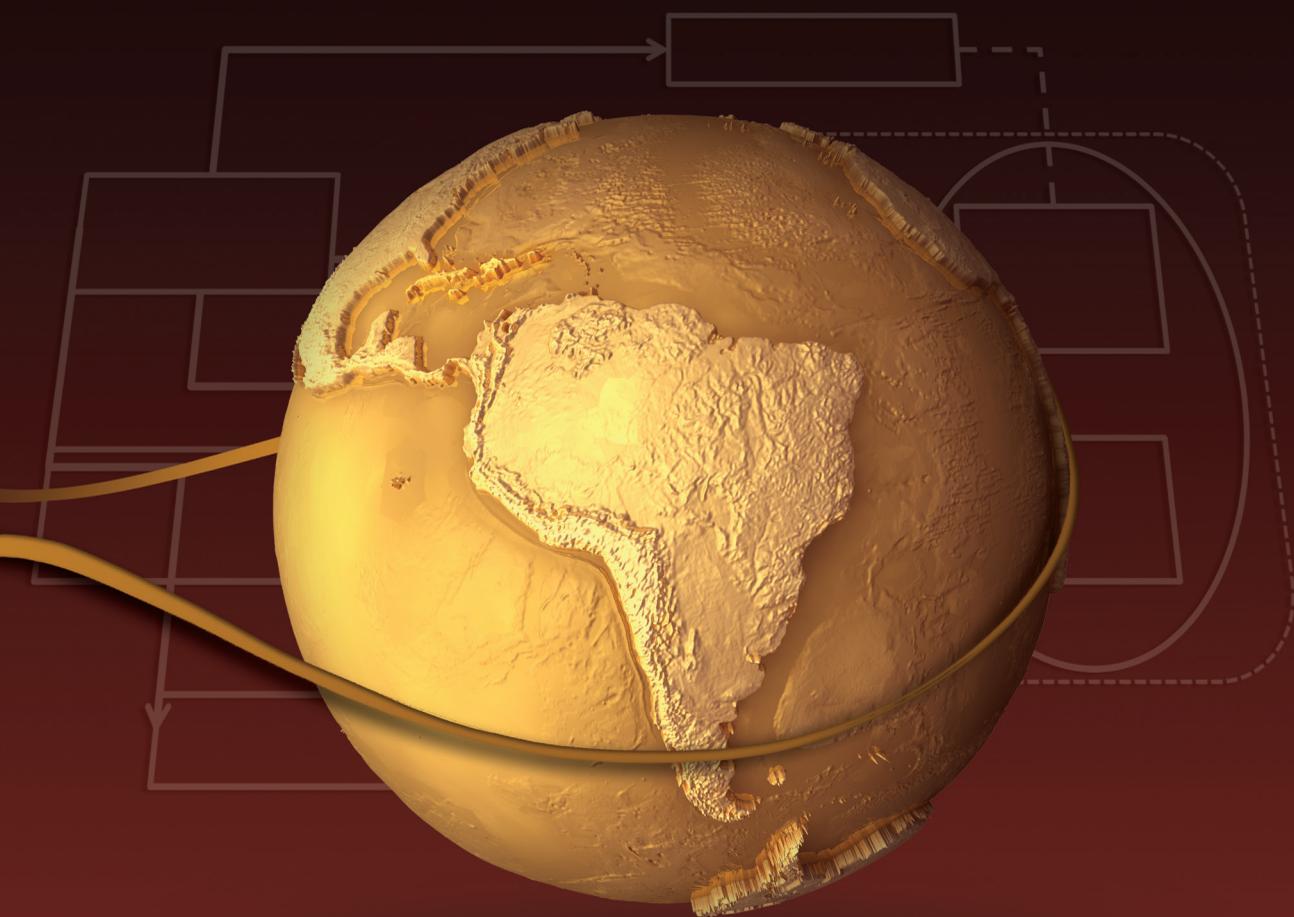


La recuperación global y la normalización monetaria

¿cómo evitar una crónica anunciada?



Coordinado por
ANDREW POWELL

La recuperación global y la normalización monetaria

¿cómo evitar una crónica anunciada?

Andrew Powell
Coordinador

Banco Interamericano de Desarrollo

Marzo 2014

**Información del catálogo de publicación proporcionada por el
Banco Interamericano de Desarrollo
Biblioteca Felipe Herrera**

La recuperación global y la normalización monetaria: ¿cómo evitar una crónica anunciada? /
Andrew Powell, coordinador.

p. cm.

Incluye referencias bibliográficas.

“Informe macroeconómico de América Latina y el Caribe de 2014.”

1. Política fiscal. 2. Política monetaria. 3. Finanzas públicas— Zona del Caribe. 4. Finanzas públicas—América Latina. 5. Zona del Caribe—Condiciones económicas. 6. América Latina—Condiciones económicas. I. Powell, Andrew (Andrew Philip), coord. II. Banco Interamericano de Desarrollo. IDB-AR-108

Se prohíbe el uso comercial no autorizado de los documentos del Banco, y tal podría castigarse de conformidad con las políticas del Banco y/o las legislaciones aplicables.

Copyright © [año de primer publicación] Banco Interamericano de Desarrollo. Todos los derechos reservados; este documento puede reproducirse libremente para fines no comerciales.

Índice

Agradecimientos	v
Prólogo	vii
■ Capítulo 1: Introducción	1
■ Capítulo 2: Oportunidades y riesgos globales	7
■ Capítulo 3: Balances fiscales, deuda y ciclicidad	15
■ Capítulo 4: Balances y crecimiento del crédito	25
■ Capítulo 5: Flujos de capital y política monetaria	39
■ Capítulo 6: Los riesgos de una Parada Súbita	53
■ Capítulo 7: Conclusiones y sugerencias para las políticas	63
Referencias bibliográficas	67
Apéndices	
Apéndice A: Productividad y crecimiento	73
Apéndice B: La metodología G-VAR	79
Apéndice C: Balances fiscales estructurales y ciclicidad	81
Apéndice D: El crédito y las emisiones de títulos de deuda externa	85
Apéndice E: Modelos para analizar los flujos de capital y la política monetaria	93
Apéndice F: La disección de la dolarización de la deuda interna	99
Apéndice G: Cálculo de los costos de las Paradas Súbitas netas y brutas	103

Agradecimientos

Este informe fue preparado por un equipo de economistas del Departamento de Investigación y la División de Gestión Fiscal y Municipal del Banco Interamericano de Desarrollo. El equipo estaba integrado por Martín Ardánaz, Julián Caballero, Eduardo Cavallo, Andrés Fernández, Gustavo García, Alberto Gonzales, Alejandro Izquierdo, Rodrigo Mariscal y Andrew Powell. El informe ha sido coordinado por Andrew Powell. Santiago Levy y José Juan Ruíz aportaron numerosas sugerencias. Fernando Arce, Nuria Tolsá Caballero, Juan Herreño, Mathieu Pedemonte, Mauricio Pinzón y Sergio Rodríguez-Apolinar proporcionaron una ayuda inestimable en la investigación. Leopoldo Avellán, Eduardo Borensztein, Kevin Cowan, Edgardo Demaestri, Eduardo Fernández-Arias, Daniel Hernaiz, Rudy Loo-Kung, Elena Loukoianova, Osmel Manzano, Kentaro Minagawa, Andrés Neumeyer, Ugo Panizza, Hashem Pesaran, Alessandro Rebucci y Guido Sandleris contribuyeron con otros aportes.

Rita Funaro supervisó la edición y la producción del informe, John Dunn Smith y Cathleen Conkling-Shaker colaboraron en las tareas editoriales y Alberto Magnet hizo la traducción. The Word Express creó el diseño de la tapa y compuso la publicación.

Prólogo

En el Informe macroeconómico de América Latina y el Caribe del año pasado se sostenía que la supresión del crecimiento en las economías avanzadas probablemente conduciría a tasas de crecimiento a medio plazo inferiores a las registradas en los años anteriores a la Gran Recesión de 2008. Si bien las perspectivas para la economía global para 2014 parecen algo más favorables, las proyecciones de base para América Latina y el Caribe no han cambiado. El crecimiento de Latinoamérica y el Caribe a ritmos cercanos a los actuales probablemente no sería suficiente para atender sus crecientes demandas sociales. Por ello, el tema central de nuestro informe del año pasado fue cómo aumentar el crecimiento potencial del continente mediante mejoras en la productividad.

Este año nuestra atención se mueve hacia los riesgos y oportunidades que un mejor escenario para la economía global puede suponer para América Latina y el Caribe. La buena noticia es que la aceleración del crecimiento global hoy podría ser más intensa de la inicialmente prevista, especialmente en los Estados Unidos. Precisamente por ello, la reducción de las compras de activos por parte de la FED y, en su momento, una subida de los tipos de interés a corto plazo también podría ser, parafraseando a García Márquez, la crónica de una normalización monetaria anunciada.

En episodios similares de reorientación del ciclo monetario de Estados Unidos que habían sido ampliamente anticipados, los impactos sobre la región no fueron muy significativos. Pero ciertamente hubo casos en las décadas de los años ochenta y noventa en los que aquellas decisiones monetarias generaron una fuerte volatilidad en el precio de los activos y marcadas reducciones en los flujos de capital dirigidos a América Latina y el Caribe. El tema central del informe de este año es analizar cómo pueden reaccionar los países de la región en esta ocasión.

Si efectivamente la normalización monetaria se produce tal y como está siendo anticipada hay sólidas razones para pensar que América Latina y el Caribe se beneficiarán como consecuencia del mayor ritmo de la recuperación mundial. Sin embargo, el fuerte impacto que los anuncios de la FED en mayo de 2013 tuvieron tanto sobre los precios de los activos financieros como sobre el volumen de los flujos de capital nos advierte que los países de la región enfrentan incertidumbres y riesgos que no serían prudentes infravalorar.

El espíritu de este informe es considerar los potenciales escenarios favorables y, a la vez, alertar sobre la existencia de riesgos que pueden tener consecuencias perdurables sobre el crecimiento de la región.

El impacto potencial de esos riesgos es distinto para cada uno de los países de la región, en función tanto de la naturaleza del shock, como de las condiciones institucionales y fundamentales macro de cada una de las economías. Para algunos de los retos identificados, el informe sugiere algunas líneas de actuación. En otros casos, insiste en la necesidad de seguir acumulando datos y evidencia para comprender mejor lo que está ocurriendo y sus potenciales implicaciones. En todo caso, y aunque la normalización monetaria realmente sea una crónica anunciada, el informe subraya que tras un largo periodo de crecimiento y desarrollo, la mayoría de los países de América Latina y el Caribe han desarrollado instituciones y políticas que pueden permitirles aprovechar mejor las mejoras del escenario global y, si este es el caso, reaccionar con mayor eficiencia ante los posibles shocks externos negativos. En definitiva, que buena parte de los países de la región han recobrado la capacidad de influir en el destino de sus economías.

José Juan Ruíz
Economista Jefe

CAPÍTULO 1

Introducción

Las proyecciones recientes dibujan un panorama más positivo para la economía global, con una recuperación que continúa en Estados Unidos y, aunque a un ritmo algo más lento, en Europa.¹ Se prevé que la región de América Latina y el Caribe crecerá a niveles cercanos a su potencial de aproximadamente 3% en 2014, y que el ritmo de crecimiento aumentará ligeramente en los años posteriores. Sin embargo, hay riesgos al alza y a la baja en las proyecciones de base. Este informe se centra en esos riesgos y en cómo los países pueden reducir las vulnerabilidades y mejorar las oportunidades.

Por el lado positivo, la recuperación en Estados Unidos podría ser más fuerte de lo previsto a medida que las restricciones fiscales disminuyen, los precios de las viviendas siguen recuperándose y los balances de los hogares mejoran. Como se señala en el capítulo 2, más adelante, un crecimiento más fuerte en Estados Unidos podría tener un impacto positivo importante en las tasas de crecimiento en América Latina y el Caribe. Sin embargo, datos más sólidos sobre la economía global también podrían propiciar una reducción más rápida de la prevista en las compras de activos por el sistema de la Reserva Federal de Estados Unidos y aumentos más rápidos de lo previsto en las tasas de interés a corto plazo. Si bien este proceso de normalización monetaria podría desarrollarse suavemente, uno de los riesgos es que provoque bruscas caídas de los precios de los activos y, en algunos casos, depreciaciones de la moneda. A su vez, un aumento de tasas de interés en las economías avanzadas podrían provocar más fugas de capitales de la región.

La región también está expuesta a riesgos provenientes de otras partes del mundo. China se ha convertido en un socio comercial cada vez más importante y aunque sus tasas de crecimiento han disminuido, subsiste la preocupación de que quizá puedan caer aún más. Concretamente, el rápido crecimiento del crédito para financiar altas tasas de inversión ha despertado inquietudes a propósito de la robustez del sistema financiero. El crecimiento más lento en China es un riesgo importante pero, como se verá en el capítulo 2, cómo se manifiesta ese riesgo es, una vez más, bastante diferente dependiendo del país.

Para el conjunto de la región, el riesgo positivo de un mayor crecimiento en Estados Unidos y los riesgos negativos de precios de los activos más bajos y de un menor crecimiento en China pueden anularse mutuamente, pero los países en la región están expuestos a estos riesgos de

¹ Ver, por ejemplo, “Perspectivas de la economía mundial”, enero de 2014, FMI.

maneras diferentes. Como se señala en el capítulo 2, México, Centroamérica y el Caribe podrían beneficiarse en un escenario de mayor crecimiento en Estados Unidos y menor crecimiento en China, mientras que el resultado en América del Sur podría ser un crecimiento más bajo.

Los resultados finales también dependen de lo preparada que esté la región actualmente para responder a los impactos. El capítulo 3 analiza las posiciones fiscales y de deuda y el uso potencial de la política fiscal como instrumento de administración macroeconómica. Las últimas dos ediciones del Informe macroeconómico de América Latina y el Caribe señalaban el deterioro en los balances fiscales observados y *estructurales* desde la Gran Recesión de 2008. Un año después, estos han seguido deteriorándose y, como resultado, los niveles de la deuda pública (observado y *estructural*) han aumentado, invirtiendo la tendencia anterior de disminución de los ratios de deuda; se trata de un tema importante que requiere atención. En realidad, dadas las proyecciones de base de un crecimiento cercano al potencial, una de las prioridades clave consiste en reconstruir los amortiguadores fiscales. El capítulo también analiza cómo están situados los países para responder a cualquier shock negativo sobre las proyecciones de base. Algunos países tienen escaso espacio fiscal, pero si este se aprovecha, las políticas deberían estar cuidadosamente diseñadas para evitar medidas que sean simplemente expansionistas en lugar de verdaderamente contracíclicas.

Una vulnerabilidad que ha afectado la capacidad de la región para responder a los shocks en el pasado ha sido una escasa posibilidad de diversificar riesgos debido a la popularidad de los contratos denominados en divisas, a veces denominado *dolarización*. Como se verá en el capítulo 4, las medidas de dolarización en los sistemas financieros nacionales seguramente han disminuido desde los años noventa, aunque la evidencia sugiere que más recientemente han tendido a aumentar. Sin embargo, quizá provoque mayor inquietud el aumento de la emisión de bonos en moneda extranjera tanto de instituciones financieras como no financieras. Por un lado, esto se puede considerar perfectamente natural dado que las empresas en la región se aprovechan de tasas de interés internacionales excepcionalmente bajas. De hecho, se ha producido un cambio por el cual la emisión de deuda en mercados internos se ha desplazado hacia la emisión de valores de renta fija internacional a tasas fijas de interés y vencimientos relativamente más largos. Pero, si las empresas no tienen cobertura de riesgo cambiario, ya sea natural o de otra manera, puede que estén expuestas a efectos de hoja de balance debido a las fluctuaciones de las monedas. Además, puede que las emisiones de las instituciones financieras despierten cierta inquietud. En el agregado, los descalses de moneda en los balances de los bancos están estrictamente regulados en las instituciones financieras de la región, pero las tasas relativamente altas de emisiones podrían ser las responsables de la tendencia hacia una creciente dolarización; por otro lado, parte de las emisiones provienen de filiales en el extranjero que quizá no puedan ser fácilmente reguladas ni monitoreadas.

También las empresas no financieras han realizado emisiones, entre ellas las empresas del sector de bienes no transables. Esto también podría provocar problemas en los balances ante la depreciación de las monedas. Si bien la evidencia de algunos países demuestra que las

emisiones no han aumentado como porcentaje de los activos de las empresas, en el sector no transable una depreciación de la moneda reduciría el valor económico de los activos en dólares mientras que las deudas en dólares permanecerían constantes. Una última tendencia ha sido el crecimiento de los depósitos de las empresas no financieras en el sistema financiero de la región, que corresponden aproximadamente al 58% de los US\$2,2 billones en depósitos en la región.² Los créditos al sector privado no financiero también se duplicaron entre 2009 y 2012. Considerando solo cuatro grandes economías en la región, el crecimiento de los depósitos de las empresas no financieras representaba el 53% del crecimiento de US\$1 billón del crédito a lo largo de ese período. Las emisiones internacionales de empresas no financieras parece ser uno de los factores que explican el fuerte crecimiento del crédito proveniente del sector financiero nacional al sector privado no financiero en algunos países.

En este caso, hay dos posibles preocupaciones. En primer lugar, si estas transacciones representan algún tipo de *carry trade* por parte de las empresas no financieras, cuando las condiciones cambien puede que se vean bruscamente revertidas, lo cual crearía problemas de liquidez en el sector financiero nacional. En segundo lugar, si las empresas no financieras han recibido préstamos sustanciales en dólares y estos depósitos se realizan en moneda local, la depreciación de la moneda provocará efectos de hoja de balance que conducirán a potenciales problemas de solvencia en esas empresas. Dado que es probable que esas empresas también sean los grandes prestatarios del sistema financiero nacional, esto podría provocar efectos en cadena en los sistemas financieros nacionales. En términos más generales, el crédito ha crecido rápidamente y si el crecimiento del crédito disminuye, puede que se intensifiquen las presiones sobre las instituciones financieras. Dicho esto, los sistemas financieros en la región actualmente muestran ratios de solvencia y de liquidez relativamente altos, y la regulación y la supervisión han mejorado considerablemente, como lo demuestra el desempeño relativamente bueno a lo largo de la crisis financiera global de 2008.

En lo que se refiere a la política monetaria, y como sugiere el título de este informe, se espera un proceso de normalización monetaria a medida que la economía de Estados Unidos siga recuperándose. Dos episodios anteriores de salida de períodos de bajas tasas de interés en Estados Unidos ocurrieron en 1994 y 2004 con resultados bastante diferentes. Mientras la experiencia de 1994 produjo una volatilidad considerable con fuertes impactos en los precios de los activos, el episodio de 2004 pasó con relativa suavidad. La salida de 2004 fue en gran parte anticipada y los fundamentales en la región eran claramente mejores, lo que otorgaba mayor capacidad para responder. Aún así, el anuncio de una reducción en la tasa de adquisición de activos de parte de la Reserva Federal en mayo de 2013 (conocido como *tapering*) también produjo una volatilidad considerable en los precios de los activos, y los flujos de capital han disminuido sustancialmente desde esa fecha. El impacto de la normalización monetaria podría ser entonces bastante diferente, dependiendo de lo suave que sea el proceso y de los instrumentos

² 1 billon = 1.000.000.000.000 = 1×10^{12} .

de que disponen los países para contrarrestar cualquier efecto imprevisto. Los cambios en la dirección esperada de las tasas de interés a corto plazo en Estados Unidos podrían influir en los flujos de capital que tienen efectos fuertes y persistentes en el crecimiento en algunos países. El pleno impacto de la reducción de los flujos de entrada de capitales en la segunda mitad de 2013 podría no sentirse hasta la segunda mitad de 2015.

Una última vulnerabilidad considerada en el capítulo 6 es la probabilidad de un caso más extremo en relación con los flujos de capital, concretamente una Parada Súbita (Sudden Stop). Puede que los inversores no consideren los fundamentales cuando toman decisiones de inversión pero puede que también tomen en cuenta las opiniones y acciones de otros inversores. Por ejemplo, si un inversor cree que es probable que otros inviertan en un país en particular, puede que prevean una apreciación de la moneda y un mayor rendimiento de su inversión individual. Lo mismo podría ocurrir a la inversa: puede que los flujos de capital sean más volátiles de lo esperado dado los fundamentales. En ocasiones, puede que se produzca una brusca fuga de capitales, un fenómeno conocido como Parada Súbita (normalmente considerada una caída de los flujos de capital de al menos dos desviaciones estándar), quizá desatada por algún acontecimiento externo que frecuentemente es financiero.

Los análisis sugieren que la probabilidad y los costos de una Parada Súbita dependen de las características específicas de cada país, a saber, un indicador relacionado con la cuenta corriente, el nivel de dolarización (neto de las reservas) y el déficit fiscal del gobierno. Estos factores de vulnerabilidad eran altos en América Latina y el Caribe durante los años noventa y, de hecho, varios países sufrieron paradas súbitas en ese momento; sin embargo, la vulnerabilidad disminuyó a medida que los fundamentales mejoraron antes de la Gran Recesión de 2008. Sin embargo, las estimaciones más recientes sugieren que los riesgos de una Parada Súbita han aumentado nuevamente dado que los tres indicadores se han deteriorado en los años recientes, a pesar de que actualmente la región mantiene una mejor posición que en los años noventa. Por otro lado, puede que los costos de las paradas súbitas, si estas llegaran a producirse, también hayan aumentado. El costo esperado (la probabilidad multiplicada por el costo económico) para una típica economía de ALC-7 se estima en alrededor del 2,5% del PIB, comparado con solo un 1,8% del PIB en 2007. A su vez, esto implica que el nivel óptimo de las reservas internacionales ha aumentado. De hecho, la calibración de un modelo reciente para el nivel óptimo de reservas señala que si bien las reservas han aumentado en términos de dólares, actualmente se encuentran por debajo de los niveles óptimos en la mayoría de los países.

Una importante atenuante ante estos resultados es que la naturaleza de los flujos de capital parece haber cambiado. Concretamente, a medida que ha avanzado la integración financiera, los flujos netos de capital se han vuelto más estables porque los flujos de capital de los residentes (normalmente denominados flujos de salida) tienden a contrarrestar los flujos de los no residentes (normalmente denominados flujos de entrada). Sin embargo, puede que una Parada Súbita en los flujos de entrada brutos, aunque no requiera un ajuste del tipo de cambio real, siga siendo

costosa, ya que podría asociarse con una menor intermediación financiera y forzar un costoso proceso de desapalancamiento.

A pesar de que se espera que la región crezca más rápidamente en los próximos dos años que en los tres años anteriores, las tasas de crecimiento proyectadas son del orden de solo 3% a 3,5%, cercanas a las estimaciones de crecimiento potencial y muy por debajo de las tasas de crecimiento alcanzadas antes de la Gran Recesión (4,9% en 2003–2007). Estas tasas de crecimiento no permitirán a la región abordar numerosas necesidades sociales aún no satisfechas y son sustancialmente inferiores a las de otras regiones emergentes del mundo, sobre todo el este asiático. Paralelamente al análisis de oportunidades y vulnerabilidades analizadas en este informe, es esencial abordar los motivos del bajo crecimiento potencial de la región (ver recuadro 1.1 y apéndice A).

Si bien la normalización monetaria en Estados Unidos y las tasas de interés mundiales más altas constituyen en realidad una crónica anunciada, no hay motivos para suponer que esto traerá necesariamente consigo problemas en América Latina y el Caribe. De hecho, la proyección de base es que habrá una recuperación moderada en la región y suponiendo que el proceso continúe suavemente y como se había previsto, puede que los impactos negativos en los precios

Recuadro 1.1 Caída de la productividad de América Latina y el Caribe comparada con otras regiones

El tamaño de la producción económica y, por lo tanto, de los ingresos obtenidos, depende de la cantidad de los factores empleados (capital y trabajo) y de la productividad de esos insumos, conocida como **productividad total de los factores (PTF)**. El aumento en los ingresos normalmente se considera sostenible si está respaldado por el crecimiento de la PTF subyacente. El país típico de la región, en realidad, ha tenido una acumulación de factores más rápida que las economías avanzadas (se redujo tanto la brecha de capital físico como la de capital humano) pero la productividad relativa de esos factores disminuyó de 78% a 53%, una vez más en relación con las economías avanzadas. Desde 1960, el ingreso per cápita del país típico de la región disminuyó en un 16% en relación con el resto del mundo y la productividad relativa disminuyó en un 18%. La productividad total de los factores de América Latina y el Caribe llegó a ser la mitad de la del país típico de Asia oriental.

En términos de ingreso per cápita, la región experimentó un repunte en la década del 2000 pero posteriormente el crecimiento volvió a desacelerarse. En Chile, Colombia, México y Uruguay el motor del crecimiento pareció ser el trabajo, aunque una expansión del stock de capital jugó un rol considerable en Chile y México. En otros países, la productividad no parece haber jugado un rol. Sin embargo, para algunos países que se encontraban en recesión a comienzos de la década del 2000, la capacidad no utilizada probablemente jugó un rol en el posterior y visible crecimiento de la productividad (un debate más extenso, en el apéndice A). Como se sostenía en el Informe macroeconómico de América Latina y el Caribe del año pasado, la perspectiva a mediano plazo para la región es que el crecimiento se acerque al potencial de la región, en consonancia con el menor crecimiento de la productividad subyacente. Para alcanzar tasas de crecimiento sostenible más altas, sigue siendo crucial un mayor aumento de la productividad.

de los activos ya estén incorporados en las valuaciones y los países deberían beneficiarse de la recuperación del crecimiento en Estados Unidos y Europa. Sin embargo, los riesgos existen y la región parece actualmente algo más vulnerable ante ciertos shocks, comparado con lo que ocurría antes de la Gran Recesión. Quizá más inquietante es el deterioro de las posiciones fiscales, junto con un fuerte crecimiento del crédito financiado parcialmente por emisiones más altas en moneda extranjera por parte de bancos y empresas no financieras que han invertido la tendencia de apoyarse más en los mercados nacionales en moneda local. Al mismo tiempo, la región ha avanzado en el fortalecimiento de los sistemas financieros y en el desarrollo de su capacidad para responder a shocks negativos. El espíritu de este informe es debatir sobre los riesgos y las vulnerabilidades potenciales, tanto como las oportunidades. El capítulo final reúne las principales sugerencias de políticas de acuerdo al análisis en cada capítulo.

CAPÍTULO 2

Oportunidades y riesgos globales

Los datos recientes señalan una perspectiva algo más halagüeña para la economía mundial, que se espera crezca a un promedio de 3,8% en los próximos dos años, muy por encima del 3% promedio de los últimos dos años. El crecimiento en las economías emergentes disminuyó hasta 4,7% en 2013, pero se espera que se recupere hasta el 5,1% en 2014 y el 5,4% en 2015. Según las proyecciones, la región de América Latina y el Caribe crecería a un 3% en 2014 y un 3,3% en 2015, cercano al crecimiento potencial. El crecimiento en gran parte del mundo desarrollado sigue por debajo del potencial; las economías emergentes siguen creciendo y, como se señala en el informe anterior, se espera que el desempeño económico de América Latina y el Caribe vuelva a la normalidad.

La desaceleración en las economías emergentes ha sido uno de los rasgos más visibles de la economía global en los años recientes. Por ejemplo, Brasil, China, India, México y Sudáfrica crecieron a un promedio de 6,5% al año entre 2004 y 2008, pero su crecimiento esperado para los próximos cinco años es de 4,7% al año. Este ritmo más lento se atribuye a veces a factores autónomos en cada país, pero esto sigue siendo una cuestión abierta y muy importante para orientar las políticas adecuadas. La influencia de los factores internos en el crecimiento más lento es el primer asunto abordado en este capítulo.

Hay incertidumbre en torno a cualquier proyección de base para el crecimiento global y los precios de los activos, sobre todo teniendo en cuenta los desarrollos en Estados Unidos.³ Los riesgos pueden ser positivos y negativos. También hay riesgos que provienen de China. La segunda cuestión abordada en este capítulo es cómo estos riesgos pueden tener un impacto en toda la región y, concretamente, en países individuales. Un modelo global de vector autorregresivo, o G-VAR, se utiliza para desarrollar estos escenarios.⁴ Las proyecciones de base para este ejercicio provienen del número de enero de “Perspectivas de la economía mundial”, del FMI, y el modelo se utiliza para estimar un conjunto de escenarios alternativos. El apéndice B discute la metodología y analiza el desempeño del modelo.

