Tasa de interés de política monetaria doméstica (o tasa interbancaria), menos tasa de fondos federales de EE.UU.
⁴ Margen a cinco años de swaps de riesgo de incumplimiento del deudor (CDS spread) o margen del índice de bonos de los mercados emergentes mundiales (EMBI spread) si el primero no está disponible.
⁵ Monto de intervención como porcentaje del PIB.
⁶ Variable dicotómica que adopta el valor de 1 si el monto de intervención es positivo.
⁷ Variable dicotómica que adopta el valor de 1 si el marco permite intervenciones discrecionales.
⁸ Variable dicotómica para marcos con reglas (preanunciadas) basadas en cantidades.
⁹ Variable dicotómica basada en si las intervenciones se preanuncian o se publican (ex post) dentro de un plazo de una semana.
¹⁰ Sobre la base del índice de Chinn-ito de apertura de la cuenta de capital (normalizado para que adopte un valor de entre 0 y 1).
¹¹ Variable dicotómica de desalineación de tipo de cambio real efectivo, sobre la base de la diferencia entre el nivel de este indicador y su promedio móvil retrospectivo de cinco años. La variable adopta un valor de 1 si la brecha supera una sobrevaluación del 10 por ciento.

resultados adicionales interesantes:

- Los montos de la intervención parece importar más que la mera presencia del banco central en el mercado de divisas (columna I). Este resultado podría sugerir que el canal de señales es débil o que es posible que las intervenciones pequeñas no sean suficientes para enviar señales sobre intenciones de política.
- Las regresiones no muestran evidencia que sugiera que la efectividad dependa de si las intervenciones se realizan en marcos basados en reglas (incluidos aquellos con montos preanunciados) o en marcos discrecionales (columnas II y III)²⁵.
- La transparencia de las operaciones cambiarias (medida según los datos sobre intervención se publican dentro de un plazo de una semana después de la operación) parece *debilitar* el efecto sobre el tipo de cambio (columna IV), aunque este resultado parece reflejar otras características de los países que están correlacionadas con la transparencia (véase el siguiente punto).
- La efectividad de la intervención depende en gran medida del grado de integración financiera del país con el resto del mundo, según lo refleja la interacción con el índice de Chinn-Ito de apertura de la cuenta de capital (columna V)²⁶: una mayor integración financiera parece reducir la eficacia de la intervención. Resulta interesante destacar que, si se controla por el grado de integración financiera, la variable de transparencia (columna VI) deja de ser significativa, lo que sugiere que existe una correlación significativa entre el grado de apertura y la transparencia de las operaciones de intervención. Sin embargo, el coeficiente puntual de la variable de integración financiera continua siendo alto,

mientras que el de la variable de transparencia baja marcadamente.

- Un desglose por región sugiere efectos significativamente más altos en Asia que en América Latina, lo que guarda coherencia con un mayor grado de integración financiera en la segunda región (columnas VII–IX).
- Las intervenciones son más eficaces cuando hay señales de que la moneda pudiera estar sobrevaluada (específicamente, cuando ya se ha apreciado significativamente respecto de la historia reciente). Ese resultado es especialmente pronunciado en América Latina (columnas X–XII).

Efectividad: Análisis de caso de cambios de régimen

Los anuncios de cambios de régimen de política cambiaria brindan una oportunidad para detectar los efectos de la intervención sobre el tipo de cambio, a través de la observación del comportamiento de este último durante intervalos breves posteriores al anuncio de política²⁷. La idea es evitar los problemas de las estimaciones econométricas tradicionales, que pueden verse empañadas por problemas de endogeneidad²⁸. Por otra parte, si los mercados son prospectivos y la mayoría de las intervenciones no toman enteramente por sorpresa a los mercados, es posible que las estimaciones tradicionales no detecten el verdadero efecto de la intervención. Centrarse en los casos de anuncios de política (inesperados) evita también ese problema. Teniendo en cuenta esto, nos concentramos en los cambios de política que suponen un aumento considerable de las magnitudes actuales de intervención, o un cambio claro y sin precedentes cercanos en la política

²⁵ Este resultado es consistente con resultados de trabajos anteriores que indican que no hay evidencia clara de una diferencia, en términos de eficacia, entre intervenciones basadas en reglas e intervenciones discrecionales (véase Fatum y King, 2005).

²⁶ Véase Chinn e Ito, 2008.

²⁷ La longitud adecuada del intervalo es una cuestión por resolver. Aunque un intervalo largo podría brindar más información sobre la persistencia de los efectos, los intervalos cortos ofrecen más garantías de que no aparecerán otros factores (nuevas perturbaciones domésticas o globales) que contaminen la comparación.

²⁸ Los cambios de régimen poco frecuentes, por definición, no dependen de perturbaciones contemporáneas y, por lo tanto, es poco probable que surjan problemas de endogeneidad.

cambiaría, dado que es poco probable que cambios marginales o recurrentes produzcan un impacto significativo.

Una primera comparación del comportamiento del tipo de cambio doméstico con los de un grupo de países semejantes, centrada en casos recientes de cambios *significativos* de régimen de política sugiere que estos pueden tener un impacto visible sobre la moneda, ya sea depreciándola o introduciendo un cambio en su tendencia. Algunos ejemplos son (Gráfico 3.12):

- El anuncio por parte del Banco Central de Chile en abril de 2008, después de un largo período sin presencia en el mercado de divisas, de un programa de acumulación de reservas internacionales a través de la compra de divisas²⁹.
- El anuncio de un nuevo programa de compra discrecional de divisas en Colombia (junio de 2008).
- Existen otros casos de cambios de regímenes, dentro y fuera de la región, que presentan patrones similares. El nuevo programa de México de subasta de opciones de divisas, lanzado en febrero de 2010, parece ser la excepción (probablemente reflejando el uso de opciones de venta como instrumento principal; no se muestra).
- Al mismo tiempo, cambios de políticas marginales y frecuentes (no se muestran) no tienen un impacto económico perceptible en el tipo de cambio.

El análisis se refina comparando el tipo de cambio propio del país con una moneda hipotética o 'sintética' (el promedio ponderado de otras monedas) con ponderaciones que surgen de la regresión del tipo de cambio del país contra los tipos

²⁹ Chile, al igual que otras economías de mercados emergentes, acumuló una cantidad significativa de activos externos en estos últimos años. No obstante y a diferencia de la mayoría de las economías emergentes, esto se logró a través del ahorro fiscal y no mediante intervenciones del banco central, lo que evitó la acumulación de los pasivos internos observados en otros países (véase también la sección sobre costos cuasifiscales).

de cambio de otras economías de mercados emergentes y avanzados de nuestra muestra³⁰. Este enfoque permite encontrar un elemento 'sintético' de comparación más informativo (que el promedio de países vecinos utilizado anteriormente) proporcionando un mejor valor contrafactual. También permite capturar información incorporada en el comportamiento de otros tipos de cambio sobre los shocks globales no observables, y que podrían afectar al país en estudio tras el anuncio de cambio de régimen, llevando así a conclusiones erróneas sobre los efectos del cambio de política. El modelo de moneda sintética se estima usando mínimos cuadrados ordinarios (MCO) para cada evento, tomando un período de 180 días anteriores al mismo. Los coeficientes estimados y los tipos de cambio observados en otros países se utilizan para predecir (pronóstico condicional) el tipo de cambio propio del país con posterioridad al evento³¹. La diferencia entre el tipo de cambio predicho y el observado se interpreta como el impacto del cambio de política, aunque el horizonte respecto del cual se debe realizar la evaluación es una cuestión sin resolver.

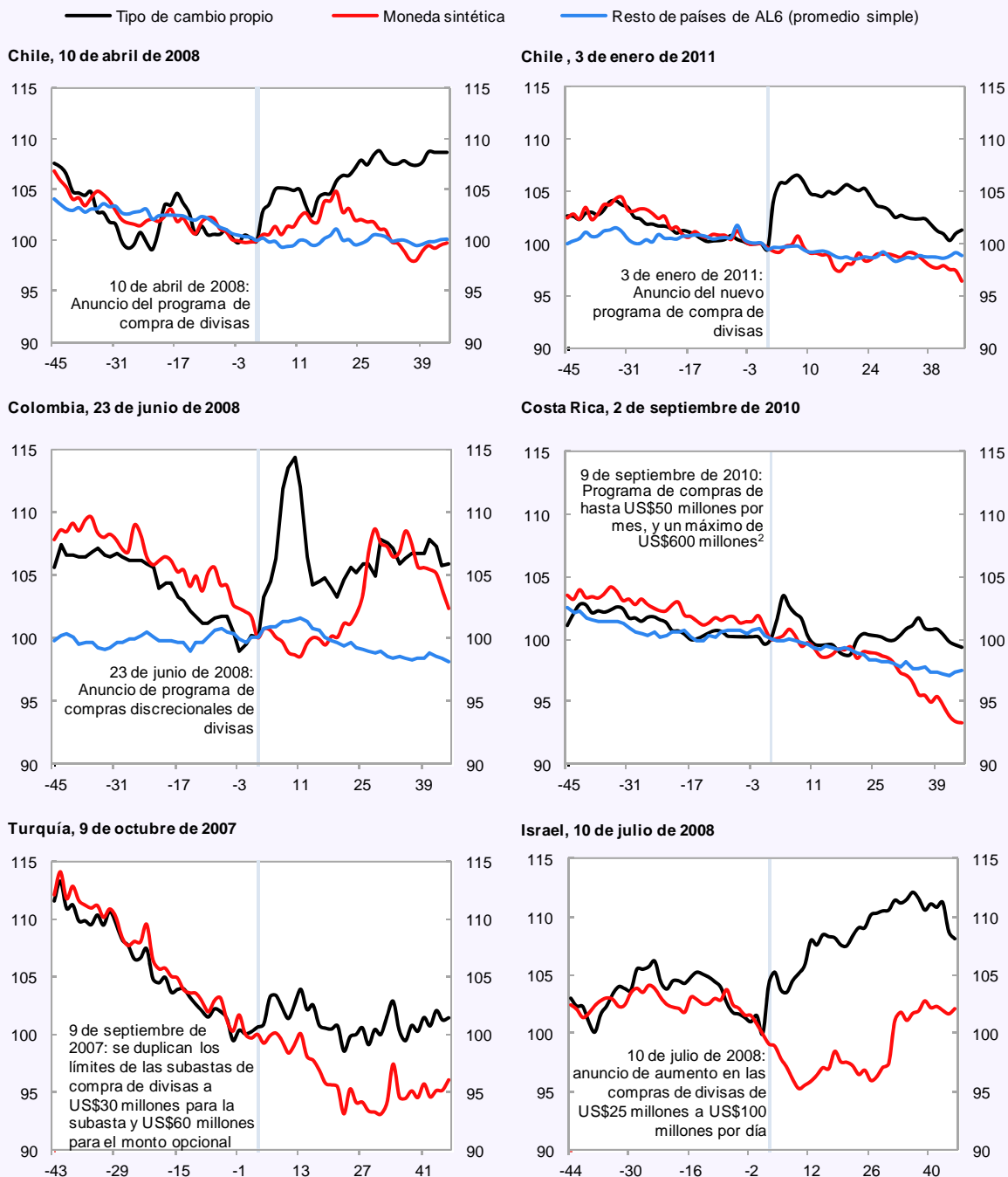
Los resultados de esta comparación (incluidos en el Gráfico 3.12) confirman que las monedas tienden a depreciarse (es decir, en relación a sus valores predichos) con posterioridad a los anuncios de cambios de régimen que introducen nuevas intervenciones cambiarias. En el anexo 3.3, se describe un ejercicio de *bootstrapping* (remuestreo) para confirmar la significancia estadística de los resultados.

³⁰ En la muestra, se incluyó a Australia, Brasil, Chile, Colombia, Costa Rica, Guatemala, India, Indonesia, Israel, México, Perú, Rusia, Tailandia, Turquía y Uruguay.

³¹ En la mayoría de los casos, el ajuste del modelo durante los 180 días anteriores al suceso es muy bueno, lo que confirma que hay una cantidad significativa de información sobre shocks globales en el comportamiento de otras monedas. Asimismo, estas observaciones sugieren que la mayoría de los movimientos a corto plazo de las monedas de mercados emergentes con respecto al dólar de Estados Unidos están impulsados por shocks externos, en lugar de shocks internos específicos. Este hecho también es aprovechado para identificar el impacto de la intervención en el enfoque de panel.

Gráfico 3.12. Los cambios de regímenes de política cambiaria sugieren que la intervención puede tener un impacto visible en la moneda.

Análisis de eventos: Tipos de cambio antes y después de anuncios de cambios de política¹
(Bilateral frente a dólar de EE.UU., índice $t_0=100$)



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

¹ *Moneda sintética* se define como el valor del tipo de cambio predicho a partir de un modelo econométrico estimado utilizando MCO que regresa el tipo de cambio propio del país frente a los tipos de cambio del resto de los mercados emergentes de la muestra (sobre la base de datos diarios). Véase una prueba de significancia estadística en el anexo 3.3.

² En Noviembre de 2010, las compras de divisas se incrementaron a US\$75 millones mensuales (y US\$100 millones para los meses de Noviembre y Diciembre de 2010).

3.5. Costos cuasi-fiscales de la intervención

Para garantizar la coherencia con otros objetivos de política monetaria, aquellos bancos centrales que efectuaron grandes intervenciones en el mercado de divisas las absorbieron emitiendo cantidades significativas de pasivos domésticos que pagan interés (según lo que indican las reducciones en la posición en activos internos netos (AIN))³². Esto se fue particularmente notorio en los mercados emergentes de Asia, que reflejan un mayor grado de intervención durante el período de la muestra. En América Latina, Brasil, Perú, y Uruguay destacan por el considerable aumento de los pasivos domésticos de sus bancos centrales (Gráfico 3.13)³³. En cambio, las intervenciones en el mercado de divisas fueron menores en Chile, Colombia, y México, por lo que las expansiones de la oferta monetaria que surgieron de estas intervenciones pudieron, en su mayoría, ser acomodadas dentro de las trayectorias de expansión monetaria consistentes las metas de inflación.

En la mayoría de los casos, la deuda del banco central y los depósitos del sistema bancario fueron los principales instrumentos de esterilización, con la excepción de Brasil y Colombia (dado que sus bancos centrales realizan operaciones de mercado abierto con instrumentos de deuda del Tesoro). El rápido crecimiento de los pasivos con interés es un indicador de los costos cuasi-fiscales asociados a la intervención en el mercado de divisas; los intereses pagados sobre esos pasivos capturarían los costos 'contables'. Nosotros estimamos una medida, más general, de

³² La esterilización puede definirse como la política que aísla la orientación *deseada* de la política monetaria de la intervención cambiaria; en términos cuantitativos, esta se puede pensar simplemente como el aislamiento de la trayectoria normal de la base monetaria de los cambios en la posición neta en divisas del banco central. En la práctica, puede medirse mediante la comparación de los cambios en activos externos netos (AEN) del banco central (una variable sustitutiva de la posición en divisas) y en AIN.

³³ En Brasil y Uruguay, esto puede haber reflejado, al menos inicialmente, una política deliberada tendiente a la reconstitución de reservas internacionales, ya que estos países iniciaron el período con una posición de AEN muy baja (heredada de crisis financieras previas en la década).

costos económicos (*de oportunidad*) como los desvíos de la paridad de tasas de interés, multiplicados por los cambios en los activos externos netos producto de las intervenciones cambiaria³⁴. Esta medida puede exceder los costos contables de la intervención.

Nuestra medida refleja el costo que surge de esterilizar las operaciones en divisas con pasivos denominados en moneda local netos de las ganancias resultantes del aumento de las tenencias de activos en divisas con un vencimiento similar. Las desviaciones a priori de la paridad cubierta de tasas de interés (que en circunstancias normales, reflejan principalmente las primas de riesgo) han sido relativamente bajas en la mayoría de los casos. De este modo, nuestro análisis se centra en los costos a posteriori³⁵.

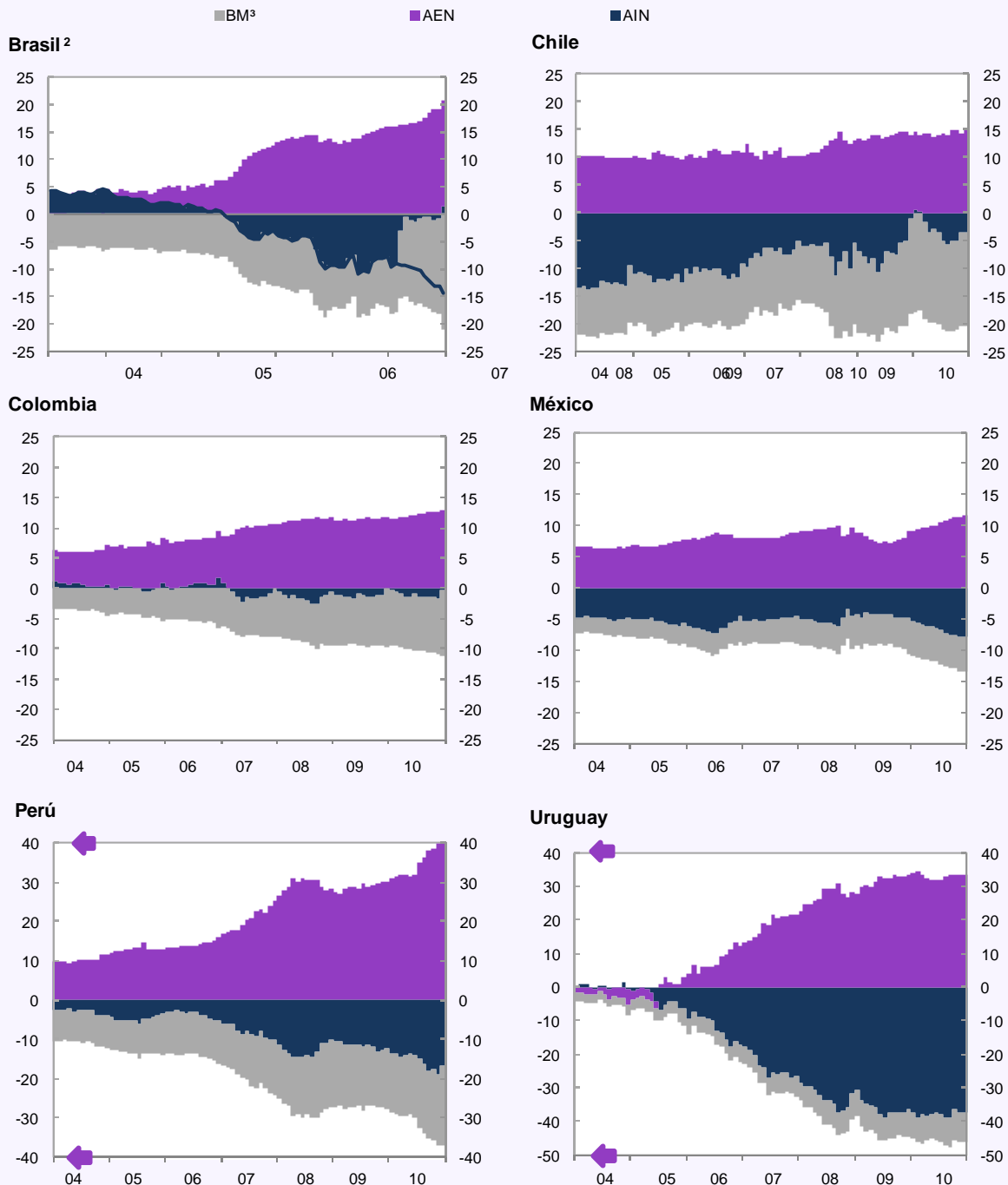
Los costos estimados a posteriori han sido significativos en la región y en todas las economías de mercados emergentes, dado que las desviaciones de la paridad de tasas de interés fueron importantes,

³⁴ La magnitud de los costos *contables* depende del grado de esterilización y los instrumentos usados, ya que estos determinan el monto efectivo de interés a pagar que surgen de los pasivos del banco central. A diferencia de estos, los costos *económicos* de la intervención cambiaria se determina solamente por los cambios en la posición de activos externos neta que resultan de las operaciones en el mercado de divisas. Expansiones de la base monetaria realizadas a través de operaciones de divisas (no esterilizadas) aún conllevan el costo de oportunidad de los pasivos domésticos del banco central (ya que la expansión monetaria se podría haber logrado alternativamente comprando instrumentos de deuda en moneda local). En forma similar, el uso de ciertos instrumentos de esterilización, como los requerimientos de reserva remunerados por debajo de las tasas de interés del mercado, pueden reducir estos costos contables, pero estas medidas pueden considerarse decisiones de política separadas, que podrían haberse tomado independientemente de las políticas de intervención cambiaria.

³⁵ También cabe mencionar que el costo de intervención es diferente del costo de mantener reservas internacionales. Mientras la intervención se puede definir como una operación que modifica la posición neta en moneda extranjera de los bancos centrales, la acumulación de reservas se puede pensar como una re-asignación de carteras (hacia instrumentos de mayor liquidez) dentro de los activos en moneda extranjera. Por lo tanto, el costo de la intervención se puede medir por las desviaciones de la paridad de tasas de interés, y los costos de la acumulación de reservas se pueden medir como el diferencial de rentabilidad, ajustada por riesgo, entre los activos de reserva y otros activos en divisas (menos líquidos). Para una discusión de los costos de mantener reservas, véase Levy Yeyati, 2008; y Jeanne y Ranciere, 2009.

Gráfico 3.13. Los balances de los bancos centrales se expandieron rápidamente con la alta intervención.

Principales componentes de balances de bancos centrales: Ciertas economías de AL¹
(Porcentaje del PIB)



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

¹ Como porcentaje del PIB promedio de 2006-07. Las cifras de los activos externos netos (AEN) se basan en cifras reportadas en moneda local, ajustadas por movimientos en el tipo de cambio. En los casos de Perú y Uruguay, las cifras de los AEN y los activos internos netos (AIN) pueden sobreestimar el grado de intervención y de esterilización, respectivamente, en la medida en que estos incluyan operaciones en moneda extranjera entre entidades financieras domésticas y el banco central (incremento de tenencias de activos denominados en moneda extranjera en el banco central). Las flechas sobre los ejes indican un cambio de escala en relación a las gráficas anteriores.