³ La encuesta Bloomberg sobre previsiones indica una proyección del crecimiento promedio para la economía de Estados Unidos de aproximadamente 2,85% en 2014 y 3,01% para 2015. Sin embargo, dos desviaciones estándar de la distribución equivalen a 0,68% para 2014 y 0,90% para 2015.

⁴ La metodología G-VAR fue propuesta en Pesaran et al. (2004). Ver Di Mauro y Pesaran (2013) para más detalles y Cesa-Bianchi et al. (2012) para una aplicación que modela los shocks desde China hacia América Latina.

La desaceleración de los mercados emergentes

El crecimiento de las economías emergentes más grandes sufrió una marcada desaceleración entre 2010 y 2013. Si se tratara de señalar como culpables ciertos rasgos autónomos de las respectivas economías, es evidente que las políticas debieran tener en cuenta esas restricciones concretas. Además, si hay evidencia de que ciertas fricciones internas produjeron tasas de crecimiento por debajo del crecimiento potencial, puede que se traduzca en un argumento para emplear instrumentos de gestión de la demanda macroeconómica. Por otro lado, si se supone que la desaceleración se debió a la supresión del crecimiento en las economías avanzadas, dada la recuperación global actual se esperaría que el crecimiento vuelva al crecimiento potencial. En ese caso, las políticas deberían centrarse en mejorar el crecimiento potencial (como se señala en el capítulo 1 y se aborda en el apéndice A) y no necesariamente en políticas para estimular la demanda agregada.

Utilizando la metodología G-VAR, descrita en el apéndice B, se comparó las tasas de crecimiento observadas entre 2010 y 2013 para cada país con las tasas de crecimiento que se habría pronosticado si las economías avanzadas más grandes hubieran realmente registrado tasas de crecimiento cercanas a las previsiones incondicionales del modelo, y no al crecimiento observado *más bajo*.⁵ Por ejemplo, en el caso de Estados Unidos, la tasa de crecimiento observada es de 0,9% por debajo de las previsiones del modelo para 2010–2011, y un 1,2% inferior a las previsiones del modelo para 2011–2012, lo cual refleja una supresión continua del crecimiento.⁶ El modelo es luego usado para predecir la tasa de crecimiento en un conjunto de grandes economías emergentes si Estados Unidos (y otras economías avanzadas) hubieran crecido a las tasas más altas previstas del modelo.

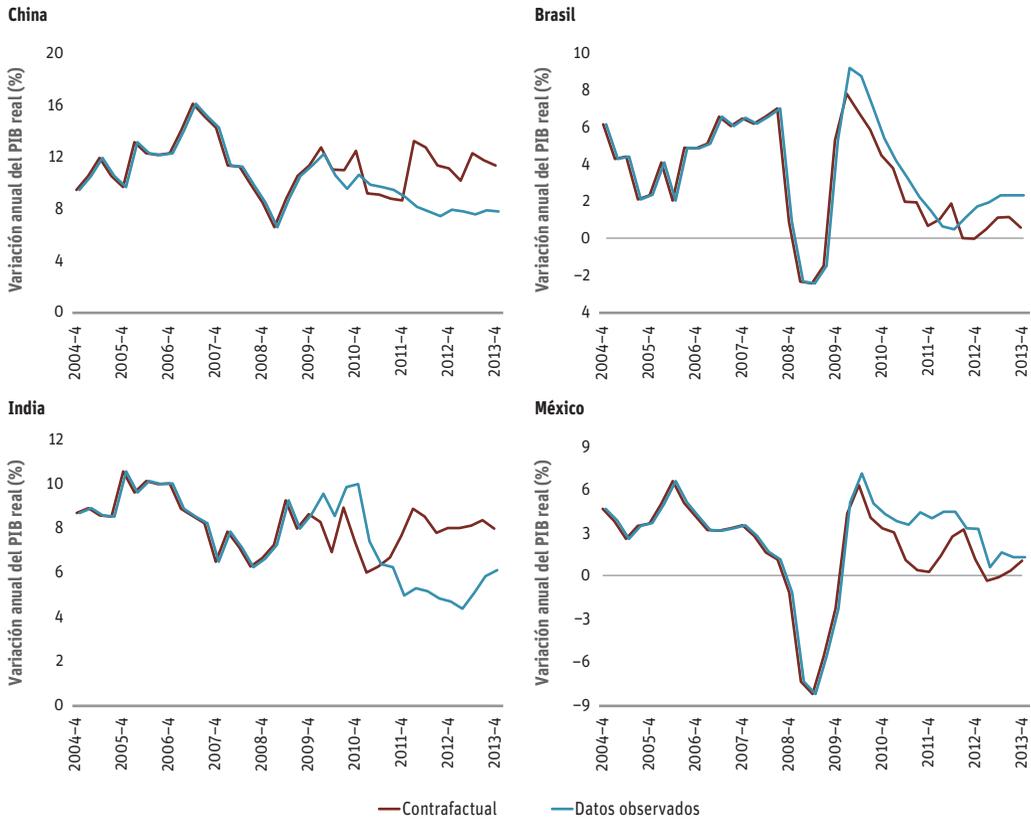
Los resultados para México y Brasil señalan que, teniendo en cuenta el menor crecimiento en Estados Unidos y en otras economías avanzadas que se observó durante el período 2010–2013, el contrafactual es en realidad cercano a las tasas de crecimiento observadas en México y Brasil. En otras palabras, el ritmo de crecimiento más lento en Brasil y México se explica esencialmente por la falta de crecimiento de las economías avanzadas. En realidad, México tuvo incluso resultados algo mejores de lo que podría haberse esperado durante 2010 y 2011.⁷ Sin embargo, esto no es lo que ocurre con China o India. En estos casos, el modelo no puede explicar la desaceleración como una función de la falta de crecimiento de las economías avanzadas; los factores autónomos parecen tener un mayor peso.

Suponiendo que la recuperación global se produzca, las tasas de crecimiento deberían de hecho volver a valores cercanos al potencial en Brasil y México, lo cual significa que los responsables de las políticas quizá debieran centrarse en mejorar el potencial de crecimiento más que

⁵ El apéndice B señala que las previsiones incondicionales del modelo son, en realidad, muy cercanas a las proyecciones de base.

⁶ El número de 2013 del Informe macroeconómico de América Latina y el Caribe abordaba la supresión del crecimiento en las economías avanzadas con mayor detalle.

⁷ Factores autónomos pueden explicar este desempeño positivo en 2010 y 2011 y luego el desempeño más débil en 2013.

GRÁFICO 2.1**ESCENARIOS CONTRAFACUALES Y OBSERVADOS DE CRECIMIENTO DE CHINA, BRASIL, INDIA Y MÉXICO**

Fuente: Cálculos de los autores en base a fuentes nacionales y a "Perspectivas de la economía mundial", FMI (2013).

en gestionar la demanda. Sin embargo, los casos de China e India parecen ser más complejos. Basta decir que puede que en estas economías ciertas restricciones específicas hayan limitado el crecimiento a lo largo del período de análisis.

Escenarios para América Latina y el Caribe

La proyección de base es que el crecimiento en Estados Unidos se acelere del 1,9% del año pasado a 2,8% en 2014 y 3,5% en 2016, a medida que desaparezcan las restricciones fiscales y que mejore el mercado de la vivienda y el balance de los hogares. Se espera que la economía alemana crezca un 1,6% en 2014 y el conjunto de la zona euro debería crecer un 1,0% dadas las expectativas más optimistas, sobre todo en relación a España e Italia.⁸ El crecimiento en

⁸ Italia y España tuvieron un crecimiento negativo de -1,8% y -1,2% durante 2013 pero se espera que ambos crezcan un 0,6% en 2014.

Japón llegó al 1,7% en 2013 y puede que mantenga esa tasa en 2014 antes de disminuir a un crecimiento de 1% en 2015. En China, se espera que el crecimiento sea de 7,5% en 2014 y que disminuya a 7% hacia 2016.

Un riesgo positivo con respecto a esta referencia sería un crecimiento mayor de lo previsto en Estados Unidos. Un primer escenario alternativo calcula que el crecimiento en Estados Unidos llegue al 4% en 2015. Sin embargo, al mismo tiempo, existe un riesgo de que los datos positivos sobre la economía de Estados Unidos conduzcan a una disminución más rápida de las compras de activos por parte de la Reserva Federal, y a un aumento más temprano de las tasas de interés, que a su vez podrían provocar el colapso de los precios de los activos.⁹ El segundo riesgo considerado es una caída de los precios de los valores de activos financieros en Estados Unidos. El shock está modelado como un nivel más bajo de la rentabilidad del capital.¹⁰ Un tercer riesgo es un impacto de las tasas de crecimiento en China de tal manera que China crezca un 5,3% en 2015 y, a partir de 2017, un 6,5%.

Como podría esperarse, un crecimiento más alto en Estados Unidos provoca un crecimiento más alto en América Latina y el Caribe, mientras que un impacto negativo en los precios de los activos financieros en Estados Unidos o un impacto negativo en el crecimiento chino provocará una caída del crecimiento. El cuadro 2.1 presenta los supuestos del análisis de este escenario y el gráfico 2.2 ilustra los resultados para la región. Si el crecimiento de Estados Unidos alcanza el 4% en 2015, y la normalización de la política monetaria avanza suavemente, se calcula que el crecimiento en la región aumentará a 6% en 2015. Por otro lado, si el crecimiento chino disminuye a 5,3% en 2015, es probable que el crecimiento regional caiga hasta un 1,5% ese mismo año. El impacto en los precios de los activos financieros en Estados Unidos haría disminuir el crecimiento regional hasta un 2% en 2014.

En el cuadro 2.2, se detalla el impacto en los países individuales. El tamaño de los impactos individuales es tal que un escenario donde las tres perturbaciones se produzcan simultáneamente (en el gráfico 2.2 y en el cuadro 2.2 denominado shock combinado) es inicialmente negativo en términos netos, pero entonces el crecimiento en la región vuelve a situarse en las proyecciones de base. Sin embargo, el efecto en diferentes países de la región varía significativamente. México gana más por un mayor crecimiento en Estados Unidos y se ve menos afectado por un impacto negativo en China; por lo tanto, para México, el escenario de impactos combinados es positivo en

⁹ Una advertencia frente al modelo G-VAR es que no captura los efectos de la reducción de la compra de activos por parte de la Reserva Federal, ni de un cambio en la trayectoria esperada de las tasas de interés. Esto no es sorprendente dada la política monetaria convencional y no convencional verdaderamente excepcional en Estados Unidos desde los tiempos de la Gran Recesión. Sin embargo, el modelo sí captura los impactos de los precios cambiantes de los activos financieros.

¹⁰ El crecimiento de base en el mercado de valores de Estados Unidos es la predicción incondicional del modelo, pero lo que importa aquí es el shock. En otras palabras, un lector puede considerar su referencia favorita para los activos financieros en Estados Unidos; el escenario de shock negativo será entonces una tasa de retorno un 5,3% más baja en relación con esa referencia.

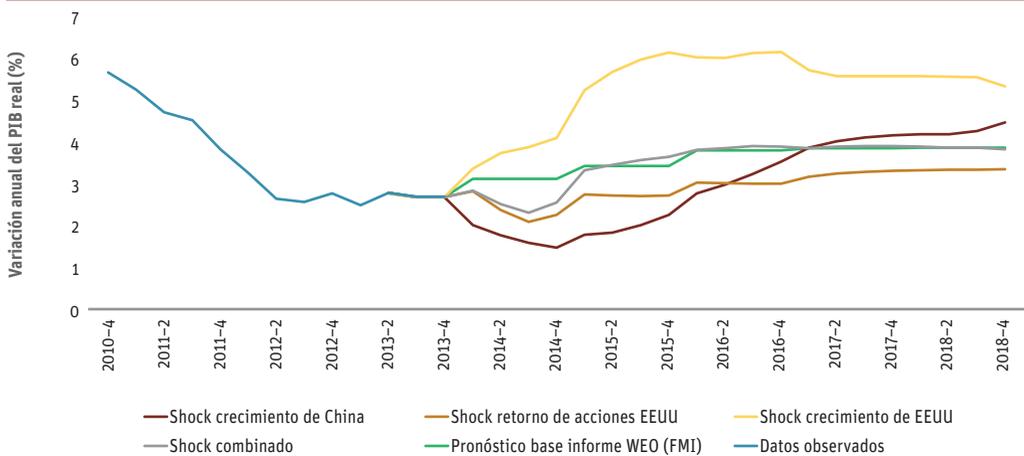
CUADRO 2.1 | **ESCENARIO BASE Y ESCENARIOS ALTERNATIVOS**

País	Variable	Escenario	Observados				Proyectados		
			2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Estados Unidos	Crecimiento del PIB real	Escenario base ^a	2,5	1,8	2,8	1,9	2,8	3,0	3,5
		Shock positivo					3,3	4,0	4,0
	Variación real de las acciones	Pronóstico base ^b	18,2	9,8	5,9	9,9	9,0	6,7	4,9
		Shock negativo					3,7	4,0	3,2
China	Crecimiento del PIB real	Escenario base ^a	10,4	9,3	7,7	7,7	7,5	7,3	7,0
		Shock negativo					6,0	5,3	5,5

Fuente: Cálculos de los autores.

^a “Perspectivas de la economía mundial”, FMI (WEO, enero de 2014).

^b Pronóstico incondicional del modelo.

GRÁFICO 2.2 | **EFFECTO DE LOS ESCENARIOS ALTERNATIVOS EN EL CRECIMIENTO DE AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE**

Fuente: Cálculos de los autores. “Perspectivas de la economía mundial”, FMI (WEO enero 2014).

términos netos. Brasil se ve afectado más por el impacto negativo en China, lo que significa que el escenario de impactos combinados es negativo en términos netos. Las magnitudes estimadas del impacto de los shocks individuales son mucho más altas en algunos países que en otros. Por ejemplo, las tasas de crecimiento en Colombia son bastante sensibles a estos impactos, mientras que en El Salvador el efecto es casi nulo.¹¹

¹¹ Naturalmente, puede que la magnitud de los shocks sea bastante diferente de los que modelamos aquí. Como se señala en el Informe macroeconómico de América Latina y el Caribe de 2012, hay un número infinito de escenarios o de “senderos que se bifurcan” que se podría tener en cuenta.

Conclusiones

Una proyección de base sugiere que las tasas de crecimiento para América Latina y el Caribe serán cercanas al crecimiento potencial. Sin embargo, los riesgos para este escenario incluyen un riesgo al alza para el crecimiento en Estados Unidos y riesgos a la baja para el crecimiento y los precios de los activos financieros en China. Cualquiera de estos shocks individuales tendría un impacto en la región, pero según la magnitud de los shocks individuales, podrían equilibrarse unos con otros a nivel regional. Sin embargo, aún cuando tengan escaso impacto en el conjunto de la región, podrían afectar significativamente a los países individuales. Los países de América del Sur están más expuestos a un impacto negativo en el crecimiento chino y se beneficiarían menos del alto crecimiento en Estados Unidos. México, América Central y algunos países del Caribe se beneficiarían más del crecimiento en Estados Unidos de lo que sufrirían de un shock negativo en China.

El ejercicio de modelaje sugiere que la desaceleración que comenzó en 2010 en las dos economías más grandes de la región, Brasil y México, se puede explicar por la falta de crecimiento de las economías desarrolladas. Por otro lado, en China o India puede que intervengan más factores autónomos. Por consiguiente, el crecimiento en Brasil y México debería mejorar a medida que la economía global se recupera, y las políticas de administración de la demanda de carácter expansionista pueden ser inadecuadas en este momento.

CUADRO 2.2 CRECIMIENTO DEL PIB REAL, ESCENARIO BASE Y ESCENARIO DE SHOCK COMBINADO (%)

País	Escenario	2012	2013	Proyección
				2014–2016
Argentina	Escenario base ^a	1,6	3,5	2,8
	Shock combinado			2,1
Bolivia	Escenario base ^a	5,0	5,4	5,0
	Shock combinado			4,9
Brasil	Escenario base ^a	1,0	2,3	2,8
	Shock combinado			2,4
Chile	Escenario base ^a	5,3	4,4	4,5
	Shock combinado			4,1
Colombia	Escenario base ^a	4,0	3,7	4,4
	Shock combinado			4,0
Costa Rica	Escenario base ^a	5,2	3,5	4,1
	Shock combinado			4,5
Ecuador	Escenario base ^a	5,2	4,0	4,0
	Shock combinado			4,3
El Salvador	Escenario base ^a	1,9	1,6	1,7
	Shock combinado			1,7
Jamaica	Escenario base ^a	-0,5	0,4	1,7
	Shock combinado			1,6
México	Escenario base ^a	3,8	1,2	3,4
	Shock combinado			3,7
Nicaragua	Escenario base ^a	4,2	4,2	4,0
	Shock combinado			4,4
Paraguay	Escenario base ^a	-0,4	12,0	4,7
	Shock combinado			3,9
Perú	Escenario base ^a	6,3	5,4	5,8
	Shock combinado			5,7
Trinidad y Tobago	Escenario base ^a	0,1	1,6	2,2
	Shock combinado			2,1
Promedio ponderado	Escenario base ^a	2,7	2,6	3,3
	Shock combinado			3,2

Fuente: Cálculos de los autores.

^a "Perspectivas de la economía mundial", FMI (WEO, enero de 2014).

CAPÍTULO 3

Balances fiscales, deuda y ciclicidad

El Informe macroeconómico de América Latina y el Caribe de 2013 expresaba su inquietud a propósito de la política fiscal expansiva en un contexto de cierre de las brechas de producto y condiciones de financiamiento relativamente favorables. El informe sostenía que en varios países la normalización fiscal estaba retrasada y que era crucial recuperar espacio fiscal. Un año más tarde, los balances han seguido deteriorándose, y una administración fiscal más estricta y la restauración de los factores de amortiguación siguen siendo prioridades clave de las políticas.¹²

Las estimaciones sugieren que si bien algunos países fueron capaces de seguir políticas fiscales expansivas durante la crisis de 2008 y 2009, los impulsos fiscales no fueron eliminados a medida que se cerraban las brechas de producto. Además, las políticas parecieron favorecer un gasto inflexible en lugar de aumentos del gasto que posteriormente se podían revertir.

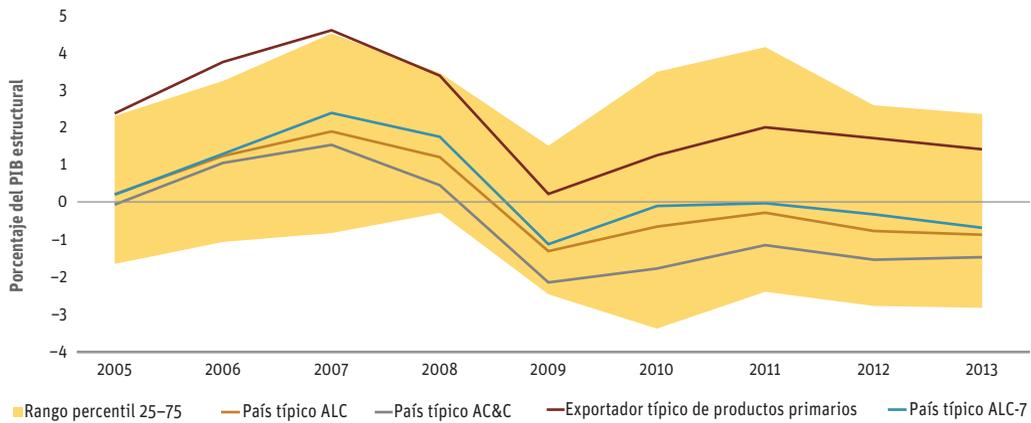
Dado el estado actual del ciclo económico y de las posiciones fiscales, los esfuerzos de consolidación parecen justificados en numerosos países. Al mismo tiempo, los países deberían contemplar medidas que les permitan implementar políticas contracíclicas en caso de shocks en el futuro. El desarrollo de estabilizadores fiscales automáticos y de instituciones que implementen políticas discrecionales cuidadosamente diseñadas —que puedan ser revertidas cuando se cierren las brechas de producto— contribuiría a que la región se vuelva verdaderamente contracíclica.

La política fiscal

Las finanzas públicas siguieron deteriorándose durante 2013, y en el país típico de la región el resultado fiscal global sigue 3 puntos porcentuales del PIB por debajo de los niveles anteriores a la crisis (gráfico 3.1). En comparación con 2012, solo 3 de 21 países analizados tienen saldos primarios más sólidos (gráfico 3.2).

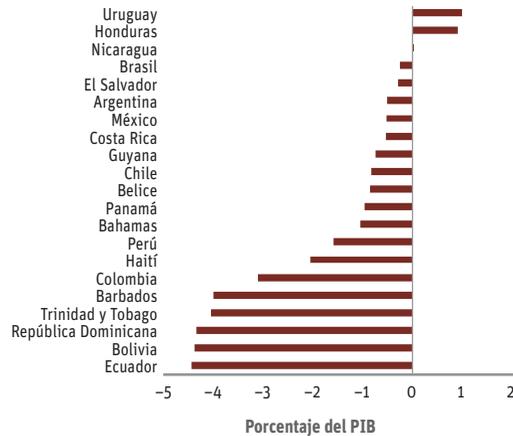
¹² Ver también FMI (2013a y 2013b) y CEPAL (2014).

GRÁFICO 3.1 BALANCES FISCALES GLOBALES (% DEL PIB)



Fuente: Cálculos de los autores en base a fuentes nacionales y a “Perspectivas de la economía mundial”, FMI (2013).
 Nota: ALC típico: promedio de los 20 países regionales con información disponible. ALC-7 típico: promedio de Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela. América Central y Caribe típico (AC&C): promedio de Costa Rica, Honduras, El Salvador, Guatemala, Panamá, Barbados, República Dominicana, Guyana, Trinidad y Tobago. El exportador típico de productos primarios es el grupo de países en los que los recursos no renovables representan una fuente crítica de ingresos fiscales: Bolivia, Chile, Colombia, Ecuador, Guyana, México, Perú, Trinidad y Tobago y Venezuela.

GRÁFICO 3.2 CAMBIOS EN EL BALANCE FISCAL PRIMARIO (2012–2013), % DEL PIB



Fuente: Cálculos de los autores en base a fuentes nacionales y a “Perspectivas de la economía mundial”, FMI (2013).

La evaluación del desempeño fiscal, estimaciones de los balances estructurales primarios

Los balances fiscales observados se mueven como respuesta tanto a los instrumentos discrecionales de política (por ejemplo, un cambio en el código tributario) como a factores no discrecionales o “automáticos” inducidos por cambios en el entorno macroeconómico: factores como un fuerte crecimiento de la producción o un auge de los precios de los productos primarios se asocian con bruscos aumentos de los ingresos fiscales, lo cual normalmente conduce a mejores posiciones fiscales. Al contrario, cuando los precios de

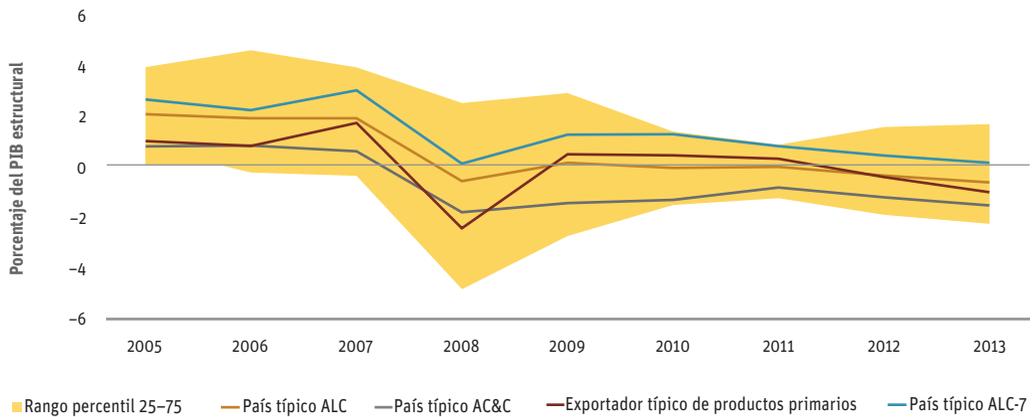
los productos primarios disminuyen o la actividad económica se desacelera, los ingresos fiscales se ven negativamente afectados y ciertas categorías de gastos pueden aumentar automáticamente, dando como resultado un deterioro del balance fiscal. La posición fiscal observada es, entonces, en parte un reflejo de la respuesta automática de las variables fiscales ante el entorno macroeconómico, así como de la posición fiscal discrecional subyacente. Para aislar este último componente, se deben extraer los efectos de las fluctuaciones cíclicas (temporales) en las cuentas fiscales.

Una manera de caracterizar la posición fiscal “subyacente” consiste en calcular los balances primarios estructurales (BPE) o balances ajustados cíclicamente.¹³ Los BPE constituyen la posición fiscal real del gobierno (neta de pago de intereses) controlando por las consecuencias presupuestarias del ciclo económico y otros factores exógenos, como las fluctuaciones en los precios de los productos primarios.¹⁴ Calcular los BPE comprende tres pasos: i) una estimación del producto potencial y la correspondiente *brecha del producto* (definida como la diferencia entre el producto real y el potencial); ii) estimación de las elasticidades tributarias y del gasto en relación con la brecha del producto; y iii) ajustes que van más allá del ciclo económico, tales como controlar por los efectos de los precios de los productos primarios en los ingresos fiscales.¹⁵

Continúa el deterioro de la posición fiscal...

En el país típico, la caída en el BPE fue superior a un punto porcentual del PIB estructural en el período 2012–13 (gráfico 3.3).¹⁶ Al comparar niveles del BPE antes y después de la Gran Recesión, en solo 1 de los 20 países analizados el BPE mejoró (gráfico 3.4). Además, si bien todos

GRÁFICO 3.3 BALANES PRIMARIOS ESTRUCTURALES (% DEL PIB POTENCIAL)



Fuente: Cálculos de los autores en base a fuentes nacionales.

Nota: ALC típico: promedio de los 20 países regionales con información disponible. ALC-7 típico: promedio de Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela. América Central y Caribe típico (AC&C): promedio de Costa Rica, Honduras, El Salvador, Guatemala, Panamá, Barbados, República Dominicana, Guyana, Trinidad y Tobago. El exportador típico de productos primarios es el grupo de países en los que los recursos no renovables representan una fuente crítica de ingresos fiscales: Bolivia, Chile, Colombia, Ecuador, Guyana, México, Perú, Trinidad y Tobago y Venezuela.

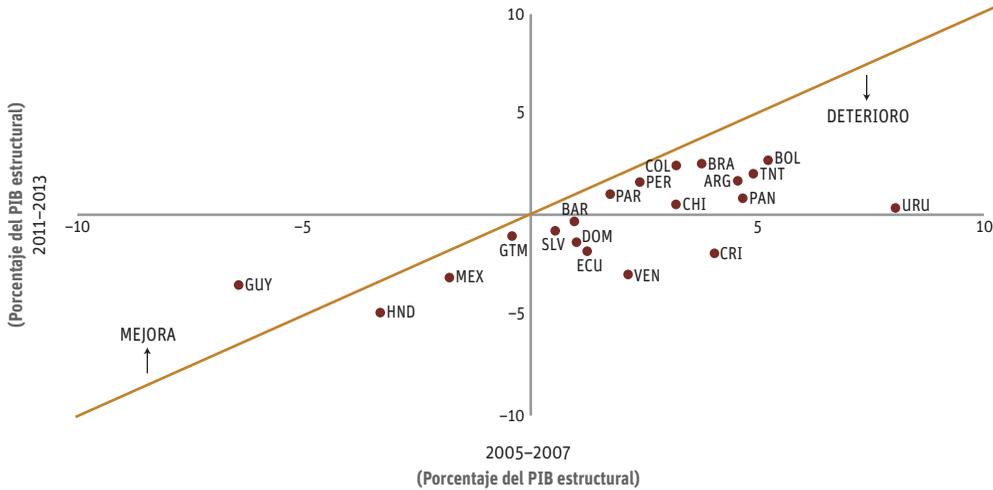
¹³ BID (2008); 2012. Ver también Daude et al. (2011) y Vladkova-Hollar y Zettelmeyer (2008).

¹⁴ Concretamente, el BPE es igual a los ingresos estructurales menos los gastos primarios. Ver Bornhorst et al. (2011) para una lista completa de las alternativas relativas a las opciones de ajuste (precios de los activos, operaciones fiscales extraordinarias, etc.).

¹⁵ Ver apéndice C para más detalles sobre la metodología y la muestra.

¹⁶ Algunos países del Caribe, no incluidos en los 20 países de ALC analizados aquí, siguieron con los esfuerzos de consolidación fiscal durante 2013.