² La línea indica AIN ajustados por aumentos en los requerimientos de reserva durante 2010 destinados a sustituir en parte las operaciones de acuerdo de recompra ('repos') como instrumento de esterilización.

³ Base monetaria según *International Financial Statistics* (incluye requerimientos de reserva).

no solo debido a altos diferenciales de tasas, sino también a la considerable apreciación de los tipos de cambio durante este período (solo parcialmente compensada por la depreciaciones que siguieron al colapso de Lehman Brothers en 2008). América Latina se destaca principalmente por su mayor grado de apreciación durante este período, aunque los diferenciales de tasas de interés también fueron particularmente elevados en Brasil, de hecho los más altos en la muestra (Gráfico 3.14).

La combinación de intervenciones “tempranas” de gran magnitud (que condujeron a importantes posiciones netas en divisas de los bancos centrales de la región) y las apreciaciones del tipo de cambio posteriores a dichas intervenciones implicaron marcadas pérdidas de capital. Esto pone de relieve los costos de intervenir “muy temprano” para combatir la apreciación (es decir, cuando la probabilidad de que la moneda se aprecie aún más, a pesar de la resistencia del banco central, es elevada). Para el grupo de países AL6, el costo de las intervenciones que tuvieron lugar durante el período 2004-10 (es decir, excluyendo las operaciones de años anteriores) promedió aproximadamente 0,5 por ciento del PIB. Sin embargo, existen dentro de la región diferencias marcadas, con estimaciones significativamente superiores para Brasil, Perú, y Uruguay que para Chile, Colombia y México (Gráfico 3.15)³⁶.

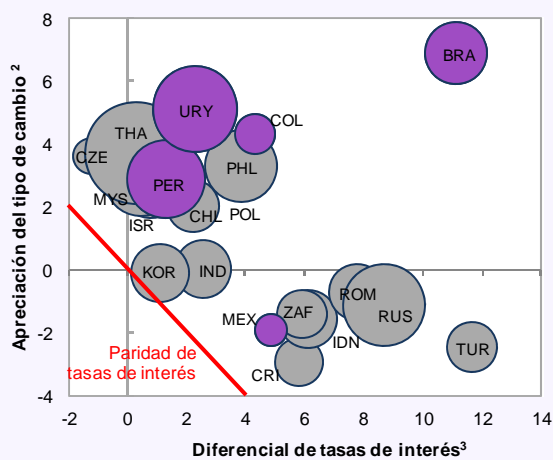
3.6. Conclusiones y consideraciones de políticas

En los últimos siete años, muchos bancos centrales de América Latina tuvieron una

³⁶ Estas estimaciones pueden sobreestimar los costos de intervención para algunos países en la medida en que el “ciclo” de fluctuaciones del tipo de cambio no se ha completado. Por ejemplo, en los casos de monedas sobrevaluadas, se puede esperar que las pérdidas por valuación observadas se compensen mediante las posibles ganancias que podrían surgir a partir del ajuste del tipo de cambio hacia su valor de equilibrio (siempre que estén acompañadas por desviaciones similares en la paridad de tasas de interés).

Gráfico 3.14. Las desviaciones con respecto a la paridad de tasa de interés fueron significativas.

Diferencial de tasas de interés, apreciación del tipo de cambio y acumulación de AEN, 2004–10¹

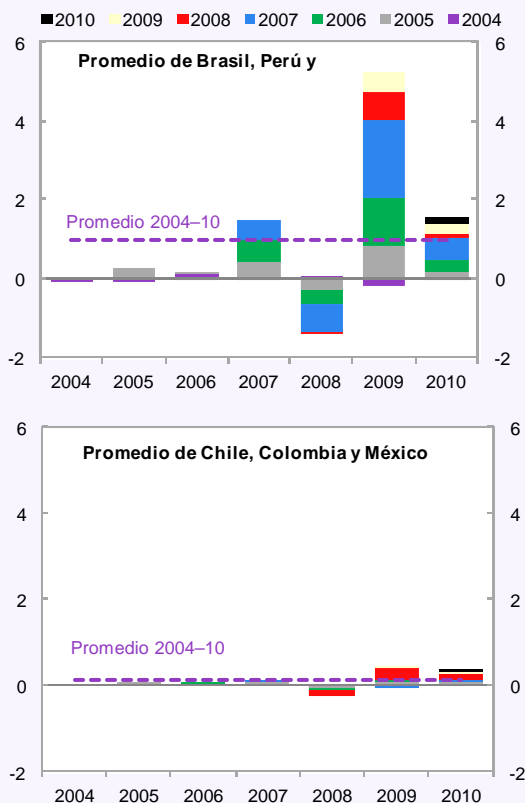


Fuentes: Análisis de Haver, *International Financial Statistics* y cálculos del personal técnico del FMI.
¹ El tamaño de los círculos es proporcional a la acumulación de AEN durante el período (como porcentaje del PIB promedio de 2006–07)
² Tasa de apreciación nominal anual promedio, con respecto al dólar de Estados Unidos.
³ Diferencial de tasa de interés promedio (entre tasa de política monetaria doméstica, o tasa interbancaria, y tasa de fondos federales de Estados Unidos).

presencia frecuente, y en ocasiones interviniendo con grandes montos, en el mercado de divisas. En la mayoría de los casos, esa intervención se dio en un solo sentido y coincidió con mejoras en las condiciones de financiamiento externo que generaron presiones de apreciación en muchas monedas de mercados emergentes. Si bien los bancos centrales declararon diversos motivos (no excluyentes) para intervenir, el carácter de las intervenciones y los momentos en que se llevaron a cabo muchas veces sugieren un esfuerzo por mitigar las presiones de apreciación de la moneda. Si esos esfuerzos dieron resultado es una pregunta empírica inherentemente difícil de responder, precisamente porque la intervención con frecuencia ocurre en paralelo con otras fuerzas que están actuando para fortalecer la moneda. Nuestro análisis de regresión de panel logra detectar un efecto de la intervención sobre el ritmo de apreciación del tipo de cambio. Este efecto disminuye con el grado de apertura de la

Gráfico 3.15. Los costos de la intervención desde 2004 son considerables en Brasil, Perú y Uruguay.

Costos de intervenciones cambiarias acumuladas, según año de la intervención, 2004–10¹
(Porcentaje del PIB)



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

¹ Costos acumulados estimados desde 2004. Como porcentaje del PIB promedio de 2006–07. Promedios simples por grupo. Las barras indican los costos económicos (diferencial de tasas de interés más apreciación de tipo de cambio) en AEN acumulados desde 2004 (discriminados por año de intervención). La línea punteada señala el promedio para el período 2004–10.

cuenta de capital, mientras que es mayor cuando la moneda ya se ha apreciado significativamente (una situación en la cual la moneda es menos probable que este subvaluada). También se encuentran efectos claros en casos de “cambios de régimen” de la política cambiaria significativos (por ejemplo, cuando se anuncia un programa importante de compras de divisas), aunque parecen desvanecerse cuando los cambios de políticas se vuelven demasiado frecuentes.

Al mismo tiempo, las estimaciones de los costos cuasi-fiscales indican que puede haber

pérdidas considerables asociadas a las políticas de intervención. En la práctica, gran parte de estas pérdidas son por valuación (puesto que en muchos casos la intervención no revierte la apreciación). Ese patrón de pérdidas y eficacia limitada de la intervención, particularmente cuando la moneda está subvaluada, pone de relieve los riesgos de intervenir “demasiado temprano”.

Las grandes intervenciones también suelen generar costos no financieros, algunos de los cuales parecen haberse manifestado en América Latina. El aumento de pasivos del banco central puede terminar restringiendo la política monetaria, al aumentar los costos fiscales de elevar las tasas de interés, en particular cuando no se cuenta con mecanismos automáticos para cubrir las pérdidas operativas del banco central. Es el caso de la mayoría de los países de la región (excepto Brasil). Además, una fuerte intervención cambiaria puede enviar señales contradictorias a los mercados, y parecer incongruente con otros objetivos de políticas, sobre todo en momentos en que la posición cíclica de la economía exige una restricción monetaria. Especialmente problemático es si la intervención lleva a pensar que existen distintas anclas nominales en conflicto en la economía.

Si bien nuestra evidencia no es concluyente a la hora de determinar si un marco de intervención basado en reglas (en lugar de intervención discrecional) es el más efectivo para influir en el tipo de cambio, la utilización de reglas puede tener otras ventajas. Las reglas (y la comunicación clara) pueden contribuir a asegurar a los mercados que las intervenciones se llevan a cabo de manera congruente con otros objetivos de políticas (entre ellos, una flotación apropiada del tipo de cambio). Las reglas de intervención cuantitativa pueden ser particularmente útiles para minimizar efectos colaterales (en especial cuando el objetivo principal de la intervención cambiaria es incrementar las reservas internacionales), porque mantienen la flexibilidad del tipo de cambio y dejan completamente en claro que no se

está apuntando a ningún nivel específico de tipo de cambio. Esto ayuda a no incentivar las apuestas cambiarias en un único sentido y atraer nuevos ingresos de capital. Las reglas basadas en el tipo de cambio, por su parte, pueden ser instrumentos convenientes para prevenir una volatilidad excesiva, pero debe diseñárselas de manera tal que se evite una interferencia exagerada con los ajustes necesarios del tipo de cambio hacia su equilibrio (que, de lo contrario, podrían derivar en intervenciones “demasiado tempranas”) y se preserve un grado saludable de volatilidad, que aliente a los inversores a internalizar los costos de tomar posiciones no cubiertas. La elección del instrumento, por su parte, depende del objetivo principal de las intervenciones. Las operaciones en el mercado al contado serían preferidas cuando el objetivo fuera acumular reservas (a fin de evitar interferir con la flotación del tipo de cambio), mientras que el uso de opciones de venta sería más adecuado cuando el objetivo fuera reducir la volatilidad o la velocidad de apreciación, aunque también puede ser necesario tomar en cuenta otras consideraciones, como el impacto en el balance del banco central y sobre otros objetivos secundarios.

En líneas generales, la conveniencia de las intervenciones cambiarias como parte del conjunto de herramientas que pueden emplearse para lidiar con “condiciones favorables de financiamiento externo” debe evaluarse caso por caso, tomando en cuenta las condiciones específicas de cada país, como son si el tipo de cambio está sobrevaluado o no, el nivel de integración financiera con el resto del mundo (que parece limitar la eficacia de las intervenciones) y otras características estructurales, como el grado de dolarización. Además, las políticas cambiarias deben diseñarse en el marco de una estrategia exhaustiva que tome en cuenta las ventajas y desventajas de distintos instrumentos al alcance de las autoridades. En particular, y dados sus efectos inciertos, las políticas cambiarias no deben aplicarse demasiado pronto (es decir, antes que otros instrumentos posiblemente más efectivos). En algunos casos, también puede ser necesario complementar las intervenciones con instrumentos macroprudenciales, a fin de mitigar otros efectos de las “condiciones favorables de financiamiento externo” y reducir algunos de los costos fiscales asociados a la intervención cambiaria³⁷.

³⁷ Véase la nota de pie 1 en la página 52.

Anexo 3.1. Intervención en el mercado de divisas y reservas internacionales: Disponibilidad de datos

	Disponibilidad de datos						Datos utilizados en el capítulo	
	Intervención en el mercado de divisas			Saldo de reservas internacionales			Sección sobre modalidades de intervención	Sección econométrica
	Diaria	Semanal	Mensual	Diario	Semanal	Mensual	Diario	Semanal
Brasil	♦		✓	✓		✓	●	✓
Chile	✓				✓	✓	✓	✓
Colombia	*		✓		✓	✓	✓	✓
Costa Rica	♦			✓		✓	✓	✓
República Checa			✓			✓		
Guatemala	✓			✓		✓	✓	✓
Honduras						✓		
India					✓	✓	●	✓
Indonesia					✓ ¹	✓	●	✓
Israel	✓		✓			✓	●	✓
Corea						✓		
Malasia						✓		
México	✓				✓	✓	✓	✓
Perú	✓			✓		✓	✓	✓
Filipinas						✓		
Polonia						✓		
Rumania						✓		
Rusia			✓ ²		✓	✓	●	✓
Sudáfrica						✓		
Tailandia					✓	✓	●	✓
Turquía	✓				✓	✓	●	✓
Uruguay	*			✓		✓	✓	✓
Australia	✓ ³				✓	✓	●	✓
Canadá	✓					✓		
Nueva Zelandia			✓			✓		
Noruega		✓ ⁴				✓		

Nota: Un "●" indica que los datos sólo se usan para describir información cualitativa (por ejemplo, motivos, reglas, instrumentos, transparencia). Un "*" indica que los datos son (o fueron durante algún período) confidenciales o fueron facilitados para fines de este estudio. Un "♦" indica que los datos fueron divulgados recientemente.

¹ Los datos semanales sobre reservas se interrumpen en 2007.

² Información a partir de 2008.

³ Los datos correspondientes a 2010 no están disponibles.

⁴ Información a partir de 2005.

Anexo 3.2. Estrategia metodológica para el análisis de panel

La estrategia econométrica consiste en identificar episodios de shocks mundiales que generaron presiones de apreciación en economías de mercados emergentes (y “pequeñas” economías de mercados avanzados), y estimar el efecto de la intervención a través de una configuración de panel aprovechando las reacciones heterogéneas de los distintos bancos centrales para esos shocks. Este enfoque ayuda a mitigar los conocidos problemas de endogenidad que se describen en la literatura, gracias a que se concentra en períodos breves en los que es improbable que existan grandes shocks no observables característicos a un país específico (en relación con los shocks mundiales identificados). En este capítulo se sigue el mismo enfoque adoptado en otros estudios sobre la eficacia de la intervención del tipo de cambio con una estimación en dos etapas de variables instrumentales que apunta a superar los problemas de endogenidad. Al mismo tiempo, se realiza una innovación metodológica al estimar el efecto de la intervención utilizando una metodología de panel (la mayoría de los demás trabajos se centran en distintos países por separado).

La muestra de países está compuesta por Australia, Brasil, Chile, Colombia, Costa Rica, Guatemala, India, Indonesia, Israel, México, Perú, Rusia, Tailandia, Turquía y Uruguay, elegidos por su disponibilidad de datos semanales sobre la intervención o las reservas internacionales. El análisis incluye todas las formas de intervención, siempre que se disponga de datos.

Primera etapa: Función de reacción del Banco Central

La primera etapa consiste en estimar la función de reacción de cada banco central, para los países de la muestra que cuentan con suficiente variabilidad en sus intervenciones³⁸, a fin de crear una variable

³⁸ Los casos con reglas cuantitativas preanunciadas (Chile, Israel, México y Turquía) no muestran suficiente variabilidad, en
(continúa)

instrumental para la ecuación principal del tipo de cambio. Las funciones de reacción se modelan como una variable censurada y se estiman con un modelo de Tobit, país por país, para que todos los coeficientes sean específicos a cada país (puesto que cada banco central puede tener preferencias distintas). El modelo se estima con datos semanales a lo largo del período 2004-10 (excepto el período de septiembre de 2008-junio de 2009, de la crisis financiera mundial). La función de reacción adopta la siguiente forma:

$$I_{i,t} = \max\{0, \alpha_{0,i} + \beta_{0,i}e_{i,t-1} + \beta_{1,i}(re_{i,t} - re_{i,t}^{eq}) + \beta_{2,i}\Delta_{i,t} + \beta_{3,i}\sigma_{i,t} + \beta_{4,i}R_{i,t}^{M2} + \beta_{5,i}R_{i,t}^{STD}\}$$

$I_{i,t}$ indica el monto de intervención del país i (escalado por el PIB) en la semana t . Se utilizan datos de intervención siempre que estos estén disponibles. De lo contrario, esta variable es sustituida por el cambio en las reservas internacionales ajustado por el efecto estimado de los cambios en el valor de las monedas de reserva³⁹; $e_{i,t-1}$ es el cambio rezagado de la tasa de cambio nominal (bilateral frente al dólar de Estados Unidos); $re_{i,t}$ es una estimación del tipo de cambio real efectivo; $re_{i,t}^{eq}$ es una estimación del tipo de cambio real de equilibrio (según el historial de evaluaciones del Grupo Consultivo sobre Tipos de Cambio del FMI); $\Delta_{i,t}$ indica la velocidad de apreciación del tipo de cambio en las últimas cuatro semanas (medida por el nivel del tipo de cambio

general, en sus intervenciones como para estimar una función de reacción.

³⁹ El ajuste por revaluación se basa en la participación de cada divisa en las reservas internacionales del país promedio de mercados emergentes, de acuerdo con la base de datos “Composición de las reservas oficiales de divisas” (COFER). No se dispone de datos por país (por restricciones de confidencialidad). Véase más detalles en:

<http://www.imf.org/external/np/sta/cofer/eng/index.htm>

mismo o por una tendencia de Hodrick-Prescott (HP) estimada recursivamente para capturar la información disponible para el banco central a cada momento); $\sigma_{i,t}$ es una medida de la volatilidad del tipo de cambio dentro de cada semana (la varianza simple del tipo de cambio o una medida similar que excluya la volatilidad que surja exclusivamente del movimiento a lo largo de la tendencia, calculada como la suma de los valores al cuadrado de las desviaciones del tipo de cambio con respecto a su tendencia de HP); $R_{i,t}^{M2}$ y $R_{i,t}^{STD}$ indican los cocientes de las reservas sobre el M2 y las reservas sobre la deuda a corto plazo en comparación con el promedio de los mercados emergentes de la muestra. Estos dos términos procuran capturar posibles motivos precaución.

Segunda etapa: Ecuación del tipo de cambio

El segundo paso consiste en la estimación de la ecuación del tipo de cambio, utilizando como instrumento para la variable de intervención el valor predicho obtenido con el primer modelo. Para los países con reglas cuantitativas preanunciadas, se emplearon directamente datos de intervención⁴⁰. El modelo se estima como panel de efectos fijos para 15 países, con 6 episodios por país y 12 observaciones semanales por episodio y país. Los episodios se seleccionan en base a shocks mundiales (“condiciones favorables de financiamiento externo”) que en condiciones normales generarían presiones de apreciación sobre las monedas de los mercados emergentes. Esos shocks se identifican buscando movimientos significativos en el tipo de cambio del dólar de Estados Unidos ponderado según el comercio exterior (DXY) que lo desvían en por lo menos una desviación estándar por debajo de la tendencia a largo plazo (HP).

⁴⁰ Si bien la falta de instrumentación podría, en principio, introducir una fuente de sesgo, es poco probable que ésta sea significativa ya que intervenciones de este tipo solo cambian esporádicamente (es decir, no reaccionan a shocks contemporáneos) y, por lo tanto, sufren menos de problemas de endogeneidad.

Centrarse únicamente en los episodios breves ($t=12$ semanas) de shocks mundiales permite mitigar los problemas de endogenidad asegurando que la principal fuente de perturbaciones sea el shock mundial y que las variables fundamentales no observables de la economía de los países no cambien demasiado a lo largo de la ventana de episodios.

A falta de orientación, ya sea proveniente de la teoría o de trabajos anteriores, con respecto a cómo modelar los determinantes a corto plazo del tipo de cambio, elegimos una especificación simple para la ecuación del tipo de cambio, que adopta la siguiente expresión:

$$e_{i,t} = \gamma_1 + \gamma_2(i_{i,t} - i_t^*) + \gamma_3 S_{i,t} + \gamma_{4,i} P_t^M + \gamma_{5,i} P_t^E + \gamma_{6,i} P_t^F + \gamma_7 \hat{I}_{i,t} + \gamma_{8,i} DXY_t$$

$e_{i,t}$ es el logaritmo del tipo de cambio nominal (con respecto al dólar de Estados Unidos) para el país i en el momento t ; $i_{i,t}$ es la tasa de interés interna de política o la tasa interbancaria; i_t^* es la tasa de fondos federales de Estados Unidos; $S_{i,t}$ captura el EMBI (o el margen de canje de créditos impagos —CDS— cuando el EMBI no está disponible); P_t^M , P_t^E , P_t^F son los logaritmos de los índices de precios de los metales, la energía y los productos básicos, que se introducen a fin de controlar por movimientos de alta frecuencia en los términos de intercambio. DXY es el tipo de cambio de Estados Unidos ponderado el comercio y se introduce como medida de sentimiento de mercado (como ocurre con el VIX, esta medida tiene una estrecha correlación con los flujos de capital hacia economías de mercados emergentes); $\hat{I}_{i,t}$ indica el monto de intervención estimado en la primera etapa. Cabe señalar que se permite que el efecto de los precios de los productos básicos y el DXY sea específico de cada país, puesto que cada país de la muestra puede tener una estructura de comercio distinta y una sensibilidad diferente a los shocks financieros mundiales. Idealmente, también se debería controlar por otras medidas de política que pudieran afectar el tipo de cambio (por ejemplo, las modificaciones en los requisitos de reservas, los controles de capital y entre otros). Aunque su omisión,

3. INTERVENCIÓN EN EL MERCADO CAMBIARIO: ¿UNA DEFENSA EFICAZ CONTRA LAS PRESIONES DE APRECIACIÓN?

por falta de datos, podría causar un sesgo en la estimación, sostenemos que dicho sesgo es posiblemente pequeño, ya que esas medidas de política tienden a ser menos frecuentes que las intervenciones cambiarias y, por lo tanto, están poco correlacionadas con ellas. La creación de una base de datos de medidas de políticas pertinentes es parte de nuestro programa de investigación.

Una vez más, a falta de orientación teórica, la ecuación se estima en primera y segunda diferencia, a fin de estudiar posibles efectos en la tasa de apreciación y en su ritmo.