GRÁFICO 3.4 CAMBIOS EN EL BALANCE FISCAL PRIMARIO ESTRUCTURAL (% DEL PIB POTENCIAL)

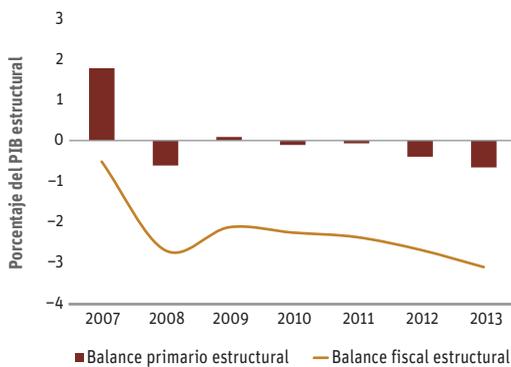


Fuente: Cálculos de los autores en base a fuentes nacionales.

los países excepto seis tenían balances estructurales en superávit, o al menos no negativos en 2007, se prevé que en 2013 el número de países con déficits de balance estructural superarán a aquellos con superávits.¹⁷

Las estimaciones estructurales indican que la posición fiscal de la región se ha deteriorado significativamente desde 2007: el déficit fiscal estructural primario supera el 0,5% del PIB estructural y el déficit del balance estructural total supera el 3% (ver gráfico 3.5).

GRÁFICO 3.5 BALANCES FISCALES ESTRUCTURALES EN EL TÍPICO ALC (2005-2013)

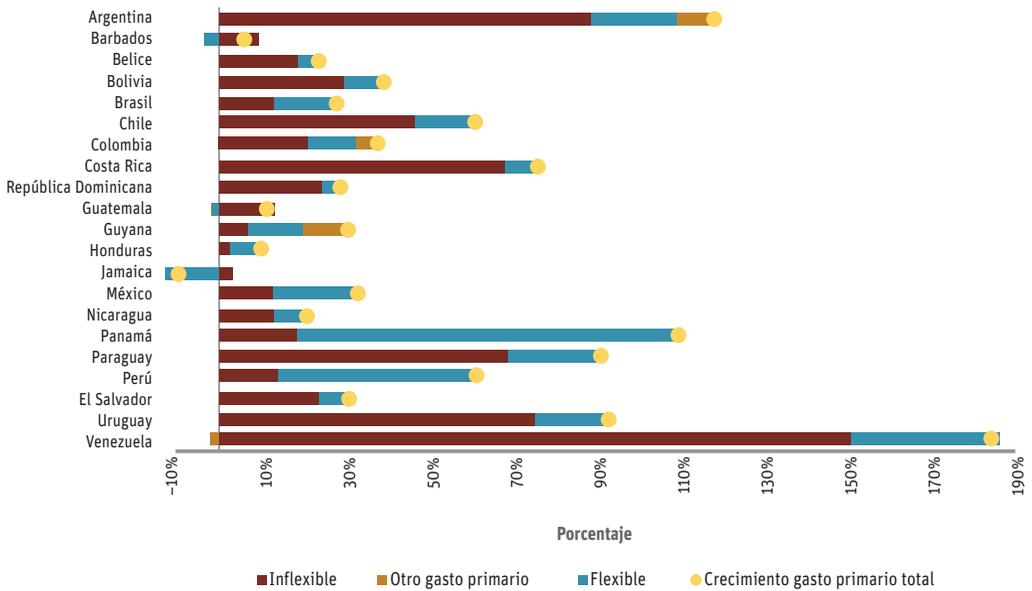


Fuente: Cálculos de los autores en base a fuentes nacionales.

... Desaceleración de los ingresos y expansión de gastos públicos mayoritariamente inflexibles

El deterioro del saldo estructural fiscal puede ser el resultado de una caída en los ingresos (estructurales), un aumento del gasto público, o ambos. Antes de la Gran Recesión el crecimiento del gasto real estaba total o parcialmente compensado por el constante crecimiento de los ingresos, pero esta tendencia se invirtió en 2011 cuando el crecimiento del gasto real comenzó a superar el aumento en los ingresos

¹⁷ Ver apéndice C para más detalles.

GRÁFICO 3.6 CAMBIO EN EL GASTO REAL PRIMARIO (2007-2013)

Fuente: Cálculos de los autores en base a fuentes nacionales y CEPAL (2013).

estructurales. Además, un desglose del crecimiento del gasto primario en diferentes categorías señala que, en promedio, más de dos terceras partes del aumento provienen de partidas que podrían ser calificadas como relativamente inflexibles (por ejemplo, los salarios y sueldos y las transferencias corrientes) que cuesta reducir (ver gráfico 3.6).

...y una respuesta fiscal preponderantemente procíclica

Además de observar la evolución de los niveles del BPE, es clave evaluar los *cambios* en el saldo primario estructural, dado que este define la posición fiscal que luego se puede comparar con la posición cíclica de la economía: un aumento en el saldo primario estructural en un momento económico favorable señalaría un rol contracíclico y, por lo tanto, estabilizador de la política fiscal. Como se señaló en el Informe macroeconómico de América Latina y el Caribe de 2012, numerosos países de la región fueron capaces de seguir una política fiscal contracíclica durante la Gran Recesión, lo cual representa “graduarse” de la “trampa de la prociclicidad” que había caracterizado a la región tradicionalmente.¹⁸

Sin embargo, si el estímulo fiscal introducido durante una recesión no se relaja a medida que evoluciona la recuperación, la política fiscal volvería a ser procíclica, reduciendo el (quizá limitado) espacio fiscal. Considerando América Latina y el Caribe, con 80 observaciones país-año,

¹⁸ Ver Frankel et al. (2012) para evidencia sobre el proceso de “graduación” de la prociclicidad fiscal en el mundo en desarrollo a lo largo de la última década.

durante el período 2010–2013 la respuesta de la política fiscal fue de carácter procíclico con expansiones fiscales en el contexto de un repunte económico (60% del total de observaciones de repunte) y contracciones fiscales en el contexto de desaceleración (58% del total de episodios de desaceleración).

A pesar de estas tendencias generales, hay diferencias importantes entre países. Dependiendo de las respuestas promedio del BPE a cambios en las brechas del producto a lo largo de un extenso período (2000–2013), los países se pueden dividir entre aquellos que son los más procíclicos y aquellos que son los menos procíclicos.¹⁹ Para el país típico en el grupo de países más procíclicos, un aumento de un punto porcentual en la brecha del producto tiene como resultado un deterioro de 0,3% del PIB en el saldo primario estructural.²⁰ Al contrario, el mismo shock arroja como resultado una mejora de más de 0,2 puntos porcentuales del PIB en el BPE para el país típico en el grupo menos procíclico.²¹

Sin embargo, también es importante evaluar el grado de “asimetría” en la conducta de la política fiscal a lo largo del ciclo. Los resultados de un análisis detallado en el apéndice C sugieren que esos países que en promedio son más procíclicos aumentan los déficits fiscales estructurales primarios cuando las brechas de producto son positivas y los disminuyen cuando las brechas de producto son negativas. Es decir, para el primer grupo de países, la política fiscal es *simétrica*: la relajación discrecional de la política fiscal en los tiempos buenos coincide exactamente con el ajuste de la política en tiempos malos. Por otro lado, en los países menos procíclicos, el análisis señala que tienden a ser procíclicos cuando las brechas del producto aumentan y contracíclicos solo cuando las brechas de la producción disminuyen. En otras palabras, en este último grupo la política fiscal es *asimétrica*. En los tiempos malos, cuando la producción se encuentra por debajo del potencial, un empeoramiento del 1% en la brecha del producto tiene como resultado un deterioro del BPE de más de 0,3% del PIB. Sin embargo, cuando la producción se encuentra por encima del potencial, los cambios en la brecha del producto no se ven acompañados por mejoras en la posición fiscal subyacente.

La deuda pública

Desde mediados de los años noventa los ratios de deuda pública en América Latina y el Caribe han caído muy considerablemente. La deuda del país típico es ahora equivalente al 42% del PIB, y la deuda del país medio es aproximadamente el 31% del PIB. Sin embargo, hay variaciones considerables, dado que el 25% de los países tienen niveles de deuda que siguen estando

¹⁹ Los 10 países en el grupo más procíclico son aquellos con los coeficientes de correlación más positivos entre el saldo primario estructural y la brecha de producción, mientras que los 10 países menos procíclicos son aquellos con los coeficientes de correlación más negativos.

²⁰ Se define un país como procíclico (contracíclico) si la correlación entre el cambio en el BPE y el cambio en la brecha del producto supera (es inferior a) el promedio regional.

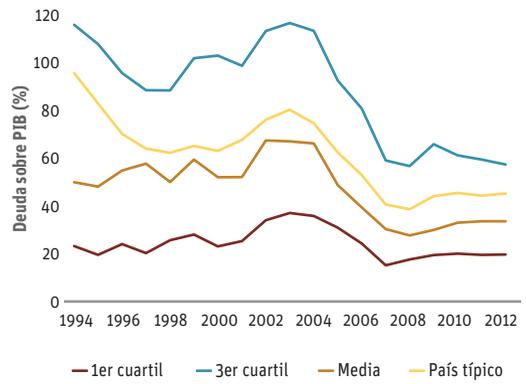
²¹ Ver apéndice C para detalles sobre la muestra y estimaciones.

por encima del 53% del PIB y un pequeño número de países tienen niveles de deuda que superan el 100% del PIB (ver gráfico 3.7). Además, dado el deterioro de los balances fiscales, los ratios de deuda han aumentado en los últimos años. Para el país típico, el ratio de deuda era solo de 36% en 2008 y, por lo tanto, ha aumentado en 6 puntos porcentuales del PIB desde la Gran Recesión.

Los niveles de deuda se calculan a tipos de cambio del mercado y se consideran en relación con el PIB actual, también medido en tipos de cambio del mercado. Ahora bien, los ratios de deuda se ven afectados por fluctuaciones en los tipos de cambio y por cambios en el PIB que pueden ser de carácter temporal. Así como resulta interesante considerar una medición más estructural de los flujos fiscales, también lo es desarrollar una medición más estructural de los stocks de pasivos de la deuda. Por lo tanto, aquí se presentan algunas medidas relativamente sencillas de la deuda estructural. La metodología convierte toda la deuda en moneda local utilizando tipos de cambio de paridad de poder adquisitivo y convierte el PIB real en PIB potencial de una manera similar a los cálculos del análisis anterior, que trata de medir el saldo fiscal estructural.

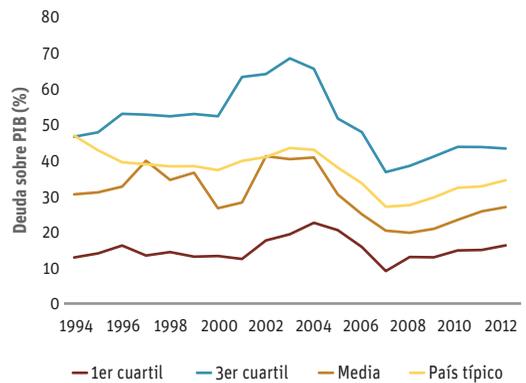
En general, los ratios de deuda estructurales recientes son algo más bajos que los niveles de deuda observados. Como era de esperar, las series también son más estables a lo largo del tiempo, dado que los cálculos suavizan diversos tipos de shocks temporales. La deuda estructural para el país típico es aproximadamente el 34% del PIB y una cuarta parte de los países de la región tienen ratios de deuda estructural superiores al 43% del PIB. Quizá la mayor preocupación es que la deuda estructural para el país típico ha aumentado en más del 7% del PIB desde 2007 (ver gráfico 3.8).

GRÁFICO 3.7 DEUDA DEL SECTOR PÚBLICO EN AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE



Fuente: Base de datos históricos del BID sobre la deuda (disponible en http://www.iadb.org/es/investigacion-y-datos/detalles-de-publicacion,3169.html?pub_id=dba-007) y LAC Debt Group (disponible en <http://www.iadb.org/es/temas/finanzas/lac-debt-group/estadisticas,6762.html>). Visitadas en febrero 2014. Penn World Table 8.0 (2013) y cálculos de los autores.

GRÁFICO 3.8 DEUDA ESTRUCTURAL DEL SECTOR PÚBLICO EN AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE



Fuente: Base de datos históricos del BID sobre la deuda (disponible en http://www.iadb.org/es/investigacion-y-datos/detalles-de-publicacion,3169.html?pub_id=dba-007) y LAC Debt Group (disponible en <http://www.iadb.org/es/temas/finanzas/lac-debt-group/estadisticas,6762.html>). Visitadas en febrero 2014. Penn World Table 8.0 (2013) y cálculos de los autores.

Conclusiones

En los últimos años, se han deteriorado tanto los balances observados como los estructurales, y los niveles de deuda reales y estructurales han aumentado. Los gastos reales han ido aumentando rápidamente aunque solo se espera un crecimiento económico moderado, lo cual significa que los ingresos fiscales probablemente no podrán mantener el ritmo.²² Sin cambios significativos de las políticas, es probable que el deterioro de los balances observados y estructurales continúe. La tasa de crecimiento esperado refleja el crecimiento potencial; las brechas de producto se acercan a cero. Por lo tanto, una primera conclusión de este capítulo es que, dado el estado del ciclo económico y de las balanzas fiscales actuales, la reconstrucción de los amortiguadores fiscales mediante una política fiscal más estricta sigue siendo una prioridad clave en la región.

En gran parte estos desarrollos se deben a los esfuerzos de los países por escapar la prociclicidad fiscal. Los estabilizadores automáticos²³ en la región son pequeños debido a la baja participación del impuesto sobre la renta en la estructura del total de ingresos del sector público²⁴ y el rol limitado que juegan los mecanismos de seguro de desempleo, estos últimos relacionados con una alta informalidad laboral.^{25,26} Por lo tanto, se consideró que era un progreso importante ser capaz de emplear políticas fiscales discrecionales durante la Gran Recesión para evitar una contracción más profunda. Sin embargo, como revela el análisis en este capítulo, muchas de estas políticas produjeron una presión fiscal persistente ya sea aumentando las partidas inflexibles del gasto público o reduciendo los ingresos a mediano plazo.²⁷

De hecho, depender exclusivamente de las políticas fiscales discrecionales para contrarrestar los ciclos económicos tiene muchos defectos potenciales.²⁸ A menudo requieren un proceso de negociación largo y complejo entre diferentes ramas del gobierno, y es difícil determinar la magnitud adecuada, la programación en el tiempo y la longevidad de la respuesta requerida.

²² El gasto real ha aumentado en más del 5% anual en el país típico.

²³ Estos incluyen las partidas de los ingresos o gastos públicos que se ajustan automáticamente (sin la intervención de las autoridades) en la dirección opuesta del ciclo para estimular (disminuir) la demanda agregada durante los episodios negativos (positivos). Los ejemplos más comunes son el impuesto sobre la renta y los mecanismos de seguro de desempleo. Durante las recesiones, el pago del impuesto sobre la renta disminuye y el pago de las prestaciones del seguro de desempleo aumenta, lo cual estimula la demanda agregada. Durante los auges ocurre lo contrario, ya que los pagos del impuesto sobre la renta aumentan y los pagos de las prestaciones por desempleo disminuyen, mientras que los trabajadores y/o empleadores aumentan su pago de la póliza de seguro de desempleo, reduciendo así la demanda agregada.

²⁴ Sobre todo si se consideran los altos ingresos de los recursos no renovables.

²⁵ Ver Corbacho, Frettes y Lora (2013) para una descripción de los estabilizadores automáticos en la región y un debate.

²⁶ Ver Corbacho y González-Castillo (2012); BID (2013), capítulo 3; Espino y González-Rozada (2012) y Machado y Zuloeta (2012) para explicaciones detalladas de por qué los estabilizadores automáticos en los países de América Latina y el Caribe son pequeños comparados con las economías avanzadas.

²⁷ El Informe macroeconómico de América Latina y el Caribe (2011 y 2012) detalla medidas adoptadas como respuesta a la crisis durante 2008–2009; ver también CEPAL (2009) y FMI (2009).

²⁸ Ver Fatás y Mihov (2003, 2008 y 2011).

Además, como se ha demostrado ampliamente en la región, algunas de estas medidas son difíciles de revertir, lo cual sugiere que estas deberían considerarse medidas de expansión fiscal discrecionales más que políticas contracíclicas.²⁹ Por lo tanto, una prioridad sería intentar profundizar los estabilizadores automáticos.

Si las políticas fiscales discrecionales se emplean en el futuro, deberían tener impactos significativos en el crecimiento y deberían ser fáciles de revertir.³⁰ Puede que los países deseen entonces fortalecer los marcos fiscales para hacer esas políticas más eficaces y más susceptibles de ser verdaderamente contracíclicas.³¹ Sin embargo, sólo se debería considerar estas políticas para contrarrestar un shock negativo a la línea de base considerada en este informe. Bajo el escenario actual, con brechas de producto cercanas a cero, debería ponerse el énfasis en la restauración de los amortiguadores fiscales.³²

²⁹ En esta categoría quizá deberían incluirse los aumentos de los salarios, los aumentos en las transferencias condicionales de efectivo, las reducciones de las tasas impositivas o la extensión o exención de otros tipos de beneficios fiscales.

³⁰ Entre los buenos candidatos se encuentran ciertos programas de mantenimiento y reparación de la infraestructura pública; los estímulos para los programas de empleo temporales para los jóvenes; los programas de financiamiento especiales para las mipymes; los programas de contratación avanzados para bienes y servicios del sector público; las empresas nuevas para programas de inversión de tamaño pequeño y mediano y reducciones predefinidas y temporales de la tasa del IVA. Este tipo de medidas suelen estar limitadas en el tiempo y están sometidas a menos presión social para que funcionen indefinidamente.

³¹ Dichas mejoras pueden incluir: i) reglas fiscales estructurales con objetivos cuantitativos de límites del déficit pero con cláusulas de escape especificadas (con cláusulas de extinción) para dejar lugar a políticas fiscales discrecionales cuando lo dictan las circunstancias; ii) marcos presupuestarios a mediano plazo consistentes y obligatorios; y iii) mecanismos claros, transparentes y automáticos de ahorro y desahorro para asegurar que los amortiguadores fiscales pueden financiar políticas fiscales anticíclicas discrecionales.

³² Como se discute en el Apéndice A, algunas políticas para promover el crecimiento puedan necesitar gasto fiscal pero deben diferenciarse de medidas discrecionales que tengan como objetivo manejar la demanda.

CAPÍTULO 4

Balances y crecimiento del crédito

El crédito ha crecido considerablemente en la región en los últimos años. Desde 2009, el crédito de los sistemas financieros nacionales ha crecido aproximadamente a un ritmo de 18% al año en el país típico y, hacia finales de 2012, se ubicaba en aproximadamente 40% del PIB en promedio.³³ Además, el crédito del exterior ha tenido un auge espectacular, sobre todo a través de la emisión de deuda internacional. Los activos externos también han aumentando, lo cual indica una mayor integración financiera. Esta profundización e integración financiera son procesos naturales que aportan numerosos beneficios, ya que a menudo la disponibilidad de crédito se considera un factor limitante del crecimiento en las economías emergentes. Esos procesos, no obstante, también pueden crear vulnerabilidades potenciales. El objetivo de este capítulo consiste en analizar los elementos subyacentes de las principales tendencias para comprender la naturaleza del actual ciclo de crédito y evaluar si las oportunidades también van acompañadas de vulnerabilidades que los responsables de las políticas deberían abordar.³⁴

Dos tendencias opuestas han conducido al deterioro de la posición financiera neta de la mayoría de los países en los últimos cinco años. Si bien el sector público ha acumulado reservas y la deuda externa pública ha disminuido, se ha producido un marcado deterioro en el saldo exterior del sector privado, impulsado por un gran aumento de suinternacionales endeudamiento externo.³⁵ Además, esta posición neta oculta un aumento sustancial del financiamiento mediante deuda en moneda extranjera debido a emisiones internacionales importantes por parte de empresas financieras y no financieras, que probablemente han aprovechado las bajas tasas de interés internacionales. Puede que la región se encuentre en la cima de un ciclo de

³³ El crédito se mide en US\$; la fuente de la base de datos es el Banco Mundial.

³⁴ En los años noventa, las tasas relativamente altas de dolarización eran consideradas una vulnerabilidad. A comienzos de los años ochenta, las deudas externas relativamente altas combinadas con el aumento de las tasas de interés en Estados Unidos y la caída de los precios de los productos primarios contribuyeron a la posterior crisis de la deuda. Ver Powell (1989) y Anderson et al. (1991) para los primeros análisis y una llamada a favor de una mayor distribución del riesgo incluyendo el uso de deuda contingente sobre el valor de productos básicos.

³⁵ A veces se piensa que endeudarse externamente no es peligroso cuando se trata de la deuda del sector privado, pero esta idea (a veces denominada doctrina Lawson Robicheck) ha sido desacreditada por varias crisis en los mercados emergentes (por ejemplo, la de Asia oriental en 1997/98) y en las economías avanzadas (por ejemplo, Reino Unido, Islandia, Irlanda y España) cuando las grandes deudas del sector privado propiciaron crisis cambiarias o despertaron inquietudes acerca de la sostenibilidad de la cuenta corriente bajo tipos de cambio fijos.

crédito más bien agudo y a medida que se normalicen las tasas de interés en Estados Unidos la demanda de los inversionistas por activos financieros de la región probablemente disminuirá y, en algunos casos, puede que las monedas se deprecien rápidamente. Los descargos de moneda en los balances de los bancos o en los de sus clientes más grandes, entre los cuales están las empresas que han emitido directamente en los mercados internacionales, podrían conducir a efectos de dominó en los sistemas financieros nacionales. En un contexto de débil crecimiento económico, los sistemas financieros pueden verse sometidos a tensiones más grandes en los próximos años que en cualquier otro momento desde los años noventa.

Deterioro de las posiciones financieras externas netas

La región de América Latina y el Caribe es muy heterogénea. Un grupo de exportadores de productos primarios financieramente integrados y un grupo de importadores de productos primarios son actualmente deudores netos, mientras que los exportadores de productos primarios no integrados financieramente son acreedores netos (ver gráfico 4.1).³⁶ Los dos primeros grupos han visto sus posiciones externas netas empeorar notablemente en los años que siguieron a la crisis financiera global.³⁷ Hacia finales de 2012, la deuda neta del típico importador de productos primarios como porcentaje del PIB aumentó en 22 puntos porcentuales el ratio alcanzado en 2008, de 45% a 68%.³⁸ El deterioro en el saldo del grupo de exportadores de productos primarios integrados financieramente empeoró en 6 puntos porcentuales, y llegó al 25% del PIB en 2012. Es interesante señalar que el balance de los exportadores de productos primarios no integrados financieramente ha seguido mejorando y, con la excepción de Paraguay, todos los países de este grupo eran acreedores externos netos en 2012.

Sin embargo, las posiciones totales netas ocultan diferencias en la evolución de las posiciones externas de los gobiernos y el sector privado. A lo largo de la última década, tres políticas contribuyeron a un fortalecimiento de la posición externa del sector público en la mayoría de los países de la región: i) la consolidación fiscal, que redujo la deuda pública desde los años noventa;³⁹ ii) las políticas de gestión de la deuda, que llevaron a una disminución

³⁶ Dividir los países en tres grupos basándose en su integración en los mercados de capital globales y la importancia de las exportaciones de productos primarios tiene como resultado tres grupos relativamente homogéneos: i) los exportadores de productos primarios integrados en los mercados globales de capitales; ii) los exportadores de productos primarios menos integrados; y iii) los importadores de productos primarios. El grupo de exportadores de productos primarios financieramente integrados está compuesto por Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Uruguay. El grupo de exportadores de productos primarios integrados no financieramente consiste de Argentina, Bolivia, Ecuador, Paraguay y Venezuela. El grupo de importadores de productos primarios está compuesto por Costa Rica, República Dominicana, El Salvador, Guatemala, Honduras, Jamaica, Nicaragua y Panamá.

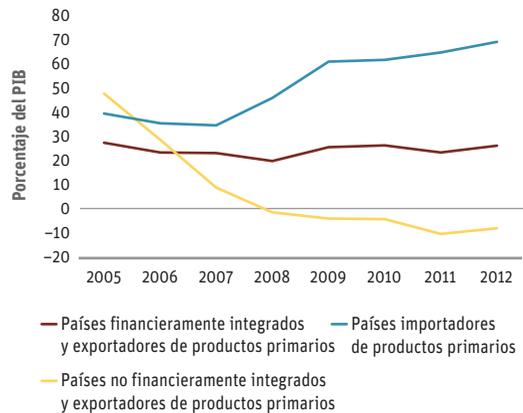
³⁷ Ver BID (2012) para un análisis de los balances externos hasta la crisis financiera global.

³⁸ Excluyendo a Jamaica del promedio, que sufrió una crisis y reestructuración de la deuda en 2010, el aumento es de 14 puntos porcentuales.

³⁹ Aunque para algunos países los ratios de la deuda se han deteriorado recientemente, como se ha señalado en el capítulo anterior.

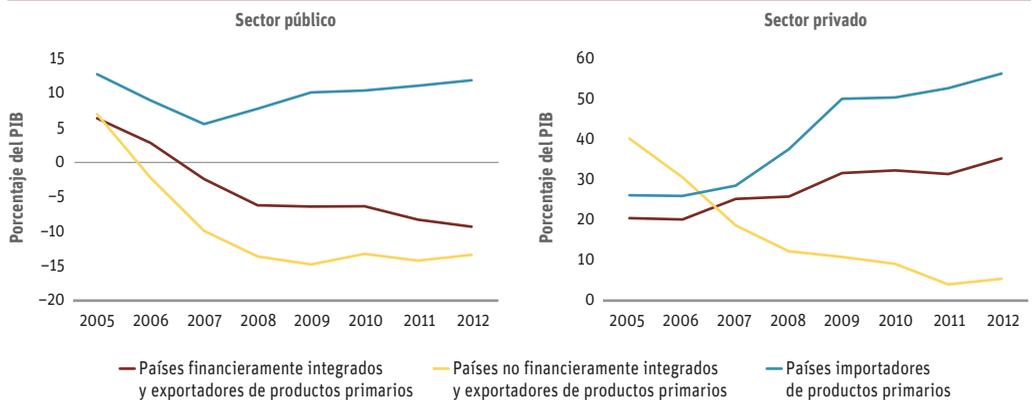
de los préstamos al sector público y más dependencia de la deuda en moneda nacional;⁴⁰ iii) la acumulación de reservas internacionales, con reservas que crecieron de manera particularmente aguda en países exportadores de productos primarios. Sin embargo, en los últimos cinco años, los importadores de productos primarios han visto empeorar la posición externa neta del sector público. Al mismo tiempo, se ha producido un fuerte empeoramiento de la posición externa neta del sector privado de los exportadores de productos primarios integrados financieramente y de los importadores de productos primarios. La deuda externa neta del sector privado de los exportadores de productos primarios integrados financieramente ha llegado al 35% del PIB, mientras que para los importadores de productos primarios, la cifra llega al 55% del PIB (ver gráfico 4.2).

GRÁFICO 4.1 PASIVOS EXTERNOS NETOS EN AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE



Fuente: Cálculos de los autores, base de datos de posición de inversión internacional (IIP) del FMI y base de datos WDI del Banco Mundial.
Nota: Los pasivos netos se calculan como la resta de los pasivos externos menos los activos externos (las cifras incluyen activos y pasivos del gobierno, de las autoridades monetarias y del sector privado). El gráfico muestra el promedio simple para cada grupo de países.

GRÁFICO 4.2 PASIVOS EXTERNOS NETOS EN AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE

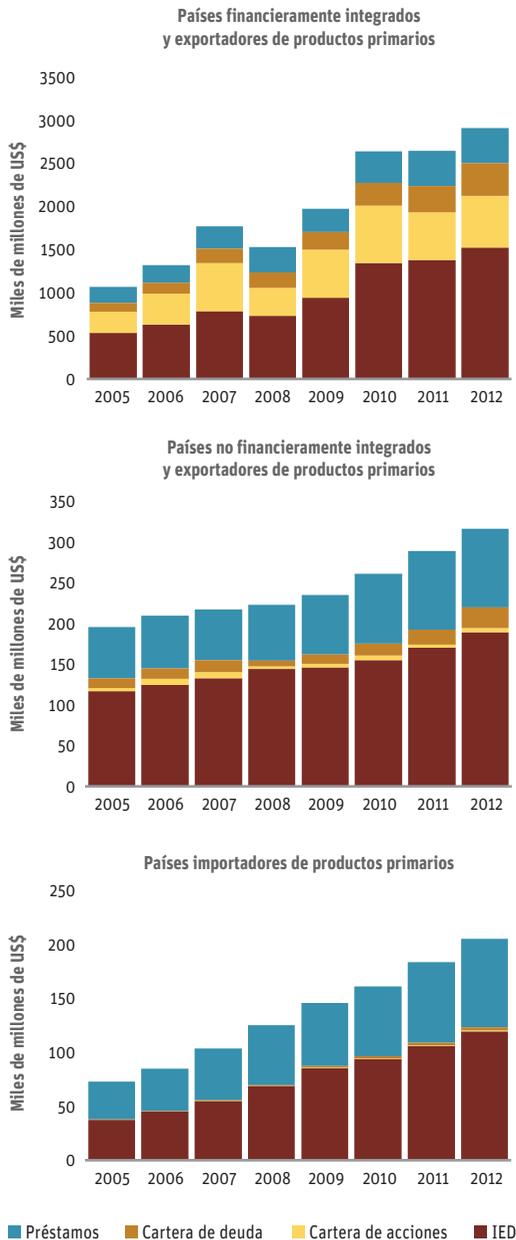


Fuente: Cálculos de los autores, base de datos IIP del FMI y base de datos WDI del Banco Mundial.