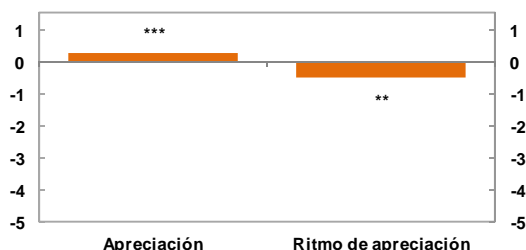
El gráfico a continuación pone de relieve el aporte de la metodología a la hora de determinar el efecto de la intervención cambiaria. En particular, muestra cómo el uso de episodios en lugar de la muestra completa ayuda a eliminar la significancia del coeficiente positivo (de signo equivocado) en la ecuación en primera diferencia (probablemente sesgada por endogenidad);

y cómo el uso de instrumentos en lugar de la variable de intervención efectiva incrementa considerablemente la importancia del efecto estimado. Por último, la inclusión de controles en la regresión no parece aportar demasiado a la estimación, lo que sugiere que el uso de ventanas de episodios en lugar de la muestra completa mitiga convenientemente el efecto de los shocks mundiales e idiosincrásicos en el tipo de cambio.

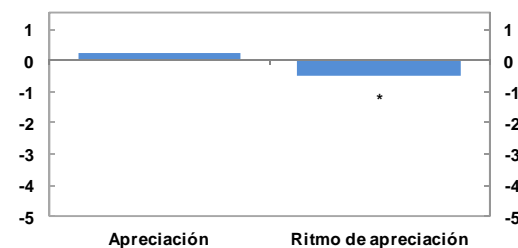
La especificación básica se modifica introduciendo variables dicotómicas (relacionadas con la modalidad de intervención) que interactúan con la variable de intervención. Estas especificaciones alternativas permiten responder algunas preguntas relacionadas tales como: i) ¿es más o menos efectiva la intervención cuando la moneda está subvaluada?; ii) ¿las intervenciones basadas en reglas son más o menos efectivas que las intervenciones discrecionales?; o iii) ¿la transparencia mejora la efectividad?

Descubriendo el efecto de la intervención cambiaria—Resultados de enfoque de panel con distintas especificaciones¹ (Coeficiente de la variable de intervención en ecuación de tipo de cambio)

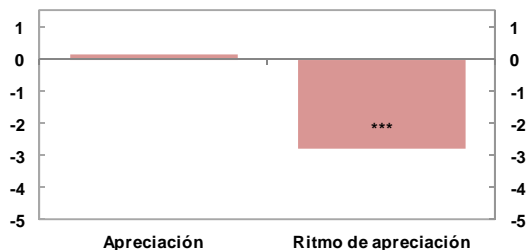
Intervención cambiaria sin controles, período completo²



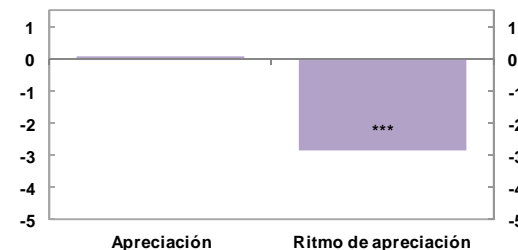
Intervención cambiaria sin controles, sólo ventanas de episodios³



Variable instrumental, intervención cambiaria sin controles, sólo ventanas de episodios⁴



Variable instrumental, intervención cambiaria con controles, sólo ventanas de episodios⁵



Fuentes: Estimaciones del personal técnico del FMI.

¹ La tasa de apreciación y el ritmo de apreciación indican la primera y la segunda diferencia del tipo de cambio.

² **Intervención cambiaria, sin controles, período completo:** se refiere a un modelo estimado con una variable de intervención (sin instrumento), sin controles, a lo largo de todo el período 2004-10 (con excepción de la crisis financiera de 2008-09).

³ **Intervención cambiaria, sin controles, sólo ventanas de episodios exclusivamente:** se refiere a un modelo estimado con variable de intervención (sin instrumento), sin controles y sólo a lo largo de los episodios identificados.

⁴ **Variable instrumental, intervención cambiaria, sin controles, sólo ventanas de episodios:** se refiere a un modelo estimado con la variable de intervención instrumentada, sin controles y sólo a lo largo de episodios identificados.

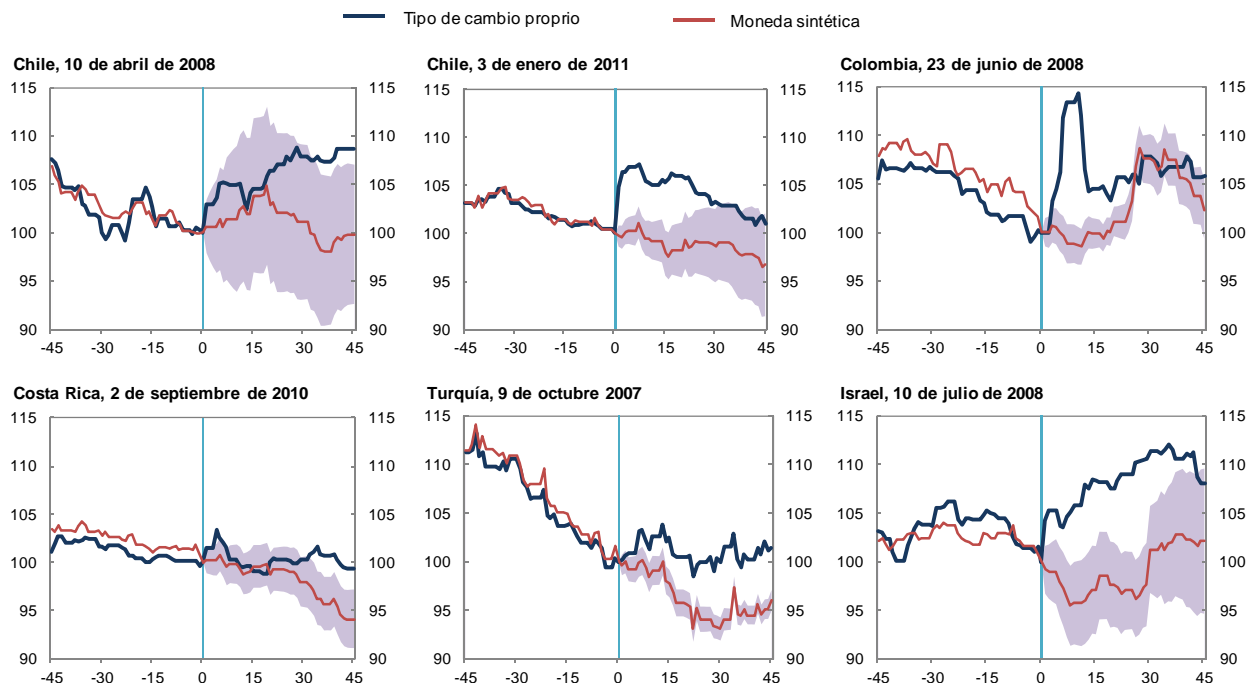
⁵ **Variable instrumental, intervención cambiaria, con controles, sólo ventanas de episodios:** se refiere a un modelo estimado con la variable de intervención instrumentada, con controles y sólo a lo largo de episodios identificados.

Anexo 3.3. Intervalos de confianza para la moneda sintética

La metodología de construir una moneda sintética que se discute en el texto principal implica estimar la relación entre el valor de la moneda de un determinado país con respecto a las monedas de otras economías de mercados emergentes y avanzadas incluidas en la muestra (todos calculados con relación al dólar de Estados Unidos) antes de que ocurra el cambio de política, a fin de construir un escenario contrafactual. El modelo se estima utilizando mínimos cuadrados ordinarios con una ventana de 180 días inmediatamente anterior al suceso. Luego, se utiliza el modelo estimado para predecir (predicción condicional fuera de la muestra) el valor de la moneda después del anuncio de política. La diferencia (brecha) entre el tipo de cambio predicho y el observado se interpreta como una medida del efecto del cambio de política. Sin embargo, por construcción, el modelo exhibe un buen ajuste hasta el evento, pero luego este se vuelve menos preciso,

puesto que incluye el error de predicción fuera de la muestra. Por tanto, puede existir una divergencia natural entre los valores observados y los predichos después del evento, pero no relacionada con él. A fin de garantizar que la brecha refleje principalmente el efecto del anuncio de política, verificamos si este es estadísticamente significativo estimando la distribución de errores fuera de la muestra a distintos horizontes (entre 1 y 45 días después del final de la muestra). Eso implica llevar a cabo un ejercicio de *bootstrapping* (remuestreo) con 100 estimaciones idénticas a la descrita anteriormente, pero modificando el periodo de la muestra con el punto de finalización entre 150 y 50 días antes del anuncio de cambio de política. Los resultados confirman la significancia de las brechas en algún punto de las ventanas de 45 días reportadas (véase el gráfico a continuación).

Intervalos de confianza para tipos de cambio sintéticos basados en *bootstrapping* (remuestreo) ¹



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

¹ Los intervalos de confianza indican 1 desvío estándar basado en errores de predicción derivados del bootstrapping.

Hemisferio Occidental
Principales indicadores económicos¹

	Crecimiento del producto (Porcentaje)						Inflación (Fin de período, porcentaje) ²						Saldo de la cuenta corriente externa (Porcentaje del PIB)											
	1997–		2006		2007		1997–		2006		2007		1997–		2006		2007							
	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012			
From.					Proy.	Proy.	From.						Proy.	Proy.	From.							Proy.	Proy.	
América del Norte																								
Canadá	3.5	2.2	0.5	-2.5	3.1	2.8	2.6	2.0	2.5	1.8	0.8	2.2	2.0	2.0	1.1	0.8	0.4	-2.8	-3.1	-2.8	-2.6			
México	3.5	3.2	1.5	-6.1	5.5	4.6	4.0	8.2	3.8	6.5	3.6	4.4	3.5	3.0	-1.7	-0.9	-1.5	-0.7	-0.5	-0.9	-1.1			
Estados Unidos	3.2	1.9	0.0	-2.6	2.8	2.8	2.9	2.5	4.1	0.7	1.9	1.4	2.1	1.4	-4.2	-5.1	-4.7	-2.7	-3.2	-3.2	-2.8			
América del Sur																								
Argentina ³	2.8	8.6	6.8	0.8	9.2	6.0	4.6	7.0	8.5	7.2	7.7	10.9	11.0	11.0	0.5	2.3	1.3	1.8	0.9	0.1	-0.5			
Bolivia	3.3	4.6	6.1	3.4	4.2	4.5	4.5	3.9	11.7	11.8	0.3	7.2	7.9	5.0	-1.1	12.0	12.1	4.7	4.8	3.8	4.4			
Brasil	2.6	6.1	5.2	-0.6	7.5	4.5	4.1	6.8	4.5	5.9	4.3	5.9	5.9	4.5	-1.6	0.1	-1.7	-1.5	-2.3	-2.6	-3.0			
Chile	4.0	4.6	3.7	-1.7	5.3	5.9	4.9	3.3	7.8	7.1	-1.4	3.0	4.5	3.2	-0.6	4.5	-1.9	1.6	1.9	0.5	-1.3			
Colombia	2.8	6.9	3.5	1.5	4.3	4.6	4.5	8.8	5.7	7.7	2.0	3.2	3.2	3.1	-1.5	-2.9	-3.0	-2.2	-3.1	-2.1	-2.2			
Ecuador	3.5	2.0	7.2	0.4	3.2	3.2	2.8	27.2	3.3	8.8	4.3	3.3	3.4	3.1	-0.8	3.6	2.2	-0.7	-4.4	-4.0	-4.0			
Guyana	1.4	7.0	2.0	3.3	3.6	4.7	5.9	5.4	14.0	6.4	3.7	4.5	6.9	5.4	-8.3	-11.1	-13.1	-9.2	-9.8	-11.9	-22.9			
Paraguay	1.6	6.8	5.8	-3.8	15.3	5.6	4.5	9.2	5.9	7.5	1.9	7.2	10.7	7.5	-1.0	1.5	-1.8	0.6	-3.2	-4.1	-3.7			
Perú	3.9	8.9	9.8	0.9	8.8	7.5	5.8	3.0	3.9	6.7	0.2	2.1	3.5	3.0	-1.8	1.4	-4.2	0.2	-1.5	-2.1	-2.8			
Suriname	3.7	5.1	4.7	3.1	4.4	5.0	5.0	30.7	8.4	9.3	1.3	10.3	19.9	7.5	-12.8	10.7	9.6	-1.1	1.0	0.4	-0.2			
Uruguay	1.2	7.3	8.6	2.6	8.5	5.0	4.2	9.2	8.5	9.2	5.9	6.9	6.8	6.5	-1.0	-0.9	-4.7	0.6	0.5	-1.0	-1.6			
Venezuela	3.0	8.2	4.8	-3.3	-1.9	1.8	1.6	22.2	22.5	30.9	25.1	27.2	32.4	30.1	8.2	8.8	12.0	2.6	4.9	7.0	6.3			
América Central																								
Belize	6.1	1.2	3.8	0.0	2.0	2.3	2.5	1.5	4.1	4.4	-0.4	1.3	4.4	2.5	-12.8	-4.1	-9.8	-8.4	-2.7	-8.1	-6.7			
Costa Rica	5.3	7.9	2.7	-1.3	4.2	4.3	4.4	11.1	10.8	13.9	4.0	5.8	6.0	5.5	-4.3	-6.3	-9.3	-2.0	-3.6	-4.5	-4.7			
El Salvador	2.9	4.3	2.4	-3.5	0.7	2.5	3.0	3.1	4.9	5.5	0.0	2.1	4.8	2.8	-2.7	-6.0	-7.6	-1.8	-2.1	-3.8	-3.6			
Guatemala	3.6	6.3	3.3	0.5	2.6	3.0	3.2	7.3	8.7	9.4	-0.3	5.4	6.3	5.5	-5.4	-5.2	-4.3	0.0	-2.1	-3.3	-4.0			
Honduras	4.2	6.2	4.1	-2.1	2.8	3.5	4.0	9.5	8.9	10.8	3.0	6.5	8.0	6.5	-4.7	-9.0	-15.4	-3.7	-6.2	-7.3	-7.1			
Nicaragua	3.9	3.1	2.8	-1.5	4.5	3.5	3.7	8.0	16.9	13.8	0.9	9.2	8.6	7.3	-18.4	-16.6	-23.3	-11.9	-14.1	-17.6	-16.5			
Panamá	5.1	12.1	10.1	3.2	7.5	7.4	7.2	1.2	6.4	6.8	1.9	4.9	4.4	3.3	-5.3	-7.2	-11.9	-0.2	-11.2	-12.5	-12.6			
El Caribe																								
Antigua y Barbuda	5.0	6.5	1.8	-8.9	-4.1	3.1	2.5	1.5	5.2	0.7	2.4	2.9	3.0	3.1	-13.5	-34.3	-30.5	-22.5	-13.9	-18.6	-18.2			
Bahamas, Las	3.7	1.9	-1.7	-4.3	0.5	1.3	2.3	1.8	2.9	4.5	1.3	1.7	2.0	1.7	-10.9	-17.8	-15.9	-11.7	-12.4	-15.0	-14.3			
Barbados	2.3	3.8	-0.2	-4.7	-0.5	2.0	2.5	3.1	4.8	7.2	4.3	5.1	7.0	2.3	-5.6	-4.5	-9.6	-5.5	-7.4	-6.7	-6.0			
Dominica	1.0	2.5	3.2	-0.3	1.0	1.6	2.5	1.4	6.0	2.1	3.2	2.4	3.5	1.3	-18.5	-25.0	-31.8	-28.1	-28.0	-29.2	-27.5			
República Dominicana	5.6	8.5	5.3	3.5	7.8	5.5	5.5	12.9	8.9	4.5	5.8	6.2	6.0	5.5	-1.0	-5.3	-9.9	-5.0	-8.6	-8.3	-5.4			
Grenada	4.2	4.9	2.2	-7.6	-1.4	1.0	2.8	2.0	7.4	5.2	-2.4	6.3	5.0	4.0	-21.1	-43.2	-38.7	-33.2	-27.1	-25.3	-27.1			
Haití ⁴	0.8	3.3	0.8	2.9	-5.1	8.6	8.8	16.0	7.9	19.8	-4.7	4.7	9.1	6.5	-0.7	-1.5	-4.4	-3.4	-2.3	-4.0	-4.6			
Jamaica	1.1	1.4	-0.9	-3.0	-1.1	1.6	2.4	9.1	16.8	16.8	10.2	11.7	7.4	5.7	-6.8	-16.5	-17.8	-10.9	-8.1	-8.3	-7.7			
St. Kitts y Nevis	3.4	4.2	4.6	-9.6	-1.5	1.5	1.5	4.0	2.1	7.6	1.0	2.2	3.8	2.9	-24.8	-24.3	-33.2	-34.0	-27.5	-30.5	-28.9			
St. Lucía	2.1	1.5	0.7	-3.6	0.8	4.2	3.9	2.7	6.8	3.8	1.0	-0.6	5.2	1.9	-15.6	-31.3	-27.8	-14.4	-16.7	-29.1	-20.8			
St. Vincent y las Granadinas	3.7	8.0	-0.6	-1.1	-2.3	2.5	2.5	2.0	8.3	8.7	-1.6	2.0	5.9	1.9	-19.7	-34.6	-35.2	-35.0	-33.6	-37.5	-34.3			
Trinidad y Tobago	8.5	4.8	2.4	-3.5	0.0	2.2	2.4	5.0	7.6	14.5	1.3	13.4	9.5	5.5	7.5	24.8	31.3	9.0	17.6	18.7	19.2			
Memorandum:																								
América Latina y el Caribe (Promedio simple)	3.1	5.7	4.3	-1.7	6.1	4.7	4.2	8.0	6.2	8.1	4.8	6.6	6.8	5.8	-1.2	0.4	-0.7	-0.6	-1.2	-1.4	-1.8			
AL-7 ⁵	3.4	5.4	3.6	-1.4	3.0	3.9	3.9	7.8	7.9	8.9	2.8	5.9	7.2	5.3	-6.5	-7.5	-9.4	-7.1	-6.9	-8.4	-8.2			
UMCO ⁶	3.0	5.8	4.3	-2.0	6.3	4.7	4.2	8.0	6.1	8.1	5.2	6.8	7.0	6.0	-0.9	0.6	-0.5	-0.5	-1.0	-1.2	-1.6			
UMCO ⁶	3.3	5.6	1.9	-6.8	-1.7	2.6	2.8	2.2	5.8	4.2	0.6	2.4	4.4	2.7	-19.1	-35.6	-36.9	-26.5	-26.4	-31.2	-28.5			

Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

¹ Los agregados regionales se calculan como promedios ponderados por el PIB en función de la PPA, salvo que se indique lo contrario.² Tasas de fin de período (diciembre). Estas generalmente diferirán de las tasas de inflación promedio del período presentadas en el informe *Perspectivas de la economía mundial* del FMI, si bien ambas están basadas en las mismas proyecciones.³ Las estimaciones de analistas privados indican que la inflación de precios al consumidor ha sido considerablemente más alta que las estimaciones oficiales desde 2007 en adelante. Las autoridades argentinas han anunciado que están elaborando un índice de precios al consumidor (IPC) nacional para reemplazar al IPC del Gran Buenos Aires actualmente en uso. A solicitud de las autoridades, el FMI está brindando asistencia técnica en ese sentido. Los analistas privados también opinan que el crecimiento del PIB real fue significativamente inferior a lo indicado en las estimaciones oficiales en 2008 y 2009, aunque la discrepancia entre las estimaciones privadas y oficiales del crecimiento del PIB real disminuyó en 2010.⁴ Datos correspondientes al año fiscal.⁵ Incluye Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela. Estos corresponden a las siete economías más grandes de América Latina y el Caribe.⁶ Incluye Antigua y Barbuda, Dominica, Grenada, St. Kitts y Nevis, St. Lucía y St. Vincent y las Granadinas, más Anguila y Montserrat, que no son miembros del FMI.

Referencias

- Anand, Rahul, y Eswar S. Prasad, 2010, "Optimal Price Indices for Targeting Inflation Under Incomplete Markets", IMF Working Paper 10/200 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Armas, Adrián, 2005, "Forex Intervention in Peru: 2002–2004", *Foreign Exchange Market Intervention in Emerging Markets: Motives, Techniques and Implications*, BIS Papers 24, mayo (Basilea: Banco de Pagos Internacionales).
- Banco Central de Chile, 2010a, *Informe de Estabilidad Financiera* (diciembre).
- _____, 2010b, *Informe de Política Monetaria* (diciembre).
- _____, 2011, *Informe de Política Monetaria* (marzo).
- Banco Central de Reserva del Perú, 2011, *Reporte de Inflación* (marzo).
- Banco de Pagos Internacionales, 2005, "Foreign Exchange Market Intervention in Emerging Markets: Motives, Techniques and Implications", BIS Papers 24 (Basilea, mayo).
- Banco de la República de Colombia, 2010, *Reporte de Estabilidad Financiera* (septiembre).
- Bermingham, Colin, 2007, "How Useful Is Core Inflation for Forecasting Headline Inflation?", *The Economic and Social Review*, vol. 38, No.3, págs. 355–77.
- Blanchard, Olivier, y Jordi Galí, 2007, "The Macroeconomic Effects of Oil Shocks: Why Are the 2000s So Different from the 1970s?", NBER Working Paper 13368 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Blejer, Mario I., y Liliana Schumacher, 2000, "Central Banks Use of Derivatives and Other Contingent Liabilities: Analytical Issues and Policy Implications", IMF Working Paper 00/66 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Bryan, Michael F., y Stephen G. Cecchetti, 1993, "Measuring Core Inflation", Working Paper 9304 (Cleveland: Federal Reserve Bank of Cleveland).
- Campbell, John Y., Stefano Giglio y Parag Pathak, "Forced Sales and House Prices", *American Economic Review*, de próxima publicación.
- Canales-Kriljenko, Jorge Iván, 2003, "Foreign Exchange Intervention in Developing and Transition Economies: Results of a Survey", IMF Working Paper 03/95 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- _____, Roberto Guimarães y Cem Karacadağ, 2003, "Official Intervention in the Foreign Exchange Market: Elements of Best Practice", IMF Working Paper 03/152 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Carroll, Christopher D., Misuzu Otsuka y Jiri Slacalek, 2010, "How Large Are Housing and Financial Wealth Effects? A New Approach", *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 43, No. 1, págs. 55–79.
- Celasun, Oya, y Martin Sommer, 2010, "The Financing of U.S. Federal Deficits", IMF Country Report No. 10/248 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Chinn, Menzie D., y Hiro Ito, 2008, "A New Measure of Financial Openness", *Journal of Comparative Policy Analysis: Research and Practice*, vol. 10, No. 3, págs. 309–22.
- Crone, Theodore, N. Neil K. Khettry, Loretta J. Mester y Jason A. Novak, 2008, "Core Measures of Inflation as Predictors of Total Inflation", Research Department Working Paper No. 08–9 (Filadelfia: Federal Reserve Bank of Philadelphia).
- Cubeddu, Luis, y Camilo E. Tovar, 2011, "La información de hoy es el arma de mañana", blog Diálogo a fondo, disponible en <http://blog-dialogoafondo.org/?p=268>.
- Cutler, Joanne, 2001, "Core Inflation in the UK", External MPC Unit Discussion Paper No. 3 (Londres: Banco de Inglaterra).
- De Gregorio, José, y Andrea Tokman, 2005, "Flexible Exchange Rate Regime and Forex Intervention", *Foreign Exchange Market Intervention in Emerging*