Nota: Los pasivos netos se calculan como la resta de los pasivos externos menos los activos externos. Las cifras para el sector público incluyen activos y pasivos del gobierno y las autoridades monetarias (incluidas las reservas internacionales). El gráfico muestra el promedio simple para cada grupo de países.

⁴⁰ Hacia 2012, casi el 60% de la deuda pública del país típico de América Latina era emitida internamente, y casi el 50% era emitida en moneda nacional a tasa fija.

GRÁFICO 4.3 **COMPOSICIÓN DE LOS PASIVOS EXTERNOS DEL SECTOR PRIVADO**



Fuente: Cálculos de los autores y base de datos IIP del FMI.
 Nota: Préstamos se refiere a la categoría "otras inversiones" reportada en la base de datos IIP.

El deterioro de la posición externa neta del sector privado se debió al rápido crecimiento de los pasivos brutos y no a una disminución de los activos brutos (ver gráfico 4.3). Mientras los pasivos de inversión extranjera directa siguen representando la proporción más grande del total de los pasivos brutos, los pasivos que no son de inversiones externas directas han aumentado sustancialmente: 74% entre 2008 y 2012 en los exportadores de productos primarios integrados financieramente (aumentando de US\$796.000 millones a US\$1,3 billones).⁴¹ El aumento en los mismos pasivos de los exportadores de productos primarios integrados no financieramente fue del 60%, y el de los importadores de productos primarios un 52%. Más específicamente, en los últimos cinco años los pasivos de deuda de cartera de los exportadores de productos primarios integrados financieramente aumentaron en alrededor del 112% y actualmente superan el 48% de todos los pasivos de deuda externa para este grupo (comparado con 38% en 2008). Cambios similares tuvieron lugar en el grupo de los importadores de productos primarios, pero en este grupo los pasivos relacionados con préstamos bancarios siguen siendo la mayor parte del total de las obligaciones de deuda (80%).

En lo que queda de este capítulo nos centraremos en la estructura de los pasivos externos de deuda del sector privado de los exportadores de productos primarios

⁴¹ Los pasivos externos no relacionados con IED se componen de cartera en títulos de acciones y renta variable, cartera en títulos de deuda, y otras inversiones. Los pasivos de la categoría de otras inversiones incluyen fundamentalmente obligaciones con bancos, como préstamos, depósitos y créditos comerciales.

integrados financieramente (Brasil, Chile, Colombia, México y Perú, a partir de ahora denominados ALC-5). Estas economías han experimentado cambios significativos en la estructura de sus pasivos de deuda externa y actualmente están sumamente integradas en los mercados globales de capitales.⁴²

La deuda internacional de las empresas ha aumentado, con mayor participación de los bonos

Comparado con una década atrás, la deuda bruta del sector privado de ALC-5 ha aumentado considerablemente. El financiamiento internacional tanto a través de bancos como a través de la emisión de bonos internacional aumentó, pero ahora hay una mayor dependencia de los mercados internacionales de bonos (ver gráfico 4.4). Hacia mediados de 2013, la participación de los bonos en el total de la deuda internacional de las empresas del típico país de ALC-5 era de 43%, mientras que a la vuelta del siglo el stock de bonos representaba un promedio de solo 22% de la deuda externa de las empresas en el país típico.⁴³

Se suele registrar la deuda sobre una base de *residencia*, como en el gráfico 4.4, que incluye deuda de residentes emitida en el extranjero. Sin embargo, las empresas en América Latina y el Caribe también emiten deuda a través de filiales extranjeras que no queda registrada en estos números. Por ejemplo, una empresa brasileña puede tener una filial en Estados Unidos que emite deuda en Londres. Una alternativa es una base de *nacionalidad*; sin embargo, eso excluiría las emisiones de la filial de una empresa extranjera residente en América Latina, como el Banco Santander, Chile. Para el resto de este capítulo, se adopta una definición nueva e innovadora, denominada a partir de ahora deuda externa de las empresas de ALC. Esto comprende la deuda de todas las empresas residentes en ALC más la deuda de las empresas que pertenecen a empresas de ALC y que no son residentes (ver apéndice D para una discusión más detallada).

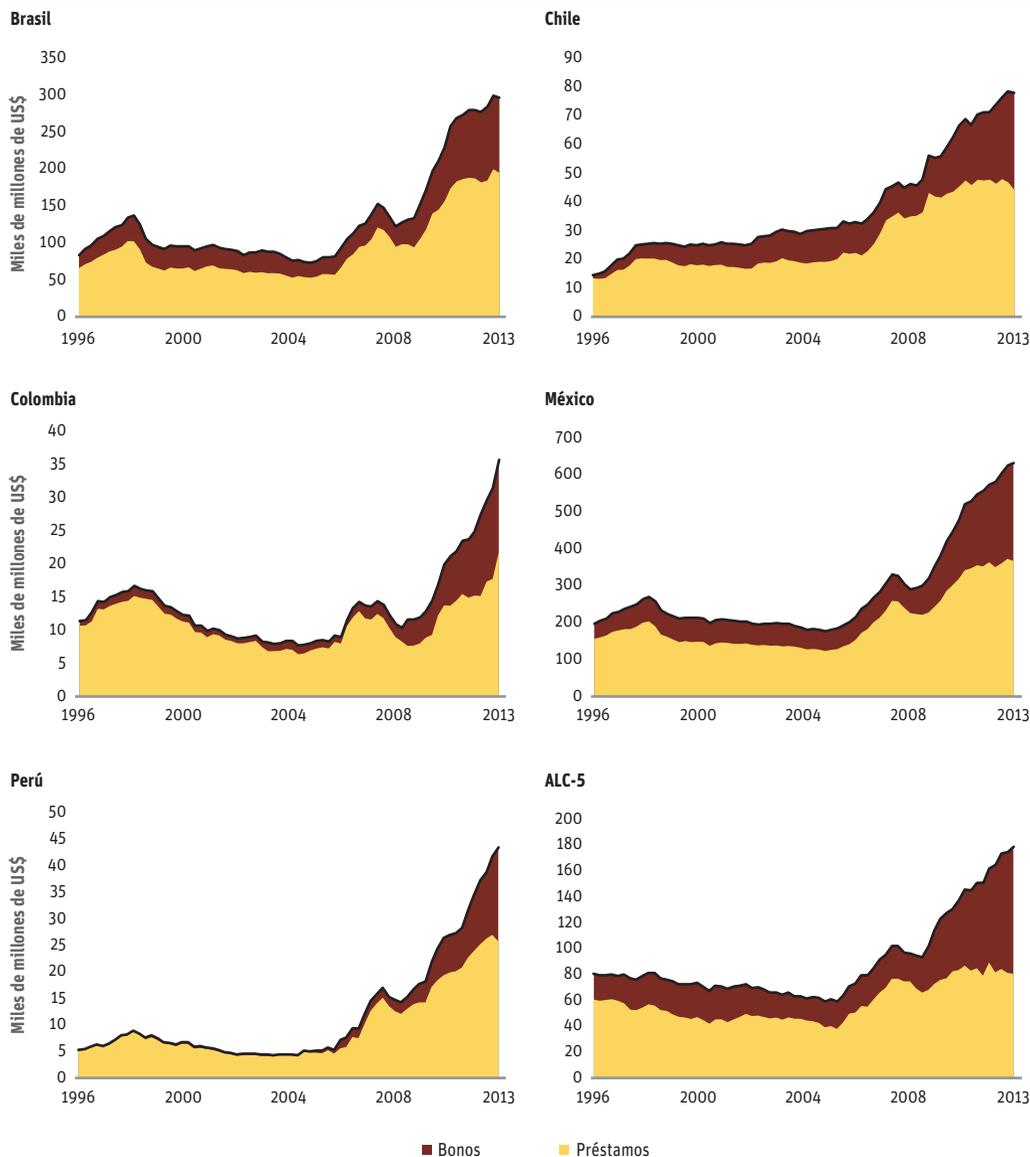
Además, es útil considerar la *emisión* de bonos y préstamos sindicados para complementar el análisis anterior basado en el saldo de la deuda.⁴⁴ Mientras los saldos cambian lentamente y reflejan decisiones del pasado, las emisiones capturan tendencias más recientes. Se ha

⁴² Uruguay queda excluido del análisis más abajo porque el saldo y la emisión de deuda internacional son relativamente pequeños.

⁴³ Los datos para ALC-5 en el cuadrante inferior izquierdo del gráfico 4.5 se refieren al total de los cinco países sumados. Debido al tamaño de los mercados de bonos y préstamos en Brasil y México, el gráfico refleja en gran parte la tendencia en esos dos países.

⁴⁴ Considerar la emisión de bonos basados en datos a nivel de transacción implica que se puede identificar a los residentes y los residentes no nacionales. Los datos sobre emisión bruta de bonos y préstamos sindicados se agregan para que los datos de cada país incluyan la emisión de deuda tanto por parte de los residentes como de los nacionales no residentes. La fuente de los datos es Dealogic. Las bases de datos recopiladas para este informe son agregaciones de datos a nivel de transacción para todos los bonos y préstamos sindicados disponibles en Dealogic para el período entre el 1 de enero de 1995 al 4 de noviembre de 2013. Los datos incluyen 557.907 tramos de bonos (424.050 bonos únicos y 221.993 tramos de préstamos (156.002 préstamos únicos).

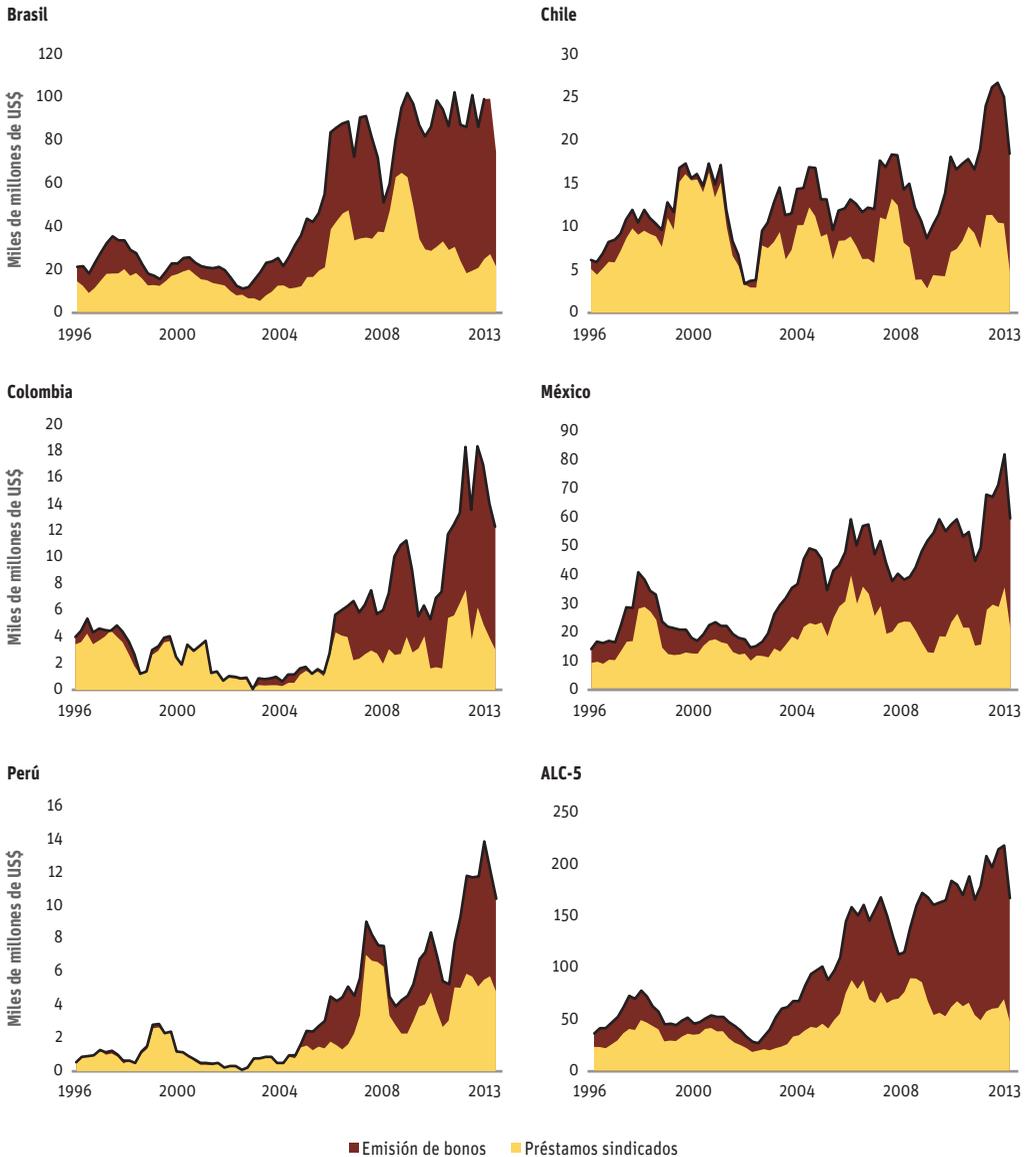
GRÁFICO 4.4 DESCOMPOSICIÓN DEL STOCK DE DEUDA INTERNACIONAL DEL SECTOR PRIVADO (BONOS Y PRÉSTAMOS)



Fuente: Cálculo de los autores, estadísticas de títulos de deuda y sector bancario del Banco de Pagos Internacionales (BPI), cuadros 11a y 7a.
 Nota: Bonos y préstamos con base en residencia.

producido un brusco aumento en la emisión de deuda después de mediados de la década del 2000 (ver gráfico 4.5). Las emisiones totales de las empresas de ALC fueron de US\$845.000 millones en el período de enero de 2009 a septiembre de 2013.⁴⁵ En la mayoría de países, la

⁴⁵ Sobre una base de residencia esta cifra es US\$729.000 millones. Las cifras para este período anterior a la crisis de igual duración, desde enero de 2004 a septiembre de 2008, corresponden a US\$560.000 millones

GRÁFICO 4.5 EMISIÓN DE BONOS Y PRÉSTAMOS SINDICADOS DE LAS FIRMAS

Fuente: Cálculo de los autores, base de datos Dealogic.

Nota: El gráfico presenta la emisión bruta de bonos y préstamos sindicados acumulada en los últimos cuatro trimestres por parte de firmas residentes y firmas nacionales no residentes.

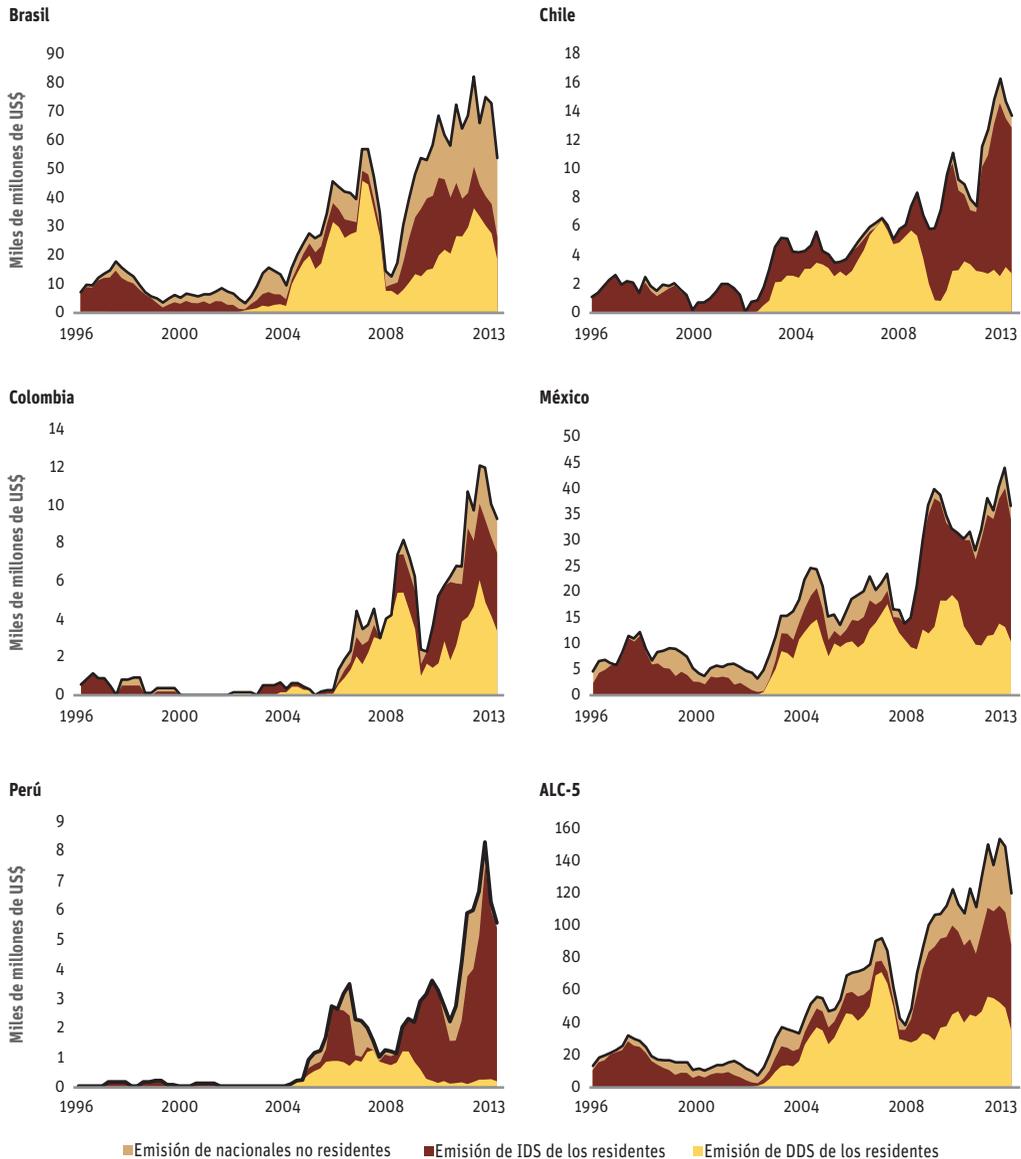
emisión de bonos ha crecido en relación con los préstamos. Esto representa un cambio en la manera en que la región (o ALC-5) está integrada en los mercados globales de capitales, dado que en el pasado los préstamos eran el instrumento más favorecido.

para la definición preferida de empresas de América Latina y el Caribe y US\$509.000 millones sobre una base de residencia.

Análisis de las emisiones de bonos de las empresas

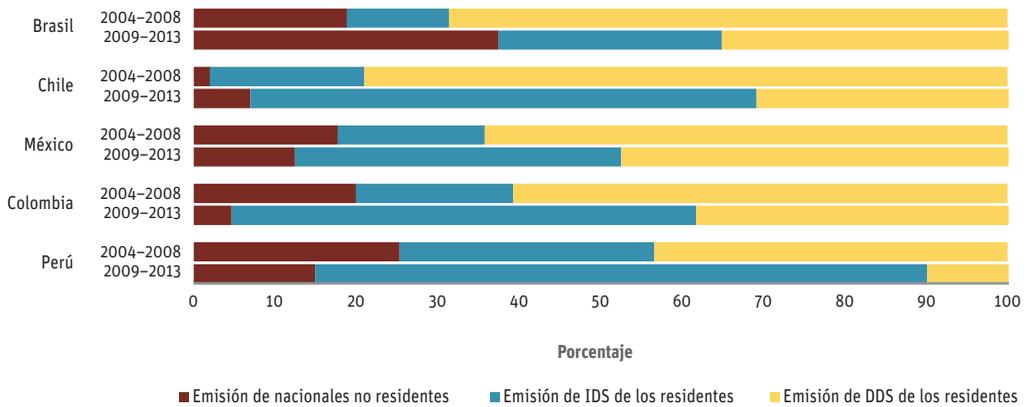
Las empresas en ALC-5 están obteniendo más financiamiento y lo están haciendo cada vez más a través de los mercados de bonos. Desde la Gran Recesión, la estructura de los bonos corporativos en los principales países de América Latina se ha transformado de un mercado en gran

GRÁFICO 4.6 EMISIÓN DE TÍTULOS DE DEUDA (BONOS) POR PARTE DE LAS FIRMAS



Fuente: Cálculos del autor, base de datos Dealogic.

Nota: El gráfico presenta la emisión acumulada bruta de bonos y préstamos sindicados en los últimos cuatro trimestres por parte de firmas residentes y firmas nacionales no residentes. IDS es la sigla de *International Debt Securities* (títulos de deuda internacional), concepto definido en el apéndice D. DDS es la sigla de *Bastardilla* (títulos de deuda doméstica), también definido en el apéndice D.

GRÁFICO 4.7**CRECE LA EMISIÓN DE TÍTULOS DE DEUDA INTERNACIONAL COMO PROPORCIÓN DEL TOTAL DE BONOS EMITIDOS**

Fuente: Cálculos de los autores, base de datos Dealogic.

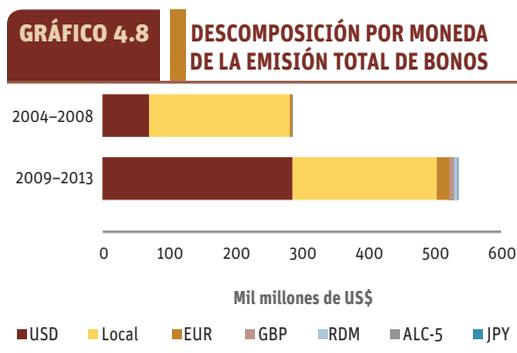
Nota: El gráfico presenta la participación en el total de emisión de bonos en dos períodos. El primer período es 2004-T1-2008-T3, y el segundo período es 2009-T1-2013-T3. IDS es la sigla de *International Debt Securities* (títulos de deuda internacional), concepto definido en el apéndice D. DDS es la sigla de *Domestic Debt Securities* (títulos de deuda doméstica), también definido en el apéndice D.

parte dependiente de emisiones nacionales a un mercado más globalmente integrado. Durante el período 2004-2008 (tercer trimestre), la emisión de títulos de deuda interna de las empresas de ALC-5 correspondió al 66% del total de US\$287.000 millones emitidos. Sin embargo, entre 2009 y 2013 (tercer trimestre) la emisión de deuda interna correspondió a solo el 36% del total de las emisiones del sector privado (un total de US\$536.000 millones), como se muestra en el gráfico 4.7.⁴⁶

Como se reseña más arriba, estas estadísticas incluyen las emisiones de empresas radicadas en ALC-5 así como de las empresas nacionales de ALC-5 que pueden emitir a través de filiales situadas fuera de la región.⁴⁷ De hecho, las emisiones de los nacionales no residentes no son un fenómeno nuevo. La proporción de bonos emitidos por empresas brasileñas a través de filiales en el extranjero antes de la crisis de la Gran Recesión fue de alrededor del 19% y en Perú llegó a un máximo de 25% (con México y Colombia en 20% y 18%, respectivamente). La participación de emisiones de nacionales no residentes disminuyó después de la Gran Recesión en los casos de Colombia, México y Perú, aunque ese porcentaje aumentó hasta 37% en el caso de Brasil (ver gráfico 4.7).

⁴⁶ Dada la definición de emisiones totales en un país como la suma de las emisiones de todos los residentes más las emisiones de los nacionales no residentes, las cifras regionales presentadas aquí están ajustadas de manera que no hay una doble contabilidad de los bonos emitidos por residentes de ALC-5 emitidos por filiales basadas en otro país de ALC-5. Las cantidades emitidas de esta manera fueron de US\$1.700 millones en el período 2004-2008 y US\$3.900 millones en el período 2009-2013. El gráfico para ALC-5 presenta cifras ajustadas.

⁴⁷ Basándose en datos del Banco de Pagos Internacionales sobre valores de renta fija internacionales, Turner (2014) y Shin (2013) han destacado el fenómeno de las emisiones en el exterior de nacionales de Brasil y China.



Fuente: Cálculo de los autores, base de datos Dealogic.

Nota: El gráfico presenta la composición en monedas del total de bonos emitidos en dos períodos (2004-T1 / 2008-T3 y 2009-T1 / 2013-T3). La categoría moneda local incluye instrumentos indexados a la inflación. La categoría ALC-5 incluye emisiones en cualquier moneda de ALC-5 (incluye instrumentos indexados a la inflación).

Los títulos de deuda internacionales han sido emitidos casi totalmente en moneda extranjera⁴⁸ y predominantemente en dólares de Estados Unidos, y por eso el porcentaje de las emisiones totales en monedas locales ha disminuido (ver gráfico 4.8).⁴⁹ De hecho, antes de la Gran Recesión en 2008, dominaban las emisiones en moneda local, pero esto ha disminuido con el aumento del uso de bonos internacionales.

Una preocupación especial serían los descalces de moneda en el sector financiero y en el sector no transable que no tienen una cobertura natural en exportaciones.⁵⁰ Con

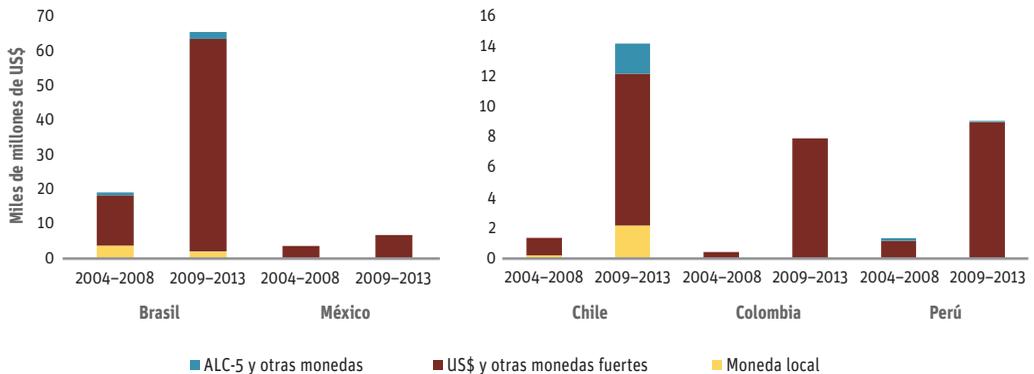
respecto al sector financiero una preocupación potencial es que aunque no haya desajustes en los balances de los bancos en sí, si los pasivos y activos (préstamos) son en dólares, los clientes del sistema financiero podrían ser vulnerables ante la depreciación. Además, si las grandes empresas no financieras han emitido directamente en dólares y también han tomado prestado del sistema financiero local, las vulnerabilidades pueden transmitirse al sistema financiero incluso si esos préstamos locales están denominados en moneda local.

Dos tendencias parecen ser especialmente preocupantes. En primer lugar, ha habido emisiones internacionales sustanciales de las empresas financieras, y estas emisiones han sido en gran parte en dólares. En segundo lugar, también ha habido emisiones internacionales sustanciales —una vez más, casi en su totalidad en dólares— de las empresas no financieras en el sector no transable. Estas tendencias están ilustradas en los gráficos 4.9 y 4.10.

⁴⁸ Hausmann y Panizza (2003) se refieren a esto como el “pecado original”. Ver también Powell (2014) que detalla el dominio del dólar en las emisiones internacionales de bonos en las economías emergentes y en otros mercados, y calcula el valor para un país de poder emitir en moneda local.

⁴⁹ Una clasificación de moneda local se asigna a un bono después de comparar su moneda de denominación con la residencia del emisor. Para los bonos emitidos por nacionales no residentes, la moneda de denominación es comparada con la moneda del país donde está la casa matriz (por ejemplo, bonos emitidos en reales brasileños por nacionales de Brasil que residen en el extranjero se clasifican como moneda local). Las monedas USD, EUR, GBP y JPY son autoexplicativas. La categoría ALC-5 incluye todos los bonos denominados en monedas de países en América Latina y el Caribe (diferentes a la moneda local de un determinado país). La categoría RDM significa monedas del resto del mundo.

⁵⁰ La emisión de dólares en el sector de productos primarios también podría ser preocupante dado que si bien los ingresos pueden ser en dólares, la volatilidad de los precios puede no obstante implicar riesgos sustanciales derivados de contratos en tasas de interés fijas en lugar de, por ejemplo, contratos contingentes sobre el valor de productos primarios. Ver Anderson et al. (1991) y Powell (1989).

GRÁFICO 4.9**COMPOSICIÓN DE LA EMISIÓN DE BONOS INTERNACIONALES POR PARTE DE FIRMAS FINANCIERAS**

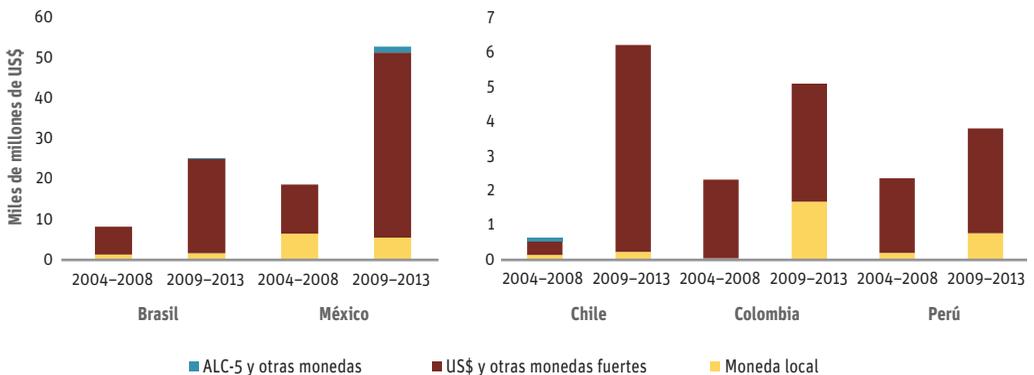
Fuente: Cálculo de los autores, base de datos Dealogic.

Nota: El gráfico presenta la composición en monedas del total de bonos emitidos en dos períodos. El primer período es 2004-T1/2008-T3 y el segundo período es 2009-T1/2013-T3.

La categoría moneda local incluye instrumentos indexados a la inflación.

La categoría US\$ y otras monedas fuertes incluye emisiones en dólares estadounidenses, euros, libras esterlinas y yenes japoneses.

La categoría ALC-5 y otras monedas incluye emisiones en cualquier moneda de ALC-5 (incluye instrumentos indexados a la inflación) y emisiones en cualquier otra moneda.

GRÁFICO 4.10**COMPOSICIÓN POR MONEDA DE BONOS INTERNACIONALES EMITIDOS POR PARTE DE FIRMAS DEL SECTOR NO TRANSABLE**

Fuente: Cálculo de los autores, base de datos Dealogic.

Nota: El gráfico presenta la composición en monedas del total de bonos emitidos en dos períodos. El primer período es 2004-T1 / 2008-T3 y el segundo período es 2009-T1 / 2013-T3.

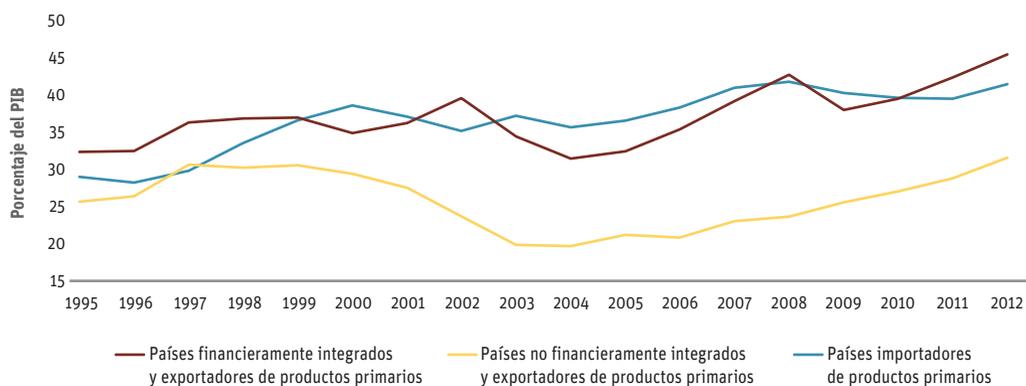
La categoría moneda local incluye instrumentos indexados a la inflación.

La categoría US\$ y otras monedas fuertes incluye emisiones en dólares estadounidenses, euros, libras esterlinas y yenes japoneses.

La categoría ALC-5 y otras monedas incluye emisiones en cualquier moneda de ALC-5 (incluye instrumentos indexados a la inflación) y emisiones en cualquier otra moneda.

Las emisiones internacionales y el ciclo de crédito

El crédito ha crecido considerablemente en la región en los tres grupos de países (ver gráfico 4.11). Para entender la dinámica más detalladamente, resulta instructivo considerar un simple

GRÁFICO 4.11 | **CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO EN AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE**

Fuente: Cálculo de los autores, base de datos WDI del Banco Mundial.

Nota: El gráfico presenta la tendencia promedio del crédito al sector privado como porcentaje del PIB para cada grupo de países. La tendencia promedio se calcula como la predicción de los efectos de tiempo provenientes de regresiones para la variable crédito incluyendo efectos fijos de país y año.

análisis de flujo de fondos, presentado con más detalle en el apéndice D, de cuatro de los exportadores de productos primarios integrados financieramente más grandes —Brasil, México, Chile y Colombia.⁵¹ Los créditos al sector privado no financiero casi se duplicaron entre 2009 y 2012 en estas cuatro economías, lo que corresponde a un aumento de aproximadamente US\$1,1 billones.⁵² A lo largo del mismo período, en los mismos cuatro países los depósitos de las empresas no financieras en el sistema financiero nacional crecieron en US\$577.000 millones, mientras que los depósitos de los hogares crecieron alrededor de US\$350.000 millones. Las empresas no financieras han emitido bonos internacionales y han contraído préstamos internacionales por cerca de US\$180.000 millones, lo cual representa aproximadamente el 16% del aumento del crédito interno. Además, los bancos han financiado US\$162.000 millones a través de emisiones de valores internacionales y préstamos extranjeros a lo largo del mismo período.⁵³

Parece haber una relación estadística entre la emisión de deuda externa por parte de las empresas no financieras y el crédito interno (gráfico 4.12). Un análisis empírico que utiliza datos para 18 países emergentes a lo largo de la última década corrobora esta idea, al menos para los casos de América Latina y Asia oriental.⁵⁴ Los detalles de este análisis se presentan en el

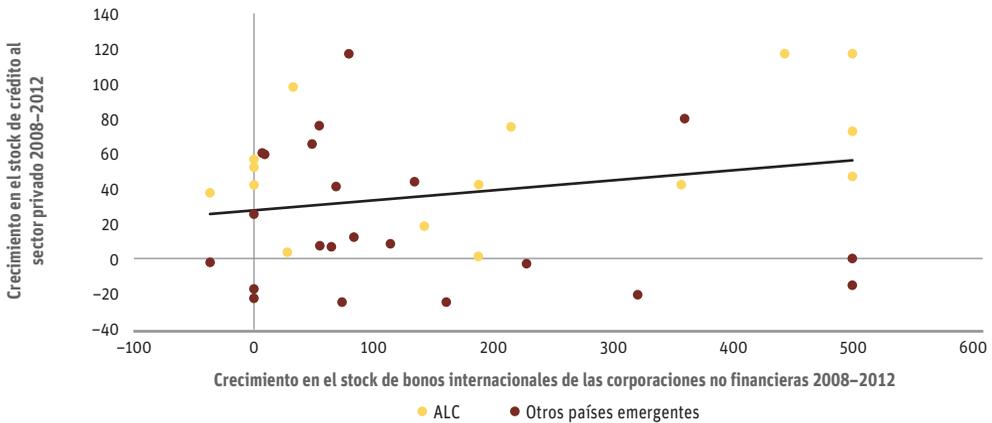
⁵¹ Elena Loukoianova y el FMI colaboraron generosamente con el suministro de estadísticas sobre el crecimiento de los depósitos de las empresas no financieras en América Latina y el Caribe para efectuar estos cálculos.

⁵² El aumento total del crédito al sector privado no financiero para toda la región fue de alrededor de US\$1,2 billones.

⁵³ Este análisis es necesariamente parcial; por ejemplo, no incluye amortizaciones de la deuda.

⁵⁴ La muestra cubre el período 2002–2012 e incluye Brasil, Chile, Colombia, República Checa, Hungría, India, Indonesia, Israel, Malasia, México, Perú, Filipinas, Polonia, Eslovenia, Sudáfrica, Tailandia, Turquía y Ucrania. Ver detalles en el apéndice D.

GRÁFICO 4.12 EMISIÓN INTERNACIONAL DE BONOS DE LAS CORPORACIONES NO FINANCIERAS VERSUS CRÉDITO 2008–2012



Fuente: Cálculos de los autores, estadísticas de títulos de deuda del BIS y de la base de datos del WDI del Banco Mundial.

Nota: El gráfico presenta el crecimiento porcentual en el stock de crédito para el período 2008–2012 versus el crecimiento porcentual en el stock de los bonos internacionales de las corporaciones no financieras en 38 países (15 de estos en América Latina y el Caribe). El efecto de los valores extremos en las tasas de crecimiento es mitigado mediante el reemplazo de los valores en el 5% más bajo de la distribución con el valor del percentil 5 y los valores en el 95% más alto de la distribución con el valor del percentil 95.

apéndice D. Al combinar el flujo de fondos y el análisis empírico, hay alguna evidencia de que los préstamos internacionales han sido uno de los factores responsables del fuerte crecimiento del crédito.

Una de las preocupaciones en este caso es que si las empresas no financieras han recibido préstamos en dólares y depositado en moneda local (un tipo de arbitraje, *carry trade*), cuando las condiciones cambien estas operaciones pueden revertirse bruscamente, creando problemas de liquidez en el sector financiero nacional.⁵⁵ Una segunda preocupación es que la depreciación de la moneda pueda provocar efectos de hojas de balance en estas empresas, que también probablemente serán los prestatarios más grandes del sistema financiero interno.

Sin embargo, es necesario plantear varias salvedades con respecto a este análisis. En primer lugar y más importante, los activos de las empresas financieras y no financieras también han aumentado. De hecho, hay evidencia de algunos países de que el ratio de las emisiones internacionales en relación con los activos no ha crecido.⁵⁶ Aun así, los activos de empresas en el sector no comerciable también pueden cambiar ante bruscas depreciaciones de la moneda. En segundo lugar, las empresas financieras y no financieras pueden estar cubriendo los riesgos provenientes de posibles descalces de moneda. Desafortunadamente, no hay datos sistemáticos que permitan un análisis de los patrones de cobertura de riesgos en la región. Dichas actividades podrían mitigar las preocupaciones expresadas aquí, sobre todo si los riesgos están siendo

⁵⁵ Los depósitos de las empresas no financieras normalmente se consideran los más volátiles.

⁵⁶ Esto es el caso en Chile, por ejemplo, como indica la base de datos del Banco Central.

diversificados internacionalmente, lo que disminuye el riesgo agregado en la economía local. Dicho esto, si el sistema financiero local está cubriendo los riesgos cambiarios del sector no financiero, esto podría en realidad estar aumentando los riesgos dentro del sector financiero. Sin embargo, dada la regulación mejorada de los sistemas financieros en la región y de las mejoras en el monitoreo, al menos de los balances de jurisdicción nacional, estos riesgos deberían ser limitados. En realidad, en algunos casos es el propio Banco Central quien ofrece algunas alternativas de cobertura cambiaria.

Otra advertencia que debe formularse es que los mayores niveles de deuda en dólares podrían compensarse con activos específicos. Por ejemplo, las instituciones financieras de Colombia han emitido deuda en dólares, pero al mismo tiempo han adquirido bancos en América Central. Las empresas financieras de Chile han adquirido acciones en instituciones financieras en Colombia. Estos activos cubren contra el riesgo de una depreciación de la moneda del país de origen pero podrían aumentar la vulnerabilidad ante otros riesgos. Además, como se señala en la primera sección de este capítulo, la posición externa neta del sector privado se ha deteriorado, lo cual sugiere que en términos generales la compra de dichos activos no ha ido a la par con la emisión de obligaciones.

Para concluir, este capítulo ha señalado una serie de temas que provocan más preguntas y, por lo tanto, merecen un análisis más profundo. La intención ha sido llamar la atención sobre tendencias específicas que parecen relevantes para la estabilidad financiera global, y no necesariamente afirmar que se avecinan problemas. Además, los países individuales pueden enfrentarse a diferentes riesgos dependiendo de las características más finas de los patrones de financiamiento. Los responsables de las políticas deberían investigar más la situación particular de los países individuales y difundir más información. Esto serviría para aliviar las preocupaciones de que en este reciente período de rápido crecimiento del crédito podría haber riesgos ocultos.

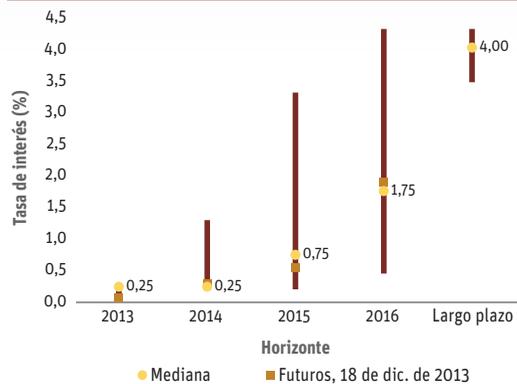
CAPÍTULO 5

Flujos de capital y política monetaria

A medida que la economía de Estados Unidos se recupera, la Reserva Federal reducirá sus compras de activos (los “recortes”, o *tapering*) y la tasa de interés de política monetaria (la tasa de los fondos federales) aumentará a niveles más normales. En este contexto, se esperaría que disminuyeran los flujos de capital y los precios de los activos en la región. Esto podría sugerir que en América Latina y el Caribe conviene aplicar una política monetaria menos restrictiva. No obstante, la producción de la región se acerca al potencial, las monedas se han depreciado y han aumentado levemente la inflación y las expectativas de inflación. Por lo tanto, la política monetaria sigue estando finamente equilibrada.

Por otro lado, las decisiones de las políticas se complican debido a los altos niveles de incertidumbre. Aunque los mercados de futuros y el miembro promedio del Comité de Mercado Abierto de la Reserva Federal (FOMC, por su sigla en inglés, prevén una dirección más bien similar para la tasa de interés de la política en Estados Unidos, hay una dispersión considerable en las predicciones de los miembros individuales del FOMC (ver gráfico 5.1).⁵⁷ Desde el anuncio en mayo de 2013 del entonces gobernador Bernanke en relación con la política monetaria de Estados Unidos (denominado a partir de ahora el “anuncio de los recortes”), los flujos brutos de capital a las economías emergentes y a América Latina y el Caribe han disminuido en cantidades importantes. El gráfico 5.2 ilustra las compras netas o retiros de los mercados emergentes y de los fondos de renta fija y renta variable de

GRÁFICO 5.1 AUMENTO ESPERADO EN LA TASA OBJETIVO DE FONDEO DE LA RESERVA FEDERAL



Fuente: Reserva Federal (disponible en <http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/fomcprojtabl20131218.pdf>), y Bloomberg.
Nota: Mediana es la predicción mediana de los miembros del Comité Federal de Operaciones de Mercado Abiertas (FOMC) y las líneas negras presentan la predicción máxima y mínima de los miembros del FOMC. Futuros es el nivel previsto dado por los contratos del 18 de Diciembre.

⁵⁷ Las predicciones de la dispersión de las tasas de interés pueden reflejar diferencias en las expectativas de crecimiento para la economía consistentes con la desviación estándar de las previsiones privadas para la economía de Estados Unidos, como se informa en el capítulo 1.

GRÁFICO 5.2 FLUJOS BRUTOS DE ACCIONES Y BONOS A AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE

Fuente: EPFR Global.

Nota: Las líneas representan el flujo acumulado en 12 meses de bonos y acciones hacia América Latina desde 2007 hasta 2013.

América Latina y el Caribe que están disponibles con una alta frecuencia. Estos fondos estaban recibiendo hasta US\$40.000 millones de compras anuales a comienzos de 2013, pero esta tendencia se invirtió, con retiros anuales de casi US\$20.000 millones hacia finales del año.⁵⁸ Es probable que las reducciones de esos flujos se traduzcan en contracciones de los flujos totales de entradas de capital y, posiblemente, en declives de los flujos netos de capital.⁵⁹

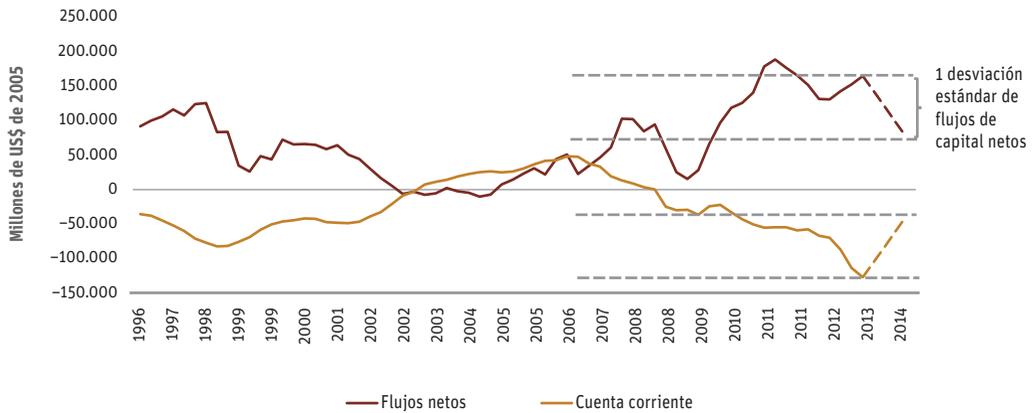
Suponiendo que no hay cambios en las reservas internacionales, una caída en los flujos netos de entradas de capital requeriría un ajuste en la cuenta corriente. Como se ilustra en el gráfico 5.3, una disminución de una desviación estándar en los flujos netos de capital requeriría un ajuste para que los niveles actuales de déficit alcancen un equilibrio aproximado a partir de los niveles actuales, que superan los US\$100.000 millones, o el 3,5% del PIB.⁶⁰

Este capítulo analiza cómo ha respondido la región en el pasado a las salidas de las bajas tasas de interés en Estados Unidos y al anuncio de los recortes de mayo de 2013. A continuación se presentan estimaciones que indican que cambios en la dirección prevista de las tasas de interés de Estados Unidos pueden tener impactos significativos en los flujos de entradas de capital

⁵⁸ El stock total de fondos de renta fija y variable cubiertos por estos datos superó los US\$400.000 millones en mayo de 2013. La caída promedio en el stock de mayo a diciembre en las cinco grandes economías de la región fue de cerca del 15%, aunque en México y Colombia se produjo una disminución inicial, seguida de un aumento hacia finales de ese año.

⁵⁹ El gráfico 5.2 traza las compras netas acumuladas en 12 meses o los retiros a los fondos de riesgo y de bonos de los mercados emergentes que constituyen una parte de los flujos brutos de entradas de capital, los flujos de los no residentes. En el capítulo 6, se considera más en detalle las diferencias entre los flujos brutos y netos de capital, que incluyen tanto los flujos de los no residentes como de los residentes. Fratzscher (2013) informa que los flujos recogidos aquí tienen una alta correlación con los flujos totales de capital.

⁶⁰ Esto supone que no hay ningún otro financiamiento del déficit de cuenta corriente disponible o que las reservas no están agotadas.

GRÁFICO 5.3 POTENCIAL EFECTO DE UNA CAÍDA EN LOS FLUJOS NETOS DE CAPITAL A LA REGIÓN

Fuente: Cálculos de los autores basados en datos del FMI: International Financial Statistics (IFS).
 Nota: Países incluidos: Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela.

y que, a su vez, los cambios en los flujos de entradas de capital tienen impactos importantes y persistentes en el crecimiento.⁶¹

La actual coincidencia de las tasas de corto plazo excepcionalmente bajas y persistentes y la compra masiva de activos por parte del Sistema de la Reserva Federal es única en la historia reciente. Aún así, las anteriores salidas de las bajas tasas de la política y de los anuncios más recientes en relación con la dirección futura de la compra de activos podría proporcionar una perspectiva útil acerca de cómo se verá afectada la región en el futuro.

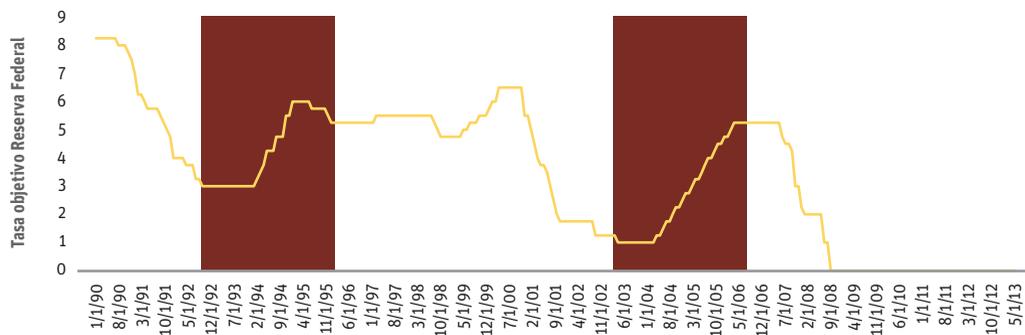
Dos episodios anteriores tienen un interés particular. El primero comenzó en marzo de 1994, cuando la Reserva Federal aumentó su tasa de la política de 3% a 6% en el transcurso de 12 meses. El segundo comenzó en julio de 2004 y desató un período de 25 meses de aumentos sostenidos durante los cuales la tasa de la política aumentó de 1% a 5,25%. Antes de estos dos episodios se había vivido un período de tasas de interés estables de 17 y 12 meses, respectivamente. El panel A del gráfico 5.4 presenta estos dos episodios en gris y los demás paneles documentan la dinámica media ponderada de diversas variables macroeconómicas en la época de esos dos episodios en América Latina y el Caribe utilizando el PIB relativo como ponderación. Los períodos usados son trimestres y el período cero señala el trimestre cuando comenzó el aumento de la tasa de la política. Los gráficos documentan la evolución de esta variable cinco trimestres antes y ocho trimestres después del comienzo de la política restrictiva de la Reserva Federal en cada uno de los dos episodios.

En 1994 se produjo una Parada Súbita en los flujos de entradas de capital, mientras que en 2004 solo se produjo una desaceleración temporal (gráfico 5.4, panel B). Si bien en 1994

⁶¹ En el siguiente capítulo se aborda un evento más extremo, conocido como Parada Súbita en los flujos de capitales.

GRÁFICO 5.4 SALIDAS DE TASAS DE INTERÉS EN EE.UU. E IMPACTO EN ALC

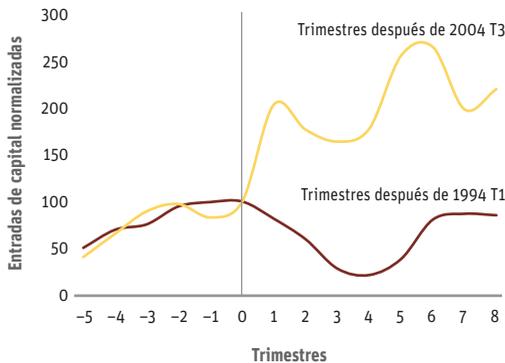
Panel A: Episodios



Fuente: FRED.

Nota: Panel A: Este gráfico muestra la tasa objetivo de la Reserva Federal desde 1990 hasta mayo de 2013. Las áreas sombreadas representan los meses en los que hubo una salida de tasas de interés, comenzando en el primer incremento y terminando en el primer mes en que las tasas alcanzaron un máximo local.

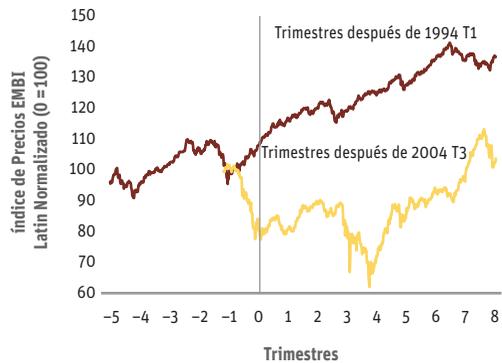
Panel B: Entradas Brutas de Capital



Fuente: IFS.

Nota: Panel B: Este gráfico muestra el promedio móvil de tres trimestres de flujos de entrada brutos de capital a la región desde cinco trimestres antes de la subida de tasas de interés hasta ocho trimestres después. Cada episodio es normalizado a 100 en el período 0.

Panel C: EMBI ALC



Fuente: Bloomberg.

Nota: Panel C: Este gráfico muestra el índice de precios del EMBI de América Latina y el Caribe comenzando cinco trimestres antes del aumento de tasas de interés hasta ocho trimestres después. Los datos son normalizados a 100 para cada episodio en el día 0.

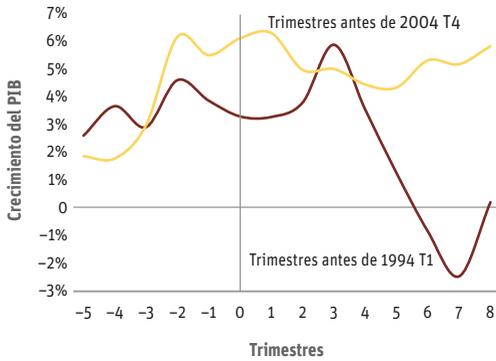
(continúa en la página siguiente)

el índice de bonos de mercados emergentes (EMBI, por su sigla en inglés) de América Latina y el Caribe se hundió (gráfico 5.4, panel C), en 2004 experimentó un auge.⁶² Las diferencias en las variables reales también eran muy marcadas. Aunque el crecimiento económico en 2004 se desaceleró de un promedio de 6% a 4,5%, en 1994 se produjo un colapso y quedó en territorio negativo; sin embargo, debería señalarse que la deuda del efecto tequila y la crisis bancaria en México y la crisis bancaria en Argentina, así como el contagio de esos acontecimientos, fueron factores que contribuyeron en gran medida a la desaceleración (gráfico 5.4, panel B). El colapso

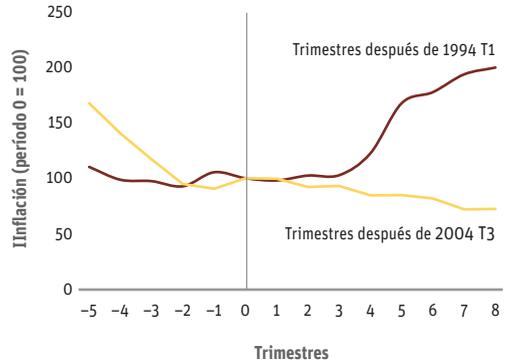
⁶² Es importante señalar que se trata de un índice de los precios de los bonos y no del diferencial EMBI.

GRÁFICO 5.4 SALIDAS DE TASAS DE INTERÉS EN EE.UU. E IMPACTO EN ALC (continuación)

Panel D: Crecimiento del PIB



Panel E: Inflación



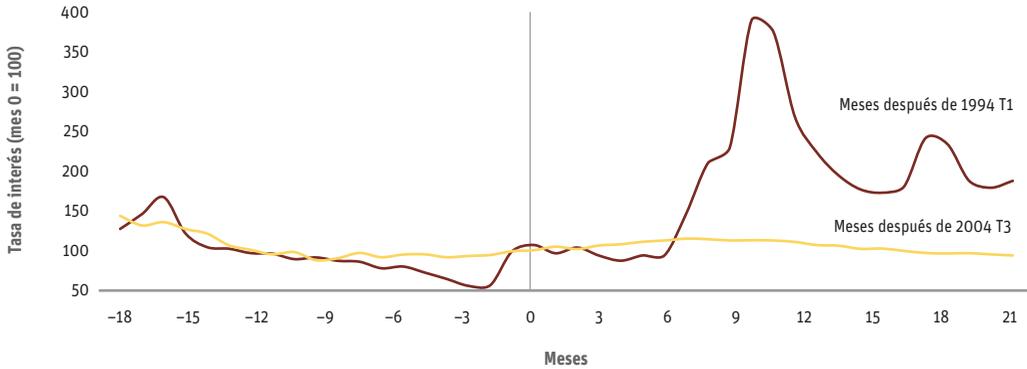
Fuente: IFS y WDI.