- Markets: Motives, Techniques and Implications*, BIS Papers 24, mayo (Basilea: Banco de Pagos Internacionales).
- _____, Oscar Landerretche y Christopher Neilson, 2007, "Another Pass-Through Bites the Dust? Oil Prices and Inflation", Working Paper No. 417 (Santiago: Banco Central de Chile).
- Disyatat, Piti, y Gabriele Galati, 2007, "The Effectiveness of Foreign Exchange Market Intervention in Emerging Market Countries: Evidence from the Czech Koruna", *Journal of International Money and Finance*, vol. 26, págs. 383–402.
- Dominguez, Kathryn, Rasmus Fatum y Pavel Vacek, 2010, "Does Foreign Exchange Decumulation Lead to Currency Appreciation?", NBER Working Paper 16044 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Echavarría Juan, Diego Vásquez y Mauricio Villamizar, 2009, "Impacto de las Intervenciones Cambiarias sobre el Nivel y la volatilidad de la Tasa de Cambio en Colombia", *Borradores de Economía* (Banco de la Republica de Colombia, abril).
- Eyzaguirre, Nicolás, Martin Kaufman, Steven Phillips y Rodrigo Valdés, 2011, "Managing Abundance to Avoid a Bust in Latin America", IMF Staff Discussion Note 11/07 (Washington: Fondo Monetario Internacional). www.imf.org/external/pubs/ft/sdn/2011/sdn1107.pdf
- Fatum, Rasmus, y Michael Robert King, 2005, "Rules versus Discretion in Foreign Exchange Intervention: Evidence from Official Bank of Canada High-Frequency Data", SCCIE Working Paper 04-24 (Santa Cruz: Center for International Economics).
- Fondo Monetario Internacional, 2007–11, *Perspectivas de la economía mundial* (Washington, varios números).
- _____, 2007, *Regional Economic Outlook: Asia and Pacific*, (Washington, octubre).
- _____, 2008a, *Food and Fuel Prices—Recent Developments, Macroeconomic Impact, and Policy Responses* (Washington: Fondo Monetario Internacional). www.imf.org/external/np/pp/eng/2008/063008.pdf
- _____, 2008b, *Perspectivas económicas: Las Américas, Lidiando con la Crisis Financiera Mundial*, (Washington, octubre). www.imf.org/external/spanish/pubs/ft/reo/2008/whd/wreo1008s.pdf
- _____, 2010, *Perspectivas económicas: Las Américas, Caluroso en el Sur, Más Frío en el Norte* (Washington, octubre) www.imf.org/external/spanish/pubs/ft/reo/2010/whd/wreo1010s.pdf
- _____, 2011a, *Fiscal Monitor* (Washington, abril).
- _____, 2011b, *Global Financial Stability Report* (Washington, abril).
- _____, 2011c, *Recent Experiences in Managing Capital Inflows—Cross-Cutting Themes and Possible Policy Framework* (Washington: Fondo Monetario Internacional). www.imf.org/external/np/pp/eng/2011/021411a.pdf
- _____, 2011d, *Assessing Reserve Adequacy* (Washington, Fondo Monetario Internacional).
- Freeman, Donald G., 1998, "Do Core Inflation Measures Help Forecast Inflation?", *Economics Letters*, vol. 58 (febrero), págs. 143–47.
- Galesi, Alessandro, y Marco J. Lombardi, 2009, "External Shocks and International Inflation Linkages: A Global VAR Analysis," Working Paper 1062 (Fráncfort: Banco Central Europeo).
- González, María, 2009, "Leaning-Against-the-Appreciation-Winds or Self Insurance? Disentangling the Motives for Central Bank Intervention in Latin America", inédito.
- _____, Usman Khosa, Phillip Liu, Alfred Schipke y Nita Thacker, de próxima publicación, "Offshore Financial Centers: Opportunities and Challenges for the Caribbean", IMF Working Paper (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Gourinchas, Pierre-Olivier, Rodrigo Valdés y Oscar Landerretche, 2001, "Lending Booms: Latin America and the World", NBER Working Paper 8249 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Hartley, Daniel, 2010, "The Effect of Foreclosures on Nearby Housing Prices: Supply or Disamenity?",

- Working Paper Series 10-11 (Cleveland: Federal Reserve Bank of Cleveland).
- Humala, Alberto, y Gabriel Rodríguez, 2009, "Foreign Exchange Intervention and Exchange Rate Volatility in Peru", Working Paper Series No. 2009-008, abril (Lima: Banco Central de la Reserva del Perú).
- Jara, Alejandro, Ramón Moreno y Camilo E. Tovar, 2009, "The Global Crisis and Latin America: Financial Impact and Policy Responses", *BIS Quarterly Review*, junio, págs. 53-68 (Basilea: Banco de Pagos Internacionales).
- Jeanne, Olivier, y Romain Ranciere, 2009, "The Optimal Level of International Reserves for Emerging Market Countries: a New Formula and Some Applications", inédito.
- Kamil, Herman, 2008, "Is Central Bank Intervention Effective Under Inflation Targeting Regimes? The Case of Colombia", IMF Working Paper 08/88 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Kearns, Jonathan, y Roberto Rigobon, 2005, "Identifying the Efficacy of Central Bank Interventions: Evidence from Australia and Japan", *Journal of International Economics*, Vol. 66 (mayo), págs. 31-48.
- Levy Yeyati, Eduardo, 2008, "The Cost of Reserves", *Economic Letters*, vol. 100, págs. 39-42.
- Lyons, Richard K., 2001, *The Microstructure Approach to Exchange Rates* (Cambridge, Massachusetts: MIT Press).
- Magud, Nicolás, y Sebastián Sosa, 2010, "When and Why Worry About Real Exchange Rate Appreciation? The Missing Link between Dutch Disease and Growth," IMF Working Paper 10/271 (Washington: Fondo Monetario Internacional). <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2010/wp10271.pdf>
- Mankikar, Alan, y Jo Paisley, 2004, "Core Inflation: A Critical Guide," Working Paper No. 242 (Londres: Banco de Inglaterra).
- Marques, Carlos Robalos, Pedro Duarte Neves y Luis Morais Sarmiento, 2003, "Evaluating Core Inflation Indicators," *Economic Modeling*, vol. 20 (julio), págs. 765-75.
- Melvin, Michael, Lukas Menkhoff y Maik Schmeling, 2009, "Exchange Rate Management in Emerging Markets: Intervention via an Electronic Limit Order", *Journal of International Economics*, vol. 79, págs. 54-63.
- Mendoza, Enrique y Marco Terrones, 2008, "An Anatomy of Credit Booms: Evidence from Macro Aggregates and Micro Data", IMF Working Paper 08/226 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Neely, Chris, 2008, "Central Bank Authorities' Beliefs about Foreign Exchange Intervention", *Journal of International Money and Finance*, vol. 27, págs. 1-25.
- Nessen, Marianne, y Ulf Söderström, 2001, "Core Inflation and Monetary Policy", *International Finance*, vol. 4, No. 3, págs. 401-39.
- Ostry, Jonathan D., Atish R. Ghosh, Karl Habermeier, Marcos Chamon, Mahvash S. Qureshi y Dennis B.S. Reinhardt, 2010, *Capital Inflows: The Role of Controls*, IMF Staff Position Note 10/04 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- _____, Atish R. Ghosh, Karl F. Habermeier, Luc Laeven, Marcos Chamon, Mahvash S. Qureshi y Annamaria Kokenyne, 2011, "Managing Capital Inflows: What Tools to Use?", IMF Staff Discussion Note 11/06 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Rincón, Hernán, y Jorge Toro, 2010, "Are Capital Controls and Central Bank Intervention Effective?", *Borradores de Economía* (Banco de la Republica de Colombia, octubre).
- Robles, Marcos, José Cuesta, Suzanne Duryea, Ted Enamorado, Alberto Gonzales y Victoria Rodríguez, 2008, *Rising Food Prices and Poverty in Latin America: Effects of the 2006-08 Price Surge* (inédito; Washington: Banco Interamericano de Desarrollo).
- Sarno, Lucio, y Mark Taylor, 2001, "Official Intervention in the Foreign Exchange Market: Is It Effective and, If So, How Does It Work?", *Journal of Economic Literature*, vol. 34 (septiembre), págs. 839-68.

Shogo, Ishii, Jorge Iván Canales-Kriljenko, Roberto Guimarães y Cem Karacadağ, 2006, *Official Foreign Exchange Intervention*, IMF Occasional Paper 249 (Washington: Fondo Monetario Internacional).

Sidaoui, José, 2005, "Central Banking Intervention under a Floating Exchange Rate Regime: Ten Years of Mexican Experience", *Foreign Exchange Market Intervention in Emerging Markets: Motives, Techniques and Implications*, BIS Papers 24, mayo (Basilea: Banco de Pagos Internacionales).

Stone, Mark R., Scott Roger, Anna Nordstrom, Seiichi Shimizu, Turgut Kisinbay y Jorge Restrepo, 2009, *The Role of the Exchange Rate in Inflation-Targeting Emerging Economies*, IMF Occasional Paper No. 267 (Washington: Fondo Monetario Internacional).

Tapia, Matías, y Andrea Tokman, 2004, "Effects of Foreign Exchange Intervention Under Public Information: The Chilean Case", *Economía*, vol. 4, No. 2, págs. 215–56 (Brookings Institution Press).

Uribe, José Dario, y Jorge Toro, 2005, "Foreign Exchange Market Intervention in Colombia", *Foreign Exchange Market Intervention in Emerging Markets: Motives, Techniques and Implications*, BIS Papers 24 (Basilea: Banco de Pagos Internacionales).

Publicaciones recientes del Departamento del Hemisferio Occidental, julio 2009–abril 2011

1. Working Papers

WP/11/44 – Sovereign Credit Ratings and Spreads in Emerging Markets: Does Investment Grade Matter?, por Michelle Tejada y Laura Jaramillo.

WP/11/32 – Recession and Policy Transmission to Latin American Tourism: Does Expanded Travel to Cuba Offset Crisis Spillovers?, por Andrew M. Wolfe y Rafael Romeu.