Nota: Panel D: Este gráfico muestra crecimiento anual del PIB promedio ponderado región comenzando cinco trimestres antes del aumento de tasas de interés hasta ocho trimestres después. El ponderador para calcular el promedio es el PIB a valores de paridad de poder adquisitivo (PPA) de cada país dentro de la región.

Fuente: IFS, WDI.

Nota: Panel E: Este gráfico muestra el promedio ponderado de la inflación de la región comenzando cinco trimestres antes del aumento de tasas de interés hasta ocho trimestres después. El ponderador para calcular el promedio es el PIB a valores de PPA de cada país dentro de la región. Los datos son normalizados a 100 para el trimestre 0.

Panel F: Tasas de Interés de Mercados Monetarios



Fuente: IFS, WDI.

Nota: Panel F: Este gráfico muestra el promedio ponderado de las tasas de interés de la región comenzando seis trimestres antes del aumento de tasas de interés hasta siete trimestres después. El ponderador para calcular el promedio es el PIB a valores de PPA de cada país dentro de la región. Los datos son normalizados a 100 para el mes 0.

de la actividad económica se reflejó en un aumento de la inflación asociada con una devaluación considerable, a diferencia del episodio más reciente, cuando las presiones inflacionarias en realidad disminuyeron (gráfico 5.4, panel E). El comportamiento de la política monetaria también fue diferente en ambos episodios (gráfico 5.4, panel F) dado que las tasas de interés subieron sustancialmente más en los años noventa que en el episodio de 2004.

Un tercer acontecimiento notable fue el testimonio de Ben Bernanke (por entonces presidente de la Junta de la Reserva Federal) en Estados Unidos el 22 de mayo de 2013, en relación con la mayor disposición de la Reserva Federal a comenzar a “recortar” las compras de activos,

GRÁFICO 5.5

REACCIÓN AL DISCURSO DEL 22 DE MAYO DEL 2013 DEL GOBERNADOR BERNANKE

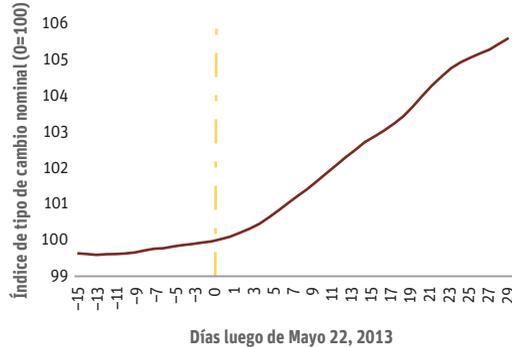
Panel A: Diferencial del EMBI ALC



Fuente: Bloomberg.

Nota: Panel A: Diferencial del EMBI ALC alrededor del 22 de mayo de 2013 (t=0), representado por la línea punteada.

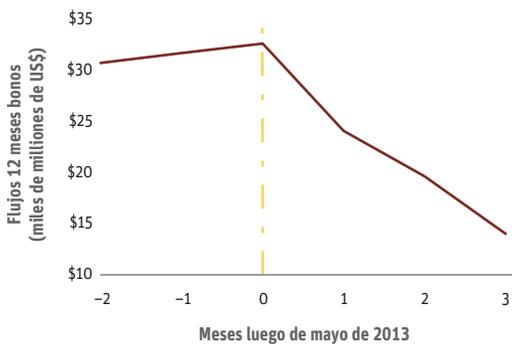
Panel B: Tipo de cambio nominal



Fuente: WDI, Bloomberg.

Nota: Panel B: índice de tipo de cambio nominal para LAC alrededor de mayo 22, 2013. El índice de tipo de cambio es un promedio ponderado de las tasas de cambio en la región. El PIB es usado como ponderador.

Panel C: Flujos de Bonos



Fuente: EPFR.

Nota: Panel C: Este gráfico presenta el flujo acumulado de bonos en los últimos 12 meses a la región alrededor de mayo de 2013.

y su consiguiente impacto en la región. Se podría decir que esto se parece más a un experimento natural para evaluar los efectos de los shocks en la dirección prevista de la normalización de la política monetaria en Estados Unidos. El diferencial EMBI para América Latina y el Caribe dio un salto de unos 340 puntos básicos antes del discurso a más de 460 puntos básicos después del discurso, y se estabilizó en aproximadamente 420 una semana después (ver gráfico 5.5). Los tipos de cambio nominales se depreciaron cerca del 6% durante el mes que siguió al discurso.

¿Qué explica estas reacciones tan diferentes a las salidas de las bajas tasas de interés en Estados Unidos o de los cambios en la dirección prevista de su política monetaria? Una primera explicación es que los aumentos de 1994 en las tasas de interés de Estados Unidos eran en gran parte acontecimientos no previstos, a diferencia de aquellos del 2004 que ya estaban anunciados y, por lo tanto, en su mayor parte estaban previstos. Esto también concuerda con el acontecimiento más reciente del discurso del presidente Bernanke, que en general se percibió como una sorpresa y tuvo impactos significativos en los precios de los activos. Una segunda explicación tiene que ver con los fundamentales. En 2004, los ratios de deuda, los saldos fiscales y los sistemas financieros eran significativamente más sólidos que en 1994. En realidad, el shock de 1994 fue agravado por sectores bancarios débiles y crisis financieras en algunos países. Una tercera diferencia fue la mayor capacidad para aplicar una política monetaria contracíclica en 2004, lo que se analizará más abajo.

Considerando el anuncio de los recortes de mayo de 2013, los fundamentales de la región eran significativamente más sólidos que en 1994, pero en algunos aspectos actualmente son más débiles de lo que eran antes de la crisis financiera global. Como se señala en los capítulos 3 y 4, los saldos fiscales estructurales se han deteriorado, y puede que se manifieste una creciente preocupación en relación a los potenciales efectos de balance. Sin embargo, como se ha visto en episodios anteriores durante los shocks financieros, el contagio parece difundirse, quizá impulsado por efectos de liquidez y de los inversores comunes, con escasa consideración de los fundamentales de cada país.⁶³ El incidente de mayo de 2013 se puede considerar una demostración de los que serían shocks potenciales futuros en la senda de la normalización monetaria. La región cuenta con defensas importantes, que pueden ser puestas a prueba por shocks a lo largo del camino de una restricción sin precedentes en la política monetaria mundial, con impactos potenciales en las monedas y en los precios de los activos en los meses que vienen.

Efectos de los cambios en la dirección esperada de las tasas de interés en Estados Unidos

Como sugerían los acontecimientos de mayo de 2013, es verdad que al parecer hay riesgos que se originan en los cambios en la dirección prevista de los recortes y de la normalización de la tasa de interés. El mecanismo de transmisión más probable serán futuras reducciones de los flujos de entradas de capital a la región. En realidad, en un análisis econométrico, los cambios en los futuros sobre tasas de interés de 12 y 18 meses de la Reserva Federal (una buena medida de las expectativas cambiantes relativas a la normalización de la tasa de interés) tienen un efecto fuerte y significativo en los flujos brutos de entradas de capital en la región. Estas estimaciones sugieren que si se produce un aumento del 0,5% en el nivel previsto de las tasas de interés a corto plazo de Estados Unidos en 18 meses, esto llevaría a retiros de cerca del 5% del stock de dichos fondos (ver apéndice E para una breve descripción de la metodología).⁶⁴

Respuestas de la política monetaria

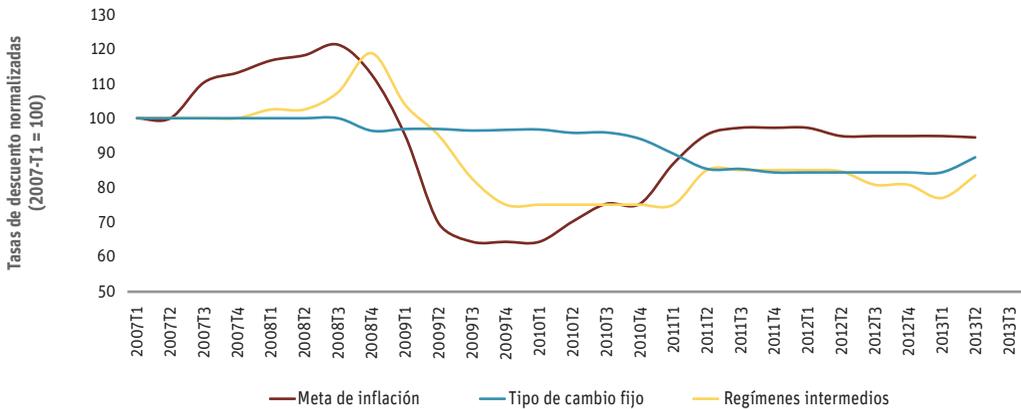
Como se muestra en el gráfico 5.6, un conjunto de países en América Latina y el Caribe con tipos de cambio más flexibles han sido capaces de responder de una manera contra-cíclica a los

⁶³ Ver, por ejemplo, Forbes y Rigobón (2002), Van Rikceghem y Weder (2003) y Broner y Gelos (2003).

⁶⁴ Considerando los precios a futuro el 31 de enero de 2014 de 99,595, esto implica una caída de 99,1, los retiros en dólares serían de aproximadamente US\$18.000 millones de un stock de US\$389.000 millones a finales de 2013. También es probable que conduzcan a un impacto sustancial en los precios de los activos. Hanson y Stein (2012) basándose en Rajan (2005), sostienen que los bruscos aumentos en la prima por plazo de Estados Unidos podría ser el resultado de cambios en la tasa a corto plazo debido a la persistencia de inversores orientados al rendimiento. Los fondos de América Latina y el Caribe han atraído mayores cantidades de inversores activos que buscan rendimientos que también pueden haber vuelto los diferenciales de crédito más sensibles a cambios en la tasa a corto plazo prevista.

GRÁFICO 5.6 TASAS DE INTERÉS, NIVELES DE INFLACIÓN Y LA BRECHA DE PRODUCCIÓN

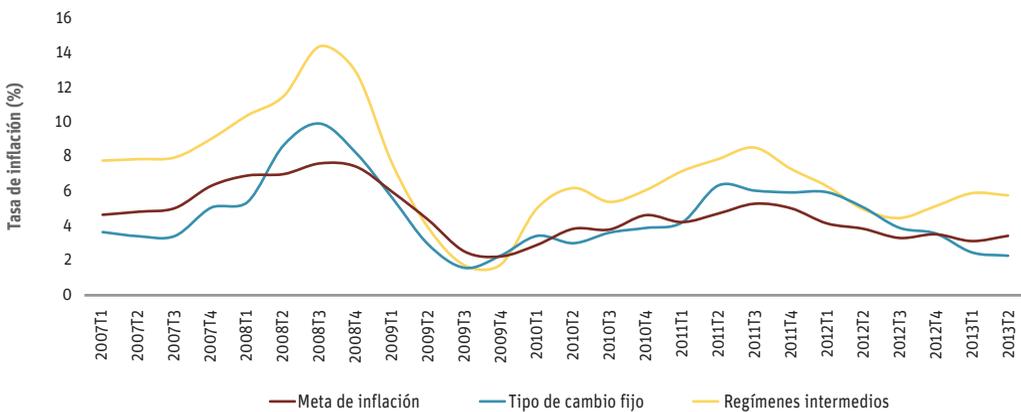
Panel A: Tasas de interés de corto plazo



Fuente: IFS.

Nota: Cada serie muestra la mediana de las tasas de descuento para cada regimen comenzando en 2007Q1.

Panel B: Tasas de inflación



Fuente: IFS.

Nota: Este panel muestra la tasa de inflación mediana para cada regimen.

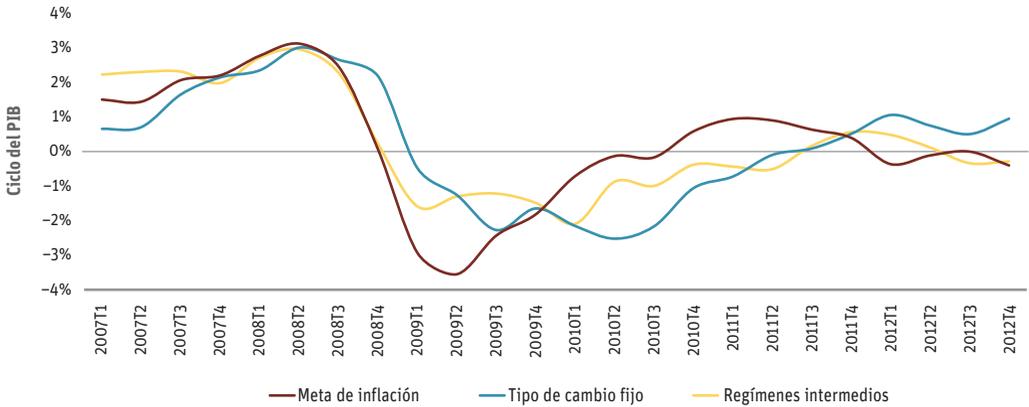
(continúa en la página siguiente)

shocks ilustrados. El gráfico ilustra las tasas de descuento, los índices de inflación y las brechas de producción para el país medio para cada uno de los tres grupos: i) regímenes de inflación objetivo (*inflation targeting*), ii) países con tipos de cambio fijos y iii) regímenes intermedios. Los países con regímenes de inflación objetivo han sido los más contracíclicos, mientras que en el país medio con tipos de cambio fijos se han observado tasas de interés ligeramente más bajas. Los países intermedios tienden a tener tasas de inflación ligeramente más altas y han sido capaces de ser en alguna medida contracíclicos.

¿Cómo responderían los países con regímenes más flexibles a una caída en los flujos de capital? Un análisis empírico de las interrelaciones entre las tasas de interés, los flujos brutos

GRÁFICO 5.6 TASAS DE INTERÉS, NIVELES DE INFLACIÓN Y LA BRECHA DE PRODUCCIÓN (continuación)

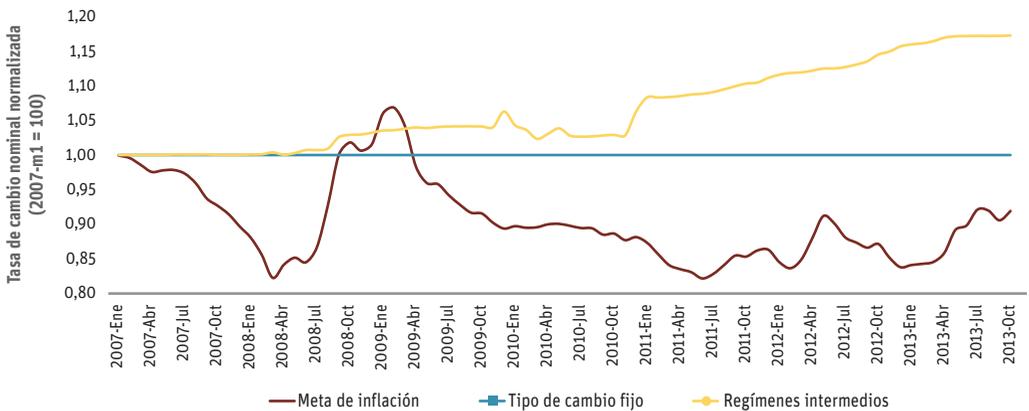
Panel C: Ciclo del PIB



Fuente: LMW.

Nota: Este panel muestra la mediana del ciclo del PIB para cada regimen usando un filtro Hodrick-Prescott.

Panel D: Tasa de cambio nominal

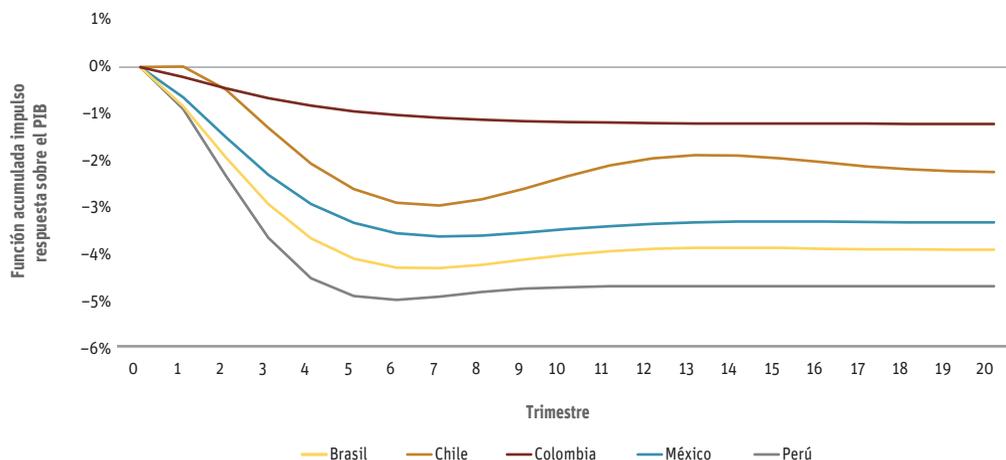


Fuente: LMW.

Nota: Cada serie representa la mediana de la tasa de cambio nominal normalizada en enero de 2007 para cada grupo de países. Los datos son mensuales.

de entradas de capital y las tasas de crecimiento para cinco países con regímenes de inflación objetivo en la región llega a la conclusión de que los flujos brutos de entradas de capital influyen marcadamente en el crecimiento.⁶⁵ Los resultados señalan que una disminución de una desviación estándar en estos flujos brutos de entradas de capital puede llevar a pérdidas en el PIB que oscilan entre un 1% en Colombia y casi 5% en Perú, con otras economías de América Latina y el

⁶⁵ Estas estimaciones son para un período extenso y, por lo tanto, considera las fluctuaciones normales en los flujos de entradas de capital más que en un evento más extremo como una Parada Súbita, como se verá en el siguiente capítulo.

GRÁFICO 5.7 RESPUESTA DE MEDIANO PLAZO A UNA CAÍDA DE UNA DESVIACIÓN ESTÁNDAR EN ENTRADAS BRUTAS DE CAPITAL


Fuente: EPFR.

Nota: Este gráfico presenta el impulso respuesta acumulado sobre el PIB de un choque de una desviación estándar al total de flujos de entrada de capital.

Caribe en lugares intermedios.⁶⁶ Además, el efecto es persistente o, en otras palabras, el pleno efecto de esa reducción de los flujos de entradas puede tardar hasta dos años en manifestarse. Es probable que las recientes caídas en los flujos de entradas de capital sigan teniendo efectos a lo largo de 2014 y en 2015, y nuevas caídas podrían aumentar el impacto en el crecimiento (ver gráfico 5.7 para una ilustración de los resultados y apéndice E para una discusión de la metodología econométrica empleada).

A primera vista, estos resultados sugerirían que las predicciones de referencia presentadas en el capítulo 2 podrían encontrarse en riesgo, dado que puede que los países crezcan a un ritmo inferior a su potencial si no hay capital suficiente disponible para mantener los déficits estimados de cuenta corriente. Sin embargo, es necesario formular dos advertencias. En primer lugar, los cambios en los flujos brutos de entradas considerados en el análisis son solo un componente de los flujos totales de entradas.⁶⁷ Además, si bien los flujos brutos de entradas de capital en gran parte fueron el principal componente de los flujos netos de capital en América Latina y el Caribe en los años noventa, como se verá en el capítulo 6, en los últimos años los flujos de los residentes (normalmente denominados flujos de salida), se han vuelto tan importantes como los de los no residentes (flujos de entradas). Por lo tanto, el análisis es más bien parcial en este aspecto, y es

⁶⁶ Las pérdidas totales acumuladas en el PIB es un cambio vertical en el nivel del PIB dada una disminución temporal del crecimiento; la economía luego se recupera hasta la tasa de crecimiento anterior pero las pérdidas en el PIB no se recuperan.

⁶⁷ Como se detalla más arriba, los flujos considerados aquí son compras o retiros de los fondos de renta fija y variable de los mercados emergentes. Estos forman una parte de los flujos de entrada de cartera. Otros flujos de entrada incluyen las inversiones extranjeras directas y los flujos bancarios.

posible que las disminuciones de los flujos de entradas en cuestión puedan ser reemplazados por otros flujos de entradas (en particular, los flujos bancarios) o por la repatriación de capital por parte de los residentes.

¿Cómo reaccionarían los países a esos shocks de la política monetaria? Una manera de responder a esta pregunta es estimar una regla de política monetaria para cada país. La regla de Taylor afirma que las autoridades monetarias reaccionan a las brechas de producción y a las tasas de inflación aumentando las tasas de interés de la política si las brechas de producción se vuelven más positivas y cuando aumenta la inflación.⁶⁸ Estimar esa regla para los cinco países con régimen de inflación objetivo incluidos en el gráfico 5.7 arroja resultados razonables; la metodología y las estimaciones de coeficiente se presentan en el apéndice E. Es interesante señalar que el tipo de cambio no aparece en la regla monetaria estimada para ninguno de los cinco países. Esto no quiere decir que el tipo de cambio no es importante sino que los efectos del tipo de cambio pueden ser capturados ya sea a través de la brecha de producción o de la inflación. Las tasas de interés actuales estimadas utilizando el modelo son muy parecidas a las tasas reales, como se muestra en el cuadro 5.1. En el caso de Brasil y Colombia, las estimaciones sugieren que la tasa de interés seguirá aumentando dado el nivel actual de la inflación con respecto a la meta y a la brecha de producción.

La columna denominada shock en la producción es, por lo tanto, la tasa de interés prevista en el caso de un shock de media desviación estándar en los flujos de capital, mientras la tasa de inflación y su meta permanecen constantes. En los casos de Brasil y Colombia, se prevé que la tasa de interés seguirá aumentando. Para los otros tres países, se prevé que la tasa de interés disminuya a medida que disminuye la brecha de producción. La columna siguiente muestra la tasa de interés estimada para el mismo shock suponiendo también un aumento del 1% de la inflación.

CUADRO 5.1 PRONÓSTICO DE TASAS DE INTERÉS

	Tasa actual	Tasa estimada	Shock en la brecha del producto	Shock e inflación alta	Shock e inflación baja
Brasil	10,00	9,77	11,58	12,29	10,87
Chile	4,65	4,63	1,76	3,28	0,23
Colombia	3,25	3,26	3,57	4,51	2,64
México	3,80	3,60	1,94	2,68	1,20
Perú	4,18	4,17	1,69	2,05	1,33

Nota: La primera columna muestra la tasa de interés más reciente para cada una de las cuatro economías. La segunda columna presenta la predicción de la regla de Taylor para la misma fecha. Las siguientes tres columnas presentan pronósticos para la tasa de interés cuando asumimos un choque de la mitad de una desviación estándar a los flujos brutos de entrada de capital simulando el impacto a la brecha del producto bajo tres escenarios: brecha de inflación que se mantiene en el mismo nivel que al final de 2013 (tercera columna), brecha de inflación 1 punto porcentual más alta que el nivel de finales de 2013 (cuarta columna), y una brecha de inflación 1 punto porcentual más baja que la observada a final de 2013.

⁶⁸ Sobre las reglas de Taylor, ver, por ejemplo, Svensson (2010).

Como era de esperar, las tasas de interés suben en todos los países. En Brasil y Colombia el efecto neto es una tasa de interés más alta en relación con la real, mientras que en Chile, México y Perú es más baja. La columna final muestra la tasa estimada para el mismo shock y una caída de un 1% de la inflación. Como era de esperar, las tasas de interés estimadas disminuyen en esta columna.

Se desprenden tres observaciones generales. En primer lugar, los resultados indican que algunos países, concretamente Brasil, se encuentran en una fase de restricciones mientras que otros, dependiendo de los shocks sufridos, pueden ver disminuir las tasas. En segundo lugar, los resultados simulados ilustran cómo se esperaría que se comportaran la tasa de interés de la política y la política monetaria como resultado de los shocks en la producción y en la inflación. Para una inflación constante o que disminuye, en general se esperaría que las tasas de interés disminuyan dado un shock negativo en la producción cuando los países siguen una política monetaria contracíclica. Por último, los resultados indican que, con la excepción de Chile, en los escenarios simulados del shock en la producción y de la inflación, las tasas de interés siguen siendo positivas y significativamente diferentes de cero. Esto sugiere que hay espacio para que la política monetaria responda a los shocks modelados aquí mientras los países no lleguen a una tasa de interés cero (el llamado límite cero).

El heterogéneo panorama macroeconómico

Las reflexiones de la sección anterior se centran en países que tienen flexibilidad monetaria, particularmente el más grande de los ocho países con regímenes de control de la inflación. Sin embargo, 6 países de la región están dolarizados o tienen paridades fijas de tipos de cambio con el dólar, mientras que 12 tienen regímenes intermedios. Además, los países que comercian más con Estados Unidos se beneficiarán a medida que se recupere la economía de Estados Unidos. En 2012 las exportaciones a Estados Unidos de los países de América Latina y el Caribe se situaron en promedio justo por encima del 10% del PIB, si bien esa cifra oscila entre menos del 1% para Uruguay y el 28% para Nicaragua. Los países con mayor comercio con Estados Unidos y tipos de cambio más flexibles pueden beneficiarse de una recuperación más sólida en Estados Unidos y ser al mismo tiempo relativamente inmunes a la política monetaria de Estados Unidos, mientras que los países que comercian menos con Estados Unidos pero que tienen una política monetaria menos flexible podrían ser más vulnerables. El gráfico 5.8 ilustra las exportaciones a Estados Unidos contra un indicador de flexibilidad de tipo de cambio para 173 países individuales.⁶⁹ Los cuadrados rojos son países en América Latina y el Caribe, y los rombos azules representan otros países.

⁶⁹ La primera se calcula aproximadamente según las exportaciones del país a Estados Unidos como porcentaje del PIB en 2012. La segunda se extrae de los regímenes de tipo de cambio de facto de Ilzetzki, Reinhart y Rogoff (2010). El índice oscila entre 1 y 13; cuanto más cercano a 1, menor es el nivel de flexibilidad del tipo de cambio. Por ejemplo, 1 denota países sin curso legal, 2 se otorga a países con una caja de conversión monetaria, etc. Se atribuye un índice de 12 a países con un tipo de cambio flotante gestionado y 13 se asigna a países con regímenes cambiarios de libre flotación.

Según el índice empleado, el simple promedio de exportaciones a Estados Unidos es de 3,8% y el de la flexibilidad de tipo de cambio de facto es 6%. Los países en el cuadrante inferior izquierdo, con relativamente poco comercio con Estados Unidos y una baja flexibilidad de tipo de cambio, son quizá los más vulnerables dado el actual conjunto de riesgos. Aún así, como se puede observar, hay relativamente pocos países de la región en ese cuadrante.⁷⁰ En realidad, la mayoría de los países de América Latina y el Caribe o tienen una mayor flexibilidad de tipo de cambio que el promedio o tienen un volumen de comercio relativamente alto con Estados Unidos.⁷¹

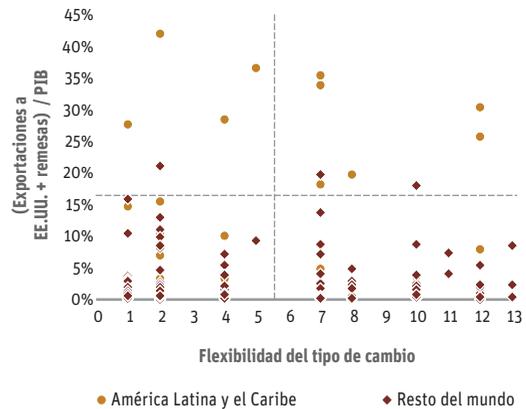
Conclusiones

Hay cuatro grandes conclusiones que extraer del análisis presentado en este capítulo. En primer lugar, los shocks en la senda de la normalización monetaria en Estados Unidos podrían tener impactos sustanciales en los flujos de capital de la región. En segundo lugar, la disminución de los flujos de capital que ya han tenido lugar, más cualquier disminución en el futuro, probablemente tendrán efectos persistentes en el crecimiento. En tercer lugar, aunque el impacto en la cuenta corriente parece ser bastante significativo, los países con regímenes de control de la inflación en general tienen un margen de maniobra monetario para responder a dichos shocks y los tipos de cambio pueden proporcionar al menos un amortiguador parcial. En cuarto lugar, hay un conjunto de países que no tienen flexibilidad monetaria y que, por ende, pueden sufrir más por cualquier perturbación en la normalización de la tasa de interés en Estados Unidos. Sin embargo, solo un pequeño número de países combinan el comercio con Estados Unidos con una inflexibilidad en el tipo de cambio. La mayoría de los países en la región disfrutaban de algún grado de flexibilidad de tipo de cambio o se beneficiarán sustancialmente de una recuperación más vigorosa en Estados Unidos.

⁷⁰ Además, incluyen Panamá y Bahamas. Aunque puede que esos dos países no exporten grandes cantidades directamente a Estados Unidos, obtienen ingresos del comercio de Estados Unidos (a través del canal de Panamá) y a través del turismo vinculado a Estados Unidos y los servicios financieros.

⁷¹ Las remesas se añaden a las cifras de las exportaciones de los países de América Latina y el Caribe cuando son significativas.

GRÁFICO 5.8 VÍNCULOS COMERCIALES CON EE.UU. Y FLEXIBILIDAD DEL TIPO DE CAMBIO



Fuente: Ilzetski, Reinhart y Rogoff (2010), DOTS, WEO, Migration & Remittances Data (Banco Mundial).

Nota: El eje x representa la flexibilidad del tipo de cambio como fue definido por Ilzetski et al. (2010). El eje y representa la relación entre la exportación de bienes a EE.UU. más las remesas como proporción del PIB (las remesas se incluyen solo para países en América Latina y el Caribe). Cada punto representa un país. El cruce de los ejes representa la media de cada variable para los países de América Latina y el Caribe. Hay seis países de América Latina y el Caribe en el cuadrante del noreste, siete en el noroeste, cuatro en el suroeste y nueve en el sudeste.

CAPÍTULO 6

Los riesgos de una Parada Súbita

El escenario de base de este informe es el de un proceso suave de normalización monetaria a medida que se recupera la economía de Estados Unidos, con una recuperación moderada en Europa y un crecimiento sostenido de las economías emergentes más grandes. Como se señaló en el capítulo anterior, se espera que esta normalización monetaria, en gran parte anticipada, tenga efectos similares a los de la salida del período de bajas tasas de interés en 2004, más que a la volatilidad sufrida en varias economías emergentes en 1994. Los sistemas financieros de la región se han fortalecido, y la Gran Recesión pasó sin que ninguna de las economías grandes de América Latina y el Caribe sufriera una grave crisis financiera, señal de que se puede lograr la normalización sin caer en excesiva volatilidad. Por otro lado, el impacto que tuvo el anuncio de los posibles recortes en la tasa de adquisición de activos financieros por parte de la Reserva Federal en mayo de 2013 y el análisis presentado en el capítulo anterior señalan que podrían producirse shocks en la senda de la normalización monetaria que pueden tener efectos bastante importantes.

Las estimaciones en el capítulo anterior se basaban en fluctuaciones normales y reacciones promedio a variables en una muestra histórica razonablemente extensa. Sin embargo, también existe la posibilidad de un evento más extremo. La bibliografía sobre flujos de capital ha puesto de relieve el riesgo de que algún evento (normalmente un evento financiero de origen externo) desate un rápido retiro de capitales, lo que se conoce como Parada Súbita (Sudden Stop).⁷² Sin embargo, que una chispa inicial desate o no una Parada Súbita depende de las vulnerabilidades específicas de cada país. Este capítulo se centra en estas vulnerabilidades y evalúa los riesgos y costos potenciales de una Parada Súbita.

En los años noventa, las Paradas Súbitas en las economías emergentes tendían a ser producto de cambios en los flujos brutos de entradas de capitales que casi automáticamente provocaban cambios en los flujos netos de entradas y dolorosos ajustes del tipo de cambio real y de la cuenta corriente. Sin embargo, más recientemente, las economías emergentes han acumulado más activos externos y los cambios en esos activos (normalmente denominados flujos brutos de salidas) se han vuelto más importantes. En realidad, puede que haya cambios bruscos

⁷² El contagio entre los inversores que invierten en activos similares o que obtienen créditos del mismo banco o a través de fondos mutuos podrían explicar ese mecanismo. Ver Rigobón (2002) Van Rijckeghem y Weder (2003) y Broner y Gelos (2003) para documentos que detallan el fenómeno del contagio siguiendo estas líneas.

en los flujos brutos de entradas y flujos brutos de salidas que se compensan de tal manera que los flujos netos permanecen estables, como ocurriría si hubiera repatriación de capital por parte de los residentes frente a una reducción de los flujos brutos de entrada. Aún así, investigaciones recientes señalan que las Paradas Súbitas de flujos brutos de entrada también pueden ser dolorosas, dado que quizá sean acompañadas de un costoso proceso de desapalancamiento en la economía afectada. Este capítulo considera diferentes tipos de Paradas Súbitas y concluye exponiendo las opciones de política frente a los riesgos asociados.

Las condiciones iniciales

Se han encontrado tres variables como determinantes clave de la probabilidad de Paradas Súbitas:⁷³ i) el ajuste del tipo de cambio real requerido suponiendo que ocurrió una Parada Súbita, lo cual es una función del déficit de cuenta corriente como porcentaje de la absorción de bienes transables (DCC); ii) dolarización de pasivos domésticos (DPD); (iii) el balance fiscal del gobierno (BFG).^{74,75} Considerando el promedio simple de los siete países más grandes de la región (ALC-7), estos fundamentales mejoraron significativamente entre las crisis de finales de años noventa y la Gran Recesión de 2008.⁷⁶ El DPD disminuyó de casi 11% del PIB en los años noventa hasta el 6,6% del PIB en 2007, y la cuenta corriente y los balances fiscales dejaron de ser deficitarios para tener superávit (0,2% del PIB). El cuadro 6.1 presenta los valores de estas tres variables clave a finales de 2012 y también para los períodos inmediatamente anteriores a las dos crisis sistémicas previas que sufrió la región: i) las crisis de 1998 y ii) el período posterior de la Gran Recesión de 2008. Puede que estos factores sean una explicación de por qué la región se mantuvo relativamente inmune a la crisis desatada por el colapso del banco de inversión Lehman Brothers en 2008. Sin embargo, estas mismas variables se han deteriorado desde entonces. Como se señalaba en el capítulo 3, la región actualmente tiene déficits fiscales del orden del 3,5% del PIB y los déficits de cuenta corriente han aumentado hasta aproximadamente el 4,7% de la absorción de los bienes transables. La DPD ha aumentado hasta cerca de 8% del PIB, sobre todo como resultado de un incremento de la deuda externa de los bancos,

⁷³ Ver Calvo et al. (2008).

⁷⁴ La DPD se define como los depósitos en divisas más la deuda externa de los bancos. Suponiendo que los balances bancarios están equilibrados, como es de esperar debido a la regulación bancaria, este es un buen indicador del porcentaje de préstamos en dólares. Ver Calvo et al. (2008).

⁷⁵ La primera variable representa la caída potencial en el consumo de bienes transables después de una Parada Súbita. La segunda es una variable indicativa de la carga potencial en el sistema bancario nacional dada la potencial quiebra de los deudores dolarizados. El balance fiscal representa un indicador de la capacidad del gobierno para responder frente al shock; ver Ortiz et al. (2009) para un debate.

⁷⁶ ALC-7 es el promedio simple de los siete países más importantes de América Latina, a saber, Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela. Estos países representan más del 90% del PIB de América Latina.

CUADRO 6.1**CONDICIONES INICIALES PARA UNA PARADA SÚBITA DE CAPITALES EN AMÉRICA LATINA: MEJOR QUE EN LOS 90, PERO PEOR QUE EN EL PERÍODO PRE LEHMAN**

País	1997			2007			2012		
	DPD (%)	DCC (%)	BFG (%)	DPD (%)	DCC (%)	BFG (%)	DPD (%)	DCC (%)	BFG (%)
Argentina	18,1%	12,0%	-2,1%	4,8%	-10,3%	-2,1%	3,0%	-0,1%	-4,3%
Brasil	7,0%	11,2%	-5,7%	6,2%	-0,4%	-2,7%	8,8%	8,8%	-2,7%
Chile	7,1%	10,4%	2,1%	10,1%	-19,5%	7,9%	13,0%	10,0%	0,6%
Colombia	7,1%	11,7%	-3,2%	1,9%	7,5%	-0,8%	5,4%	9,0%	0,2%
México	13,0%	5,2%	-6,6%	3,5%	3,8%	-1,2%	4,9%	2,8%	-3,7%
Perú	23,5%	14,1%	0,1%	19,0%	-4,4%	3,2%	20,0%	10,6%	2,1%
Venezuela	0,3%	-10,0%	2,6%	0,4%	-19,0%	-2,8%	0,1%	-8,4%	-16,6%
ALC-7	10,9%	7,8%	-1,8%	6,6%	-6,0%	0,2%	7,9%	4,7%	-3,5%
ALC-5	11,5%	10,5%	-2,7%	8,1%	-2,6%	1,3%	10,4%	8,2%	-0,7%

Fuente: Cálculos de los autores basados en Calvo et al. (2013).

Nota: ALC-7: Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela. ALC-5 no incluye a Argentina ni a Venezuela. DPD: dolarización de pasivos domésticos como porcentaje del PIB. DCC: déficit de cuenta corriente como porcentaje de la absorción de bienes transables. BFG: balance fiscal del gobierno como porcentaje del PIB.

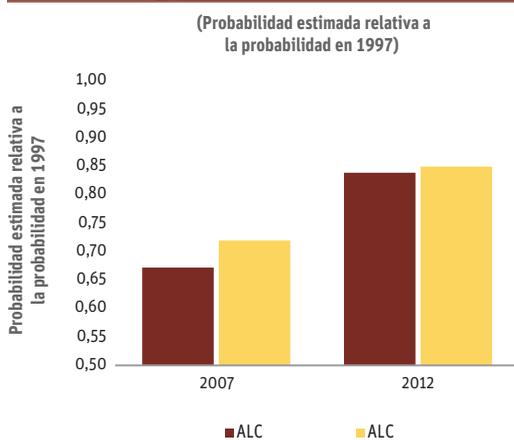
que aumentó de 3,2% del PIB en 2007 a 4,8% del PIB en 2012, como se vio tanto en el capítulo 4, más arriba, como en el apéndice F.

Sin embargo, mientras la dolarización ha aumentado, también han aumentado las reservas internacionales. Suponiendo que las reservas se pueden utilizar para respaldar la deuda en dólares, la DPD neta (definida como DPD menos reservas) podría ser la medida de vulnerabilidad más relevante. El comportamiento de la DPD neta arroja un cuadro algo diferente al anterior.⁷⁷ Por ejemplo, en el caso de Perú, a pesar de los altos niveles de DPD, los niveles de DPD neto son ahora relativamente bajos (-10,2% del PIB) dada la gran acumulación de reserva de divisas.⁷⁸ Como promedio, los niveles regionales de DPD neta han aumentado con respecto a 2007 (de -6,4% del PIB a -6% del PIB), aunque en niveles considerablemente más bajos que los de 1997 (-1,9% del PIB) en vísperas de la crisis de Rusia.

Un conjunto de pasivos en dólares excluido de estas estimaciones son las emisiones internacionales de bonos del sector privado no financiero mencionadas en el capítulo 4. Al descontar las reservas pero añadir los stocks de deuda externa privada se observa un mayor deterioro, de -4,7% del PIB en 2007 a -2,6% del PIB hacia finales del 2012 (ver apéndice F).

⁷⁷ Ver Calvo, Izquierdo y Loo-Kung (2013).

⁷⁸ Ver apéndice F. La DPD es probablemente una de las razones clave de por qué Perú ha acumulado un nivel tan alto de reservas. El hecho de que la DPD neta sea negativa significa que las reservas de divisas superan al DPD.

GRÁFICO 6.1**AUMENTO EN LA PROBABILIDAD DE UNA PARADA SÚBITA DE CAPITALES DESDE EL PERÍODO PRE LEHMAN**

Fuente: Cálculos de los autores basados en Calvo et al. (2013).

Nota: ALC-5: Brasil, Chile, Colombia, México, Perú. ALC-7: ALC-5 + Argentina y Venezuela.

Probabilidades y costos de una Parada Súbita

¿Cómo han influido los cambios en estas tres variables (CAD, DPD neta y GFB) en la probabilidad y costos potenciales de una Parada Súbita? Considerando una Parada Súbita como una caída de al menos dos desviaciones estándar en los flujos netos de entradas de capital, Calvo et al. (2013) presentan una metodología para estimar la probabilidad de una Parada Súbita y el costo asociado si esta llegara a producirse.⁷⁹ El costo esperado de una Parada Súbita se calcula como la probabilidad de su ocurrencia multiplicada por el costo, si esta llega a producirse.⁸⁰ A finales de los años noventa, en la época de la crisis financiera en Asia, varios países en América

Latina y el Caribe experimentaron Paradas Súbitas; por lo tanto sería interesante comparar las probabilidades estimadas en diferentes fechas en relación con ese período. Debido a las mejoras en los fundamentales analizados más arriba, los resultados señalan que la probabilidad promedio de una Parada Súbita en 2007 era significativamente más baja que la existente en 1997 (cerca de 67% de la probabilidad en 1997; ver gráfico 6.1). Sin embargo, hacia 2012 la probabilidad promedio de una Parada Súbita había aumentado hasta el 84% del nivel existente en 1997.

El *costo esperado* de las Paradas Súbitas (es decir, el costo estimado de una Parada Súbita multiplicado por la probabilidad de una Parada Súbita) es en promedio más bajo que en los años noventa; sin embargo, desde finales de 2012 los costos esperados son superiores a los de 2007 (ver gráfico 6.2). La posición relativamente fuerte que la región tenía antes de la Gran Recesión condujo a una reducción significativa en los costos esperados de una Parada Súbita (casi una tercera parte menos que en 1997), lo cual significaba que la región estaba bien preparada para

⁷⁹ El enfoque consiste primero en estimar la probabilidad de Paradas Súbitas (dados los determinantes mencionados más arriba) y estimar por separado una función de costo (dados los mismos determinantes) para un conjunto amplio de 110 países. Los costos en términos del producto se definen como la suma descontada de cualquier brecha negativa de producto en las cercanías de una Parada Súbita medida como el porcentaje entre el PIB observado y su correspondiente tendencia HP. Con los costos definidos, una simple ecuación de los determinantes de estos costos fue estimada utilizando DPD neta, el déficit de cuenta corriente (como porcentaje de la absorción de transables), el cambio en el índice global EMBI (un control por el tamaño del shock) y el balance fiscal del gobierno (como porcentaje del PIB) como variables explicativas.

⁸⁰ Los valores anteriores a la crisis son usados para la mayoría de las variables con el fin de aliviar las preocupaciones acerca de la endogeneidad.

aguantar la crisis. Más recientemente, debido al aumento en los factores de vulnerabilidad (CAD, DPD neta y GFB), han aumentado los costos esperados.

¿Cuán preparada está la región? Tenencias de reservas

Las reservas internacionales proporcionan una manera de asegurarse contra las Paradas Súbitas. El nivel óptimo de reservas podría considerarse como el equilibrio entre disminuir el costo esperado de una Parada Súbita y el costo de tener reservas.⁸¹ Las reservas promedio observadas en los países de ALC-7 en vísperas de la crisis financiera global de 2008 eran relativamente cercanas a las reservas óptimas, una mejora importante en comparación con los años noventa, como se muestra en los paneles A y B del gráfico 6.3.

Para el período más reciente, los ratios de reserva reales en América Latina y el Caribe cayeron por debajo de los niveles óptimos (con la notable excepción de Perú, como se muestra en el panel C del gráfico 6.3). El gráfico 6.3 también muestra que estos fenómenos no están limitados a América Latina y el Caribe y que también han ocurrido en países de otras regiones. Aunque los niveles de reservas observados han aumentado en muchos países debido a los riesgos más altos y a los costos esperados más altos de una Parada Súbita, el nivel de reservas óptimas, en realidad, ha aumentado más.

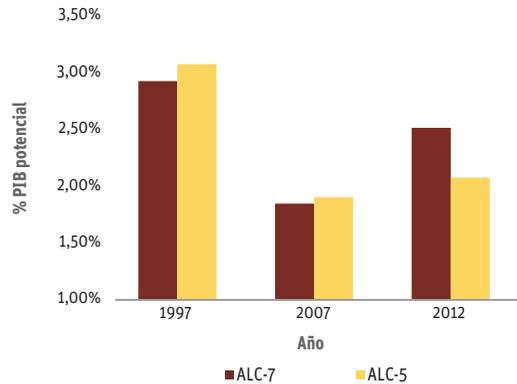
Paradas Súbitas en los flujos brutos de capital vs. flujos netos

Mientras los flujos netos de entradas de capital en la región aumentaron considerablemente a lo largo de la última década, los flujos brutos de capital han aumentado mucho más espectacularmente (ver gráfico 6.4).⁸² Este fenómeno refleja niveles más altos de integración financiera.

El aumento en los flujos brutos de salidas de capital tiene una contrapartida en la acumulación de activos externos de los residentes. Estos activos, a su vez, pueden ser repatriados para compensar una caída de los flujos brutos de entradas de capital, lo que tiene como resultado potencial

GRÁFICO 6.2

EL COSTO ESPERADO DE UNA PARADA SÚBITA DE CAPITALES HA AUMENTADO DESDE EL PERÍODO PRE LEHMAN



Fuente: Cálculos de los autores basados en Calvo et al. (2013).

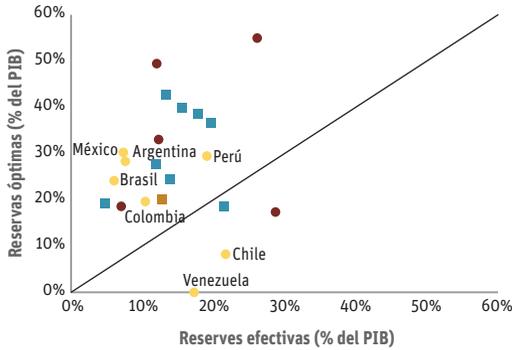
Nota: ALC-5: Brasil, Chile, Colombia, México, Perú. ALC-7: ALC-5 + Argentina y Venezuela.

⁸¹ Ver Calvo et al. (2013) para una visión más detallada de este enfoque.

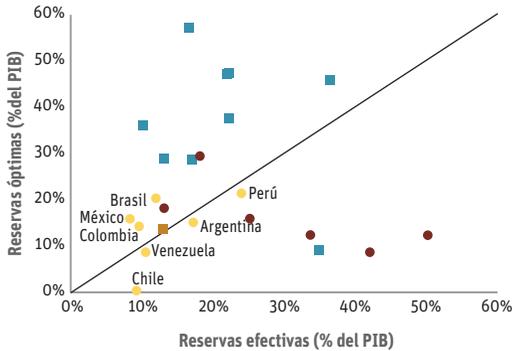
⁸² En las convenciones sobre la balanza de pagos, los flujos brutos de entradas de capital se definen como los cambios en el stock de deuda externa en manos de los residentes. De la misma manera, los flujos brutos de salidas de capital se definen como cambios en el stock de activos extranjeros en manos de los residentes.

GRÁFICO 6.3 LAS RESERVAS ACTUALES HAN CAÍDO RELATIVO AL NIVEL ÓPTIMO

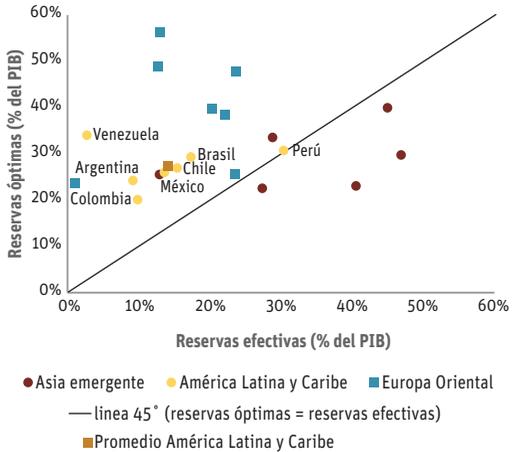
Panel A: La Cobertura de Reservas Internacionales fue baja en 1997....



Panel B: ...mejoró en 2007...



Panel C: ...y se deterioró nuevamente en 2012



● Asia emergente ● América Latina y Caribe ■ Europa Oriental
 — línea 45° (reservas óptimas = reservas efectivas)
 ■ Promedio América Latina y Caribe

Fuente: Calvo, Izquierdo y Loo-Kung (2013).

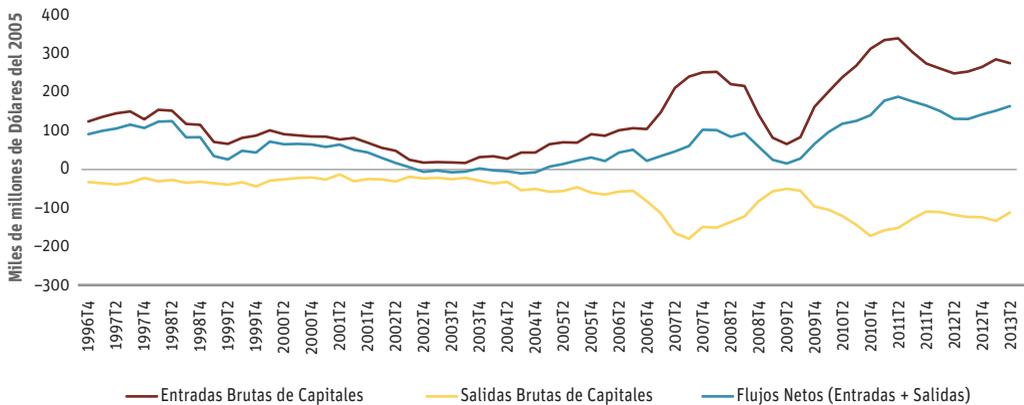
flujos netos de capital más estables.⁸³ Las economías de mercados emergentes tienen flujos netos de capital más volátiles que las economías desarrolladas, pero esto no es el resultado de flujos brutos de entradas de capital más volátiles. Esta volatilidad, al contrario, refleja una mayor compensación entre flujos brutos de entradas y flujos brutos de salidas en los países desarrollados —es decir, en los países desarrollados se produce una correlación negativa más fuerte entre flujos brutos de entradas de capital y flujos brutos de salidas de capital que tiene efectos estabilizadores en los flujos netos.⁸⁴

Hay cinco factores que pueden facilitar estos efectos de compensación: i) la falta de represión financiera (para facilitar la respuesta de la tasa de interés); ii) apertura en la cuenta capital (movilidad internacional del capital); iii) la disponibilidad de activos extranjeros que los residentes pueden repatriar; iv) marcos macroeconómicos sólidos y creíbles; v) protección de los derechos de propiedad que permitan la repatriación del capital durante las crisis. La región ha hecho progresos importantes en todas estas dimensiones, y esto parece dar sus frutos, ya que hay evidencia de más compensación y, por lo tanto, mayor estabilidad en los flujos netos.

Los flujos netos de capital disminuyeron menos en la crisis de 2008 a pesar de una reversión más importante de los flujos brutos de entradas en comparación con la crisis tequila de 1994 y las crisis de fines de los años noventa (ver gráfico 6.5). En el

⁸³ Ver Ratha et al. (2002), que sostienen que hay una fuerte correlación positiva entre los flujos brutos de entradas y los flujos brutos de salidas.

⁸⁴ Ver Cowan et al. (2008) sobre este punto.

GRÁFICO 6.4 CRECIENTE IMPORTANCIA DE LOS FLUJOS BRUTOS DE CAPITALES EN AMÉRICA LATINA

Fuente: FMI: IFS.

Nota: Países incluidos: Argentina, Brasil, Chile, Colombia, Perú y Venezuela.

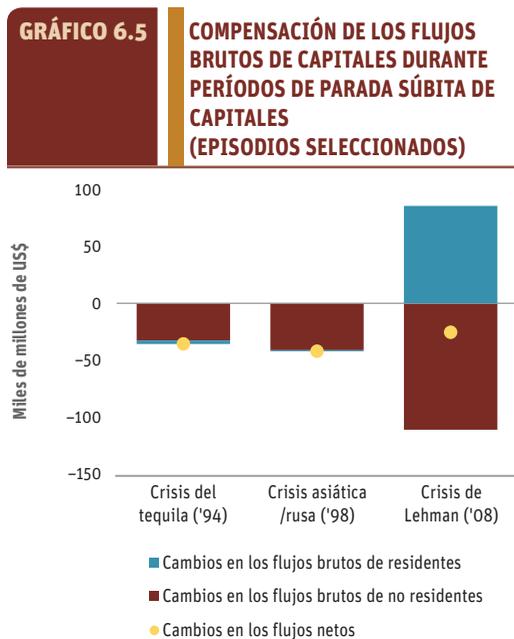
episodio de 2008, la repatriación del capital por los residentes (flujos brutos de salidas) compensó la reducción en los flujos brutos de entradas. Esto también puede contribuir a explicar por qué la región se vio menos afectada por la crisis de 2008, a pesar de la fuerte contracción en las entradas brutas de capitales.⁸⁵

Aún así, hay riesgos asociados con el aumento de la incidencia de los flujos brutos de capital. Los flujos brutos proporcionan un conducto clave a través del cual se puede transmitir y amplificar el contagio financiero entre los países. A su vez, un alto nivel de integración financiera, además de una mayor tenencia de activos domésticos de los no residentes, puede redundar en más intermediación financiera, más transacciones financieras, mayor apalancamiento y mercados de capital más profundos que, como se ha observado en las economías avanzadas en 2008, quizá no garanticen la estabilidad financiera. Si como resultado se desata una crisis, en esas circunstancias un alto nivel de integración financiera podría amplificar significativamente los costos.⁸⁶

Estos desarrollos sugieren que puede haber diferentes tipos de Paradas Súbitas que pueden tener diferentes impactos y diferentes consecuencias para las políticas. Un tipo concreto de Parada Súbita, por ejemplo, podría ser una brusca reducción de los flujos brutos de entradas que no conllevara una Parada Súbita en los flujos netos debido a la repatriación de capitales por parte de los residentes. En principio, esto no requeriría un ajuste del tipo de cambio real, pero

⁸⁵ Sin embargo, como se señala en Ratha et al. (2002) en algunas crisis los flujos de los residentes han compensado mientras que en otras no lo han hecho; es necesario seguir investigando para entender esta dinámica.

⁸⁶ Documentos recientes han puesto de relieve el carácter potencialmente perturbador de reversiones súbitas de los flujos brutos de capital, incluso en casos en que los flujos netos de capital siguen estables. Ver Bruno y Shin (2012a) y (2012b), y Shin (2012). Esta idea está resumida en un informe del Committee on International Economic Policy Reform (2012), que subrayó el rol potencialmente desestabilizador de los flujos transfronterizos creadores de deuda —por ejemplo, los flujos bancarios— durante episodios de un desapalancamiento forzado.



Fuente: FMI: IFS. Para cada evento computamos el cambio en las entradas brutas de capital de pico a valle (barras azules). Luego, para la misma ventana de tiempo, computamos los cambios en las salidas brutas de capital (barras rojas) y los cambios en los flujos netos (círculos amarillos).

Nota: Países incluidos: Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela.

apéndice G). Sin embargo, las Paradas Súbitas de flujos netos siguen siendo las más onerosas, con costos de casi el 13% del PIB en las economías emergentes.

Respuestas de la política para prevenir y responder a las Paradas Súbitas

Hay varias medidas de la política que disminuirían la probabilidad de que algún evento financiero externo desate una Parada Súbita.⁸⁹ La acumulación de reservas internacionales proporciona un autoseguro contra las Paradas Súbitas, sobre todo compensando los peligrosos efectos de la dolarización de la deuda interna (DPD). Reducir los niveles brutos de DPD mediante la regulación del sistema bancario o permitiendo mayor volatilidad del tipo de cambio, evitando un seguro implícito al tipo de cambio, también facilitaría los esfuerzos autoaseguradores de los países. Subrayando la conclusión del capítulo 3, según se ha descubierto, el fortalecimiento de las cuentas

podría de todas maneras suponer costos si estos flujos brutos de entradas cortaran el financiamiento de ciertos proyectos o fueran intermediados a través del sistema financiero interno, y la repatriación de capital no fuera un sustituto perfecto, lo que quizá provocaría una brusca reducción de la intermediación financiera y el apalancamiento interno.

Cavallo et al. (2013) desarrollan una nueva taxonomía de las Paradas Súbitas y analizan en detalle este y otros resultados de este tipo. El estudio muestra que los países que sufrieron Paradas Súbitas de flujos brutos de entradas sufrieron costos en términos de pérdida de PIB,⁸⁷ sobre todo si la Parada Súbita está asociada con una brusca disminución de los flujos bancarios.⁸⁸ Estos acontecimientos han sido asociados con un costo de casi 4% del PIB en las economías emergentes (ver

⁸⁷ Cavallo et al. (2013) elaboran una nueva taxonomía de las Paradas Súbitas que diferencia entre las que requieren ajustes del tipo de cambio real y las que no lo requieren. Luego emplean un enfoque de estudio de eventos y calculan los costos de diferentes tipos de paradas súbitas.