WP/11/17 – Strengthening Chile's Rule-Based Fiscal Framework, por Teresa Dabán Sánchez.

WP/11/14 – Interpreting Currency Movements During the Crisis: What's the Role of Interest Rate Differences?, por Thomas Dowling y Nicoletta Batini.

WP/11/10 – What Is Driving Financial De-dollarization in Latin America?, por Mercedes Garcia-Escribano y Sebastian Sosa.

WP/11/2 – The Chilean Output Gap, por Nicolas E. Magud y Leandro Medina.

WP/10/292 – Weathering the Global Storm: The Benefits of Monetary Policy Reform in the LA5 Countries, por Jorge Iván Canales Kriljenko, Luis Ignacio Jácome, Ali Alichí e Ivan Luis de Oliveira Lima.

WP/10/279 – A Note on Terms of Trade Shocks and the Wage Gag, por David O. Coble Fernandez y Nicolas E. Magud.

WP/10/271 – When and Why Worry About Real Exchange Rate Appreciation? The Missing Link between Dutch Disease and Growth, por Nicolas E. Magud y Sebastian Sosa.

WP/10/248 – Structural Breaks in Fiscal Performance: Did Fiscal Responsibility Laws Have Anything to Do with Them?, por Carlos Caceres, Ana Corbacho y Leandro Medina.

WP/10/241 – On the Distributive Effects of Terms of Trade Shocks: The Role of Non-tradable Goods, por Sebastian Galiani, Daniel Heymann y Nicolas E. Magud.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

WP/09/259 – From Lombard Street to Avenida Paulista: Foreign Exchange Liquidity Easing in Brazil in Response to the Global Shock of 2008–09, por Mark R. Stone, W. Christopher Walker, y Yosuke Yasui.

WP/09/250 – The Stock of Intangible Capital in Canada: Evidence from the Aggregate Value of Securities, por Nazim Belhocine.

WP/09/240 – Treating Intangible Inputs as Investment Goods: The Impact on Canadian GDP, por Nazim Belhocine.

WP/09/235 – Is the Canadian Housing Market Overvalued? A Post-Crisis Assessment, por Evridiki Tsounta.

WP/09/199 – Modernizing Bank Regulation in Support of Financial Deepening: The Case of Uruguay, por Gustavo Adler, Mario Mansilla y Torsten Wezel.

WP/09/198 – The Real Effects of Financial Sector Risk, por Alexander F. Tieman y Andrea Maechler.

WP/09/162 – Recent Advances in Credit Risk Modeling, por Christian Capuano, Jorge Chan-Lau, Giancarlo Gasha, Carlos Medeiros, Andre Santos y Marcos Souto.

WP/09/152 – Why Are Canadian Banks More Resilient?, por Rocco Huang y Lev Ratnovski.

2. Selected Issues Papers

Barbados

- *Growth Dynamics*, por Gamal El-Masry y Lulu Shui.
- *External Stability*, por John Ralyea.
- *Barbados' Financial System in the Aftermath of the Global Crisis*, por Carla Macario.

Bolivia

- *Hydrocarbon Revenue Sharing Arrangements*, por Fabian Bornhorst.
- *Precautionary Reserves: An Application to Bolivia*, por Fabian Valencia.

Canadá

- *The Post-Crisis Canadian Housing Market*, por Evridiki Tsounta.
- *Interpreting Canada's Currency Movements During the Crisis*, por Nicoletta Batini y Thomas Dowling.
- *Canada's Potential Growth: A Post-Crisis Assessment*, por Evridiki Tsounta.
- *The Bumpy Road Ahead for North American Automakers*, por Nicoletta Batini, Grace Bin Li y John Dowling.
- *Canada's Housing Finance System: Policy Backdrop*, por John Kiff.
- *Canadian Banks and the Credit Turmoil*, por Lev Ratnovski y Rocco Huang.
- *Canadian Residential Mortgage Markets: Boring But Effective?*, por John Kiff.
- *How Do Commodity Prices Affect Economic Slumps in Commodity Exporters?*, por Rupa Duttagupta.
- *Is the Canadian Housing Market Overvalued? A Tale of Two Regions*, por Evridiki Tsounta.
- *The Impact of Global Shocks on Canada—What do Macro-Financial Linkages Tell Us?*, por Rupa Duttagupta y Natalia Barrera.

Caribe

- *Growth in the ECCU: What Went Wrong and Can It Be Fixed?*, por Nita Thacker, Sebastian Acevedo, Joong Shik Kang, Roberto Perrelli y Melesse Tashu.
- *Public debt in ECCU Countries*, por Arnold McIntyre y Sumiko Ogawa.
- *Rationalizing Public Expenditure in the ECCU*, por Shamsuddin Tareq, Alejandro Simone, Koffie Nassar e Arina Viseth.
- *Insurance Against Natural Disasters in the Caribbean*, por Yu Ching Wong, Anthony Lemus y Nancy Wagner.
- *Risk Analysis of Public Debt in the Caribbean: A "Fan-Chart" Approach*, por Koffie Nassar y Catherine Pattillo.

Chile

- *Strengthening Chile's Rule-based Fiscal Framework*, por Teresa Dabán.
- *Too-Connected-to-Fail Risk in the Chilean Banking System: A Balance Sheet Network Analysis*, por Jorge A. Chan-Lau.
- *A Note on Terms of Trade Shocks and the Wage Gap*, por Nicolas Magud.
- *Revisiting the Estimation of the Chilean Output Gap*, por Nicolas Magud y Leandro Medina.
- *A Longer-Term Approach to Fiscal Policy in Chile*, por Borja Gracia, Gabriel Di Bella, y Martin Cerisola.
- *Investment-Specific Productivity Growth: Chile in a Global Perspective*, por Gabriel Di Bella y Martin Cerisola.
- *The Global Financial Turmoil and Its Impact on Chilean Banks*, por Jorge Chan-Lau.

Colombia

- *An Assessment of Financial Sector Indicators for the Colombian Corporate Sector*, por Mercedes Vera-Martin.
- *Are Capital Controls Effective in the 21st Century? The Recent Experience of Colombia*, por Benedict J. Clements y Herman Kamil.
- *Determinants of Investment Grade Status and Implications for Colombia's Public Debt*, por Laura Jaramillo.
- *Does Financial Soundness Affect Credit Growth?*, por Iva Petrova y Enrique Flores.
- *Monetary and Fiscal Policy Options for Dealing with External Shocks: Insights from the GIMF for Colombia*, por Benedict J. Clements, Enrique Flores y Daniel Leigh.
- *The Colombian Banking Sector—A Contingent Claims Analysis*, por Marcos Souto y Lisandro Abrego.

Guyana

- *The Impact of the Global Crisis and Policy Response*, por Magda Kandil.
- *The Impact of the EU Sugar Trade Preferences and their Erosion*, por Felix Eschenbach.
- *Assessing the Fiscal Structural Stance*, por Carla Macario.

Estados Unidos

- *The Great Recession and Structural Unemployment*, por Thomas Dowling, Marcello Estevão e Evridiki Tsounta.
- *Prospects for the U.S. Household Saving Rate*, por Martin Sommer.
- *Production and Jobs: Can We Have One Without the Other?*, por Nicoletta Batini, Marcello Estevão y Geoff Keim.
- *The Financing of U.S. Federal Budget Deficits*, por Oya Celasun y Martin Sommer.
- *The U.S. Government's Role in Reaching the American Dream*, por Evridiki Tsounta.
- *The U.S. Fiscal Gap: Who Will Pay and How?*, por Nicoletta Batini, Giovanni Callegari y Julia Guerreiro.
- *Spillovers from U.S. Federal Debt Issuance: The Case of Emerging Market Sovereign Borrowing*, por Oya Celasun.

- *Strategic Priorities for the Reform of U.S. Financial Regulation*, por Ashok Bhatia, Andrea Maechler y Paul Mills.
- *The U.S. Federal Debt Outlook: A Stochastic Simulation Approach*, por Oya Celasun y Geoffrey Keim.
- *U.S. Potential Growth in the Aftermath of the Crisis*, por Natalia Barrera, Marcello Esteveo y Geoffrey Keim.

México

- *Estimating Default Frequencies and Macrofinancial Linkages in the Mexican Banking System*, por Rodolphe Blavy y Marcos Souto.
- *Exchange Rate Exposure of the Mexican Corporate Sector: Progress and Remaining Vulnerabilities*, por Herman Kamil y W. Christopher Walker.
- *Expanding the Regulatory Perimeter: The Case of Sofoles and Sofomes*, por Jose Giancarlo Gasha.
- *Labor Market Informality and Macroeconomic Performance*, por Kristin Magnusson Bernard.
- *Reforming the Fiscal Framework: Budget Rules and Fiscal Risks*, por Geremia Palomba.
- *The Global Crisis and Potential Growth in Mexico*, por Kornelia Krajnyak.

Panamá

- *Benefits From Attaining Investment Grade Status and Implications for Panama*, por Mario Dehesa.
- *Macro-Financial Linkages in Panama*, por Juliana Araujo y Kristin Magnusson.

Paraguay

- *Assessing the Appropriateness of Monetary and Fiscal Policies in an Adverse External Environment*, por Montfort Mlachila y Brieuc Monfort.
- *Financial Sector Issues: Advances in the Implementation of the Financial Sector Assessment Program Recommendations*, por Sylwia Nowak.
- *Paraguay's Tax System in a Regional Perspective*, por Ernesto Crivelli.
- *Post-Crisis Behavior of Banks in Mercosur*, por Sarah O. Sanya y Montfort Mlachila.
- *Sustainable Management of Revenues from Itaipu*, por Teresa Dabán-Sánchez y Walter Zarate.
- *The Monetary Policy Transmission Mechanism in Paraguay*, por Santiago Acosta-Ormaechea y Teresa Dabán-Sánchez.

Perú

- *Balance Sheet Vulnerabilities in a Dollarized Economy*, por Maria Gonzalez.
- *Credit Growth: Anatomy and Policy Responses*, por Luis Breuer, Jose Gasha, Giancarlo Peschiera y Juan Alonso Perez-Salmon.

- *Disentangling the Motives for Foreign Exchange Intervention in Peru*, por Maria Gonzalez.
- *Drivers of De-Dollarization*, por Mercedes Garcia-Escribano.
- *Macroeconomic Stability and the Role of Fiscal Policy*, por Daniel Leigh.
- *Performance of Alternative Fiscal Rules: An Application to Peru*, por Isabel Rial.
- *Potential Growth and Output Gap in Peru*, por Leandro Medina.
- *Progress in Strengthening Peru's Prudential Framework*, por Patrick Amir Imam y Jose Giancarlo Gasha.
- *Regional Disparities and Public Transfers*, por Mercedes Garcia-Escribano.
- *What to Expect when you are Expecting... Large Capital Inflows? Lessons from Cross-Country Experiences*, por Mercedes Vera Martin.

Uruguay

- *Commodity Prices, Growth and the Fiscal Position in Uruguay*, por Rita Babihuga.
- *Dynamic Loan Loss Provisioning in Uruguay*, por Torsten Wezel.
- *Exchange Rate and Competitiveness Assessment*, por Felipe Zanna.
- *How Important Are Regional Factors for Uruguay?*, por Sebastian Sosa.