⁸⁸ Los flujos bancarios en este caso son en realidad, la categoría de “otros flujos” en las Estadísticas Financieras Internacionales del FMI, que está dominada por flujos bancarios.

⁸⁹ Ver también Cavallo e Izquierdo (2009) para una visión más en profundidad.

fiscales durante los tiempos buenos también reduce la vulnerabilidad de un país. Por último, impedir que los déficits de cuenta corriente aumenten en espiral a lo largo del tiempo con el fin de limitar el tamaño de cualquier ajuste requerido, a la vez disminuye la probabilidad de una Parada Súbita y su costo, si esta se produce. En el ámbito del comercio, puede ser especialmente importante aumentar la apertura y sobre todo impulsar la oferta de bienes transables, de modo que la depreciación del tipo de cambio real requerida para cerrar el déficit de cuenta corriente será menor si el financiamiento externo se vuelve más restrictivo.⁹⁰

Si no se puede impedir una Parada Súbita, ¿qué pueden hacer los países? La capacidad para aplicar una política contracíclica es crucial, lo cual vuelve a reforzar la conclusión de que se deberían fortalecer los amortiguadores fiscales en la región. Hay evidencia empírica robusta de que los países capaces de adoptar políticas fiscales expansionistas y monetarias lograron reducir la pérdida del producto después de una Parada Súbita.⁹¹ Por lo mismo, las condiciones iniciales no constituyen un destino inevitable. Hay evidencias basadas en experiencias regionales de que, incluso durante las crisis, los países siguen teniendo medios a su disposición para capear la tormenta. Por ejemplo, el uso selectivo de reservas internacionales durante una contracción del crédito externo —apoyando líneas de crédito a la exportación— podría ser un uso más eficaz de los recursos disponibles que las intervenciones en el mercado para sostener el tipo de cambio. De la misma manera, las “devaluaciones fiscales” —sobre todo cuando se implementan cuidando que no caigan los ingresos del gobierno— podrían ayudar a los países a recuperar competitividad externa sin grandes devaluaciones nominales.^{92, 93}

Muchas de las acciones de políticas recomendadas en relación con la probabilidad y los costos de las Paradas Súbitas destacan los mensajes más generales de este informe. Las acciones preventivas emprendidas hoy pueden tener beneficios sustanciales en el futuro, pero las respuestas de política económica frente al shock también son importantes. El sistema multilateral también puede contribuir complementando las reservas internacionales y proporcionando financiamiento para apoyar las políticas fiscales sostenibles. Los mecanismos de seguro *ex ante*, como la línea de crédito flexible (FCL) del FMI también pueden jugar un rol importante. En los países que no tienen acceso a una FCL, es probable que el temprano reconocimiento de los problemas, y la rápida búsqueda de ayuda financiera externa minimice la perturbación económica provocada por un shock.

⁹⁰ Ver Cavallo y Frankel (2008).

⁹¹ Ortiz et al. (2009) mediante una muestra de mercados emergentes constata que los países capaces de adoptar políticas monetarias y fiscales más flexibles después de Paradas Súbitas sistémicas tenían una pérdida de producción inferior al 5% (promedio), mientras que los países con mucho menos flexibilidad tenían contracciones de la producción superiores al 10%. Los resultados coinciden con las predicciones de los modelos teóricos con precios rígidos, que sugieren que las políticas contracíclicas son óptimas (por ejemplo, Christiano et al., 2011 y Nakata, 2013).

⁹² Ver, por ejemplo, Fahri, Gopinath e Itskhoki (2011) y Cavallo, Fernández-Arias y Powell (2013).

⁹³ Cavallo e Izquierdo (2009) documentan las respuestas de la política a episodios de Paradas Súbitas de finales de los años noventa en ocho países de América Latina y, de manera más sistemática, una gama más amplia de mercados emergentes. Usando los dos conjuntos de información, los autores distinguen entre casos exitosos y no exitosos y extraen las recomendaciones para las políticas.

CAPÍTULO 7

Conclusiones y sugerencias para las políticas

La economía global está en proceso de recuperación, y suponiendo que la normalización monetaria se dé sin problemas, las tasas de crecimiento en América Latina y el Caribe deberían volver a niveles normales. Aunque se trata de muy buenas noticias, desafortunadamente estas tasas de crecimiento son insuficientes para satisfacer las numerosas demandas sociales en la región y reflejan un bajo crecimiento de la productividad subyacente que no permitirá a los países mantener niveles de ingreso relativos con otras economías emergentes o cerrar la brecha del ingreso con las economías avanzadas. Una prioridad clave en el camino es encontrar maneras de mejorar el potencial de crecimiento.⁹⁴

Desde luego, la proyección de base está sujeta a riesgos. De hecho, hay riesgos positivos, u oportunidades subyacentes. Concretamente, puede que la recuperación en Estados Unidos sea más robusta de lo esperado, y se beneficien especialmente los países en América Central y el Caribe con sólidos vínculos comerciales, financieros y turísticos con la economía de Estados Unidos. Sin embargo, los potenciales shocks negativos también deberían tenerse en cuenta. Un crecimiento más alto en Estados Unidos puede verse acompañado de una aceleración en normalización monetaria con *recortes* más rápidos de lo previsto en las compras de activos por parte de la Reserva Federal, y aumentos más pronunciados de las tasas de interés. Por otro lado, el crecimiento en China puede ser más lento de lo esperado. Diferentes países se verán afectados de diferentes maneras por este tipo de shocks.

La capacidad para responder a los shocks externos fue anunciada como un gran avance durante la Gran Recesión de 2008. Dados los bajos estabilizadores fiscales automáticos, varios países desplegaron medidas fiscales discrecionales y expansionistas para atenuar el impacto de la crisis. Muchas de estas medidas comprendían un aumento en las partidas inflexibles del gasto que hasta la fecha, según se ha demostrado, han resultado difíciles de contraer a medida que se cierran las brechas de la producción. El resultado es que la política fue expansionista más que contracíclica y los saldos fiscales se han deteriorado. En realidad, un análisis de la ciclicidad de la política fiscal indica que un grupo de países solo era contracíclico en las recesiones y en las recuperaciones eran, en realidad, procíclicos; un segundo grupo era procíclico tanto en las

⁹⁴ Ver el Informe macroeconómico de América Latina y el Caribe, Powell (2013).

recuperaciones como en las recesiones. Esto sugiere que la región tiene un camino por recorrer antes de que se pueda llegar a la conclusión de que se ha liberado de su prociclicidad fiscal.

Suponiendo que el crecimiento es el proyectado en el escenario de base, reconstruir los amortiguadores fiscales es una prioridad clave. Ante un shock negativo al escenario de base, puede que algunos países se encuentren en posición para responder con medidas discretionales concretas. Pero sería crucial asegurarse de que esas medidas son verdaderamente contracíclicas. Como se recomendaba en el actual informe insignia del BID sobre los sistemas tributarios como instrumento de desarrollo, puede que los países deban introducir reformas institucionales para limitar la probabilidad de que dichas medidas fueran expansionistas en lugar de contracíclicas.⁹⁵ Al mismo tiempo, puede que los países también deban seguir mejorando sus estabilizadores fiscales automáticos para mejorar la contraciclicidad sin la necesidad de una política discrecional.

Varios países han experimentado grandes flujos de entradas de capital, sobre todo los flujos de deuda de cartera y las empresas privadas no financieras e instituciones financieras han emitido cantidades considerables de deuda en dólares. Éstas han sido en gran parte a tasas fijas y con vencimientos razonablemente largos, aprovechando las tasas de interés excepcionalmente bajas de Estados Unidos. Se pueden entonces minimizar los riesgos de liquidez directa y los riesgos de financiamiento, pero puede que esos contratos sigan provocando efectos de hoja de balance ante una depreciación significativa de la moneda.

El crédito interno ha crecido con fuerza y la emisión de valores de renta fija internacionales por parte de empresas financieras y no financieras (que tienen depósitos importantes en los sistemas financieros locales) parecen haber jugado un rol importante en el financiamiento de ese crecimiento. Los depósitos generalmente son en moneda local y tienen vencimientos más cortos y, dado que los depósitos corporativos pueden ser volátiles ante los intereses y tipos de cambio fluctuantes, esto puede generar riesgos de liquidez indirectos para el sistema financiero.

Sin embargo, es necesario formular ciertas advertencias con respecto a este análisis. Niveles más altos de crédito también traen consigo mejores oportunidades y en la región hay un bajo nivel de bancarización. Si bien la deuda en dólares de las empresas ha aumentado, también han aumentado sus activos. Además, no hay información sistemática disponible sobre si las empresas tienen sus riesgos cambiarios cubiertos. Se trata de temas que merecen un análisis más profundo y un seguimiento cuidadoso. Si bien los sistemas financieros en la región son más fuertes que en el pasado, allí donde los riesgos parezcan relevantes, puede que sea necesario responder con acciones prudenciales.

Los flujos de entrada de capital ya han disminuido desde mayo de 2013, y el análisis sugiere que esos movimientos están asociados con impactos en el crecimiento significativos y persistentes. Si bien el ajuste requerido en la cuenta corriente ante una disminución de solo una desviación estándar en los flujos de capital parece grande, muchas de las economías más

⁹⁵ Ver Corbacho et al. (2012).

grandes cuentan con la flexibilidad monetaria como respuesta; concretamente, los tipos de cambio flexibles proporcionan al menos un amortiguador parcial. Sin embargo, los aumentos imprevistos en el *recorte* de activos o de las tasas de interés en Estados Unidos podrían provocar caídas aún mayores de los flujos de entrada de capital. Dado el empeoramiento de la cuenta corriente en años recientes, de las balanzas fiscales y la dolarización de la deuda doméstica (quizá no cubierta), también ha surgido el riesgo de un evento más extremo, una Parada Súbita en los flujos de capital. Los responsables de las políticas deberían considerar acciones prudentiales para reducir la probabilidad de una Parada Súbita y de aliviar el costo, si ésta se produce. Entre las medidas preventivas, se puede intentar reducir los factores de vulnerabilidad intentando fortalecer el sector transable de las economías, reduciendo la dolarización (neta) y, una vez más, reconstruyendo los amortiguadores fiscales. Entre otras medidas puede haber maneras de aumentar las reservas, por ejemplo mediante la firma de una línea de crédito flexible con el FMI o buscando otros acuerdos contingentes para financiar la liquidez, o considerar mecanismos *ex ante* para emplear las reservas para atenuar el impacto de un shock de liquidez.

La historia nos enseña que las salidas de períodos de tasas de interés extremadamente bajas de Estados Unidos pueden ser suaves o accidentadas, y que dependen de manera crucial de las expectativas, de los fundamentales y de la capacidad de los países para responder. La salida que se avecina está en gran parte anticipada. Ya se han producido efectos en los precios de los activos y en los flujos de capital pero la totalidad de sus efectos sobre el crecimiento podría tardar todavía algún tiempo en materializarse. A pesar de que los fundamentales en la región se han deteriorado desde 2008, siguen siendo considerablemente más fuertes que en los años noventa. En el escenario de base, una de las prioridades es restaurar los amortiguadores y mejorar las instituciones para potenciar la capacidad de respuesta ante cualquier shock negativo en el futuro; luego, tras un análisis en profundidad de cada país, podría haber espacio para acciones prudentiales que aseguren contra vulnerabilidades financieras concretas. La normalización monetaria se trata de una crónica anunciada pero acciones de política hoy pueden minimizar los efectos negativos para que la región aproveche más la recuperación en la economía global.

Referencias bibliográficas

- Ardanaz, M., A. Corbacho, y A. González-Castillo. De próxima publicación. “Structural Fiscal Balances in Latin America and the Caribbean: New Dataset and Estimations.” Banco Interamericano de Desarrollo, Washington, DC.
- Balassone, F., y M. S. Kumar. 2007. “Cyclicality of Fiscal Policy.” En M. S. Kumar y T. Ter-Minassian, eds., *Promoting Fiscal Discipline*. Washington, DC: Fondo Monetario Internacional.
- BIS, ECB, y FMI (Banco de Pagos Internacionales, Banco Central Europeo y Fondo Monetario Internacional). 2012. *Handbook on Securities Statistics—Part 3: Equity Securities*. Washington, DC: FMI.
- Bornhorst, F., G. Dobrescu, A. Fedelino, J. Gottschalk, y T. Nakata. 2011. “When and How to Adjust beyond the Business Cycle? A Guide to Structural Fiscal Balances.” Notas técnicas y manuales del FMI n.º 11/02. Fondo Monetario Internacional, Washington, DC.
- Broner, F. A., R. G. Gelos, y C. M. Reinhart. 2006. “When in Peril, Retrench: Testing the Portfolio Channel of Contagion.” *Journal of International Economics* 69(1) June: 203–30.
- Bruce, D., W. F. Fox, y M. H. Tuttle. 2006. “Tax Base Elasticities: A Multi-State Analysis of Long-Run and Short-Run Dynamics.” *Southern Economic Journal* 73(2): 315–41.
- Bruno, V., y H. S. Shin. 2013a. “Capital Flows, Cross-Border Banking and Global Liquidity.” Documento de trabajo NBER n.º 19038. National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.
- . 2013b. “Capital Flows and the Risk-Taking Channel of Monetary Policy.” Documento de trabajo NBER n.º 18942. National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.
- Caballero, J. 2012. “Do Surges in International Capital Inflows Influence the Likelihood of Banking Crises? Cross-Country Evidence on Bonanzas in Capital Inflows and Bonanza-Boom-Bust Cycles.” Documento de trabajo del BID n.º 305. Departamento de Investigación y Economista Jefe, Banco Interamericano de Desarrollo, Washington, DC.
- Calvo, G. 2013. “The Mayekawa Lecture: Puzzling over the Anatomy of Crises: Liquidity and the Veil of Finance.” *Monetary and Economic Studies* [Banco de Japón] 31 (noviembre): 39–64.
- Calvo, G., A. Izquierdo, y R. Loo-Kung. 2013. “Optimal Holdings of International Reserves: Self-Insurance against Sudden Stops.” *Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos* 1 (enero-junio): 1–35.
- Calvo, G., A. Izquierdo, y L. F. Mejía. 2008. “Systemic Sudden Stops: The Relevance of Balance-Sheet Effects and Financial Integration.” Documento de trabajo NBER n.º 14026. National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.

- Cavallo, E., E. Fernández-Arias, y A. Powell. 2013. “Is the Eurozone on the Mend? Latin American Examples to Analyze the Euro Question.” Banco Interamericano de Desarrollo, Washington, DC. (Inédito.)
- Cavallo, E., y J. A. Frankel. 2008. “Does Openness to Trade Make Countries More Vulnerable to Sudden Stops, or Less? Using Gravity to Establish Causality.” *Journal of International Money and Finance* 27(8) diciembre: 1430–52.
- Cavallo, E., y A. Izquierdo, eds. 2009. *Dealing with an International Credit Crunch: Policy Responses to Sudden Stops in Latin America*. Washington, DC: Banco Interamericano de Desarrollo.
- Cavallo, E., A. Powell, M. Pedemonte, y P. Tavella. 2013. “A New Taxonomy of Sudden Stops: Which Sudden Stops Should Countries Be Most Concerned about?” Documento de trabajo del BID n.º 430. Banco Interamericano de Desarrollo, Washington, DC.
- Cesa-Bianchi, A., M. H. Pesaran, A. Rebucci, y T. Xu. 2012. “China’s Emergence in the World Economy and Business Cycles in Latin America.” *Economía* 12(2) primavera: 1–75.
- CEPAL (Comisión Económica de las Naciones Unidas para América Latina y el Caribe). 2009. “La reacción de los gobiernos de América Latina y el Caribe frente a la crisis internacional: una presentación sintética de las medidas de política anunciadas hasta el 30 de enero de 2009.” CEPAL, Santiago, Chile. Disponible en http://www.eclac.cl/noticias/noticias/9/34989/2009-17-La_reaccion_de_los_gobiernos_WEB.pdf. Consultado en febrero de 2014.
- _____. 2014. “Panorama fiscal de América Latina y el Caribe 2014: Hacia una mayor calidad de las finanzas públicas.” Informe regional. CEPAL, Santiago, Chile.
- Christiano, L., M. Eichenbaum, y S. Rebelo. 2011. “When Is the Government Spending Multiplier Large?” *Journal of Political Economy* 119(1): 78–121.
- Chung, K., J.-E. Lee, E. Loukoianova, H. Park, y H. S. Shin. 2014. “Global Liquidity through the Lens of Monetary Aggregates.” Documento de trabajo FMI n.º 14/9. Fondo Monetario Internacional, Washington, DC.
- Committee on International Economic Policy and Reform. 2012. “Banks and Cross-Border Capital Flows: Policy Challenges and Regulatory Responses.” Informe. Brookings, Washington, DC.
- Corbacho, A., V. Fretes Cibils, y E. Lora, eds. 2013. *More than Revenue: Taxation as a Development Tool*. Serie Desarrollo en las Américas. Washington, DC: Banco Interamericano de Desarrollo y Nueva York: Palgrave Macmillan.
- Corbacho, A., y A. González-Castillo. 2012. “Fiscal Policy and Macroeconomic Volatility in Latin America and the Caribbean.” Banco Interamericano de Desarrollo, Washington, DC. (Inédito.)
- Cowan, K., J. De Gregorio, A. Micco, y C. Neilson. 2008. “Financial Diversification, Sudden Stops, and Sudden Starts.” En K. Cowan, S. Edwards, R. O. Valdés, N. Loayza, y K. Schmidt-Hebbel, eds., *Current Account and External Financing*. Volumen 12. Serie de Libros, Banca central, análisis y políticas económicas. Santiago: Banco Central de Chile.
- Daude, C., y E. Fernández-Arias. 2010. “On the Role of Productivity and Factor Accumulation in Economic Development in Latin America and the Caribbean.” Documento de trabajo del BID n.º 155. Banco Interamericano de Desarrollo, Washington, DC.

- Dees, S., F. di Mauro, M. H. Pesaran, y L. V. Smith. 2007. "Exploring the International Linkages of the Euro Area: A Global VAR Analysis." *Journal of Applied Econometrics* 22(1): 1–38.
- Dees, S., M. H. Pesaran, L. V. Smith, y R. P. Smith. 2010. "Supply, Demand and Monetary Policy Shocks in a Multi-Country New Keynesian Model." Documento de trabajo CESifo n.º 3081. CESifo Grupo Munich, Munich, Alemania.
- di Mauro, F., y M. H. Pesaran, eds. 2013. *The GVAR Handbook: Structure and Applications of a Macro Model of the Global Economy for Policy Analysis*. Oxford, Reino Unido: Oxford University Press.
- Eichengreen, B., R. Hausmann, y U. Panizza. 2003. "Currency Mismatches, Debt Intolerance and Original Sin: Why They Are Not the Same and Why It Matters." Documento de trabajo NBER n.º 10036. National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.
- Espino, E., y M. González-Rozada. 2012. "Automatic Stabilization and Fiscal Policy: Some Quantitative Implications for Latin America and the Caribbean." Documento de trabajo del BID n.º 367. Departamento de Instituciones para el Desarrollo, Banco Interamericano de Desarrollo, Washington, DC.
- Farhi, E., G. Gopinath, y O. Itskhoki. 2011. "Fiscal Devaluations." Documento de trabajo NBER n.º 17662. National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.
- Fatás, A., y I. Mihov. 2003. "The Case for Restricting Fiscal Policy Discretion." *Quarterly Journal of Economics* 118(4) noviembre: 1419–47.
- _____. 2008. "Fiscal Discipline, Volatility, and Growth." En G. E. Perry, L. Servén, y R. Suescún, eds., *Fiscal Policy, Stabilization, and Growth: Prudence or Abstinence?* Washington, DC: Banco Mundial.
- _____. 2012. "Fiscal Policy as a Stabilization Tool." *B.E. Journal of Macroeconomics* 12(3) octubre: 1–68.
- FMI (Fondo Monetario Internacional). 2009. *Regional Economic Outlook: Western Hemisphere: Crisis Averted—What's Next?* Serie Estudios económicos y financieros del FMI. Octubre. Washington, DC: FMI.
- _____. 2013a. *Fiscal Monitor: Fiscal Adjustment in an Uncertain World*. Serie Estudios económicos y financieros del FMI. Abril. Washington, DC: FMI.
- _____. 2013b. *Regional Economic Outlook: Western Hemisphere: Time to Rebuild Policy Space*. Serie Estudios económicos y financieros del FMI. Mayo. Washington, DC: FMI.
- _____. 2013c. *World Economic Outlook: Transitions and Tensions*. Serie Estudios económicos y financieros del FMI. Octubre. Washington, DC: FMI.
- Forbes, K. J., y R. Rigobón. 2002. "No Contagion, Only Interdependence: Measuring Stock Market Comovements." *Journal of Finance* 57(5) octubre: 2223–61.
- Frankel, J. A., C. A. Végh, y G. Vuletin. 2013. "On Graduation from Fiscal Procyclicality." *Journal of Development Economics* 100(1) enero: 32–47.
- Fratzscher, M. 2012. "Capital Flows, Push versus Pull Factors and the Global Financial Crisis." *Journal of International Economics* 88(2): 341–56.

- García, G. 2012. “Fiscal Institutions to Strengthen Countercyclical Policies and Fiscal Sustainability.” En A. Corbacho, coord., *The Fiscal Institutions of Tomorrow*. Serie Instituciones para la gente. Washington, DC: Banco Interamericano de Desarrollo.
- Gavin, M., y R. Perotti. 1997. “Fiscal Policy in Latin America.” En B. S. Bernanke y J. J. Rotemberg, eds., *NBER Macroeconomics Annual 1997*. Volumen 12. Cambridge, MA: MIT Press.
- Gruić, B., y P. Wooldridge. 2012. “Enhancements to the BIS Debt Securities Statistics.” *BIS Quarterly Review* 2012 (diciembre): 63–76.
- Hanson, S. G., y J. C. Stein. 2012. “Monetary Policy and Long-Term Real Rates.” FEDS documento de trabajo n.º 2012-46. Finance and Economics Discussion Series, Divisions of Research and Statistics and Monetary Affairs, Junta de la Reserva Federal, Washington, DC.
- Hausmann, R., y U. Panizza. 2003. “On the Determinants of Original Sin: An Empirical Investigation.” *Journal of International Money and Finance* 22(7) diciembre: 957–90.
- Ilzetzki, E., C. M. Reinhart, y K. S. Rogoff. 2008. “Exchange Rate Arrangements Entering the 21st Century: Which Anchor Will Hold?” University of Maryland, College Park, MD, y Harvard University, Cambridge, MA. (Inédito.)
- Izquierdo, A., y E. Talvi. 2008. *All That Glitters May Not Be Gold: Assessing Latin America’s Recent Macroeconomic Performance*. Washington, DC: Banco Interamericano de Desarrollo.
- _____, coords. 2011. *One Region, Two Speeds? Challenges of the New Global Economic Order for Latin America and the Caribbean*. Washington, DC: Banco Interamericano de Desarrollo.
- Junta de la Reserva Federal. 2014. “Monetary Policy Report.” Disponible en http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/20140211_mprfullreport.pdf. Consultado febrero de 2014.
- Machado, R., y J. Zuloeta. 2012. “The Impact of the Business Cycle on Elasticities of Tax Revenue in Latin America.” Documento de trabajo del BID n.º 340. Departamento de Instituciones para el Desarrollo, Banco Interamericano de Desarrollo, Washington, DC.
- Nakata, T. 2013. “Optimal Fiscal and Monetary Policy with Occasionally Binding Zero Bound Constraints.” Documento de trabajo FEDS n.º 2013-40. Finance and Economics Discussion Series, Divisions of Research and Statistics and Monetary Affairs, Junta de la Reserva Federal, Washington, DC.
- Neumeyer, A. 2013. “Crecimiento económico en América Latina: algo tiene que cambiar. Foco Económico. 22 de julio. Disponible en <http://focoeconomico.org/2013/07/22/crecimiento-economico-en-america-latina-algo-tiene-que-cambiar/>. Consultado en febrero de 2014.
- Obstfeld, M. 2012. “Does the Current Account Still Matter?” *American Economic Review* 102(3): 1–23.
- Ortiz, A., P. Ottonello, F. Sturzenegger, y E. Talvi. 2009. “Monetary and Fiscal Policies in a Sudden Stop: Is Tighter Brighter?” En E. Cavallo y A. Izquierdo, eds., *Dealing with an International Credit Crunch: Policy Responses to Sudden Stops in Latin America*. Washington, DC: Banco Interamericano de Desarrollo.

- Pagés, C., ed. 2010. *The Age of Productivity: Transforming Economies from the Bottom Up*. Serie Desarrollo en las Américas. Nueva York: Palgrave Macmillan y Washington, DC: Banco Interamericano de Desarrollo.
- Pesaran, M. H., T. Schuermann, y S. M. Weiner. 2004. “Modeling Regional Interdependencies Using a Global Error-Correcting Macroeconometric Model.” *Journal of Business and Economic Statistics* 22 (abril): 129–62.
- Powell, A. 1989. “The Management of Risk in Developing Country Finance.” *Oxford Review of Economic Policy* 5(4): 69–87.
- , coord. 2012. *The World of Forking Paths: Latin America and the Caribbean Facing Global Economic Risks*. Informe macroeconómico de América Latina y el Caribe 2012. Washington, DC: Banco Interamericano de Desarrollo.
- , coord. 2013. *Rethinking Reforms: How Latin America and the Caribbean Can Escape Suppressed World Growth*. Informe macroeconómico de América Latina y el Caribe 2013. Washington, DC: Banco Interamericano de Desarrollo.
- . 2014. “Promoting the International Use of Emerging Country Currencies: The Case of Local Currency Debt Issuance for Latin America and the Caribbean.” Documento n.º 8. The BRICS and Asia, Currency Internationalization and International Monetary Reform series. Banco Asiático de Desarrollo, Mandaluyong City, Philippines; The Centre for International Governance Innovation, Waterloo, Ontario, Canadá; y Hong Kong Institute for Monetary Research, Hong Kong, China.
- Powell, A., D. Ratha, y S. Mohapatra. 2002. “Capital Inflows and Capital Outflows: Measurement, Determinants, Consequences.” Documento de trabajo n.º 25, Business School. Universidad Torcuato Di Tella, Buenos Aires.
- Powell, A., y P. Tavella. 2012. “Capital Inflow Surges in Emerging Economies: How Worried Should LAC Be?” Documento de trabajo del BID n.º 326. Departamento de Investigación y Economista Jefe, Banco Interamericano de Desarrollo, Washington, DC.
- Rajan, R. G. 2005. “Has Financial Development Made the World Riskier?” *Proceedings* [Federal Reserve Bank of Kansas City] 2005 (agosto): 313–69.
- Rigobón, R. 2002. “The Curse of Non-Investment Grade Countries.” *Journal of Development Economics* 69(2) diciembre: 423–49.
- Shin, H. S. 2012. “Global Banking Glut and Loan Risk Premium.” *IMF Economic Review* 60(2) julio: 155–92.
- . 2013. “The Second Phase of Global Liquidity and Its Impact on Emerging Economies.” Discurso inaugural pronunciado en la Conferencia sobre Política Económica en Asia 2013: Perspectivas para Asia y la economía mundial, 3–5 de noviembre, San Francisco, CA.
- Svensson, L. E. O. 2010. “Inflation Targeting.” En B. Friedman y M. Woodford, eds., *Handbook of Monetary Economics*. Volumen 3B. Amsterdam: Holanda del Norte.

- Turner, P. 2014. "The Global Long-Term Interest Rate, Financial Risks and Policy Choices in EMEs." Documento de trabajo BPI n.º 441. Departamento monetario y económico, Banco de Pagos Internacionales, Basilea, Suiza.
- Van Rijckeghem, C., y B. Weder. 2003. "Spillovers through Banking Centers: A Panel Data Analysis of Bank Flows." *Journal of International Money and Finance* 22(4) agosto: 483–509.
- Vladkova-Hollar, I., y J. Zettelmeyer. 2008. "Fiscal Positions in Latin America: Have They Really Improved?" Documento de trabajo FMI n.º 08/137. Fondo Monetario Internacional, Washington, DC.
- Werning, I. 2011. Sobre los vientos de cola provenientes de mejoras en los términos de intercambio. Foco Económico. 2 de noviembre. Disponible en <http://focoeconomico.org/2011/11/02/sobre-los-vientos-de-cola-provenientes-de-mejoras-en-los-terminos-de-intercambio/>. Consultado en febrero de 2014.

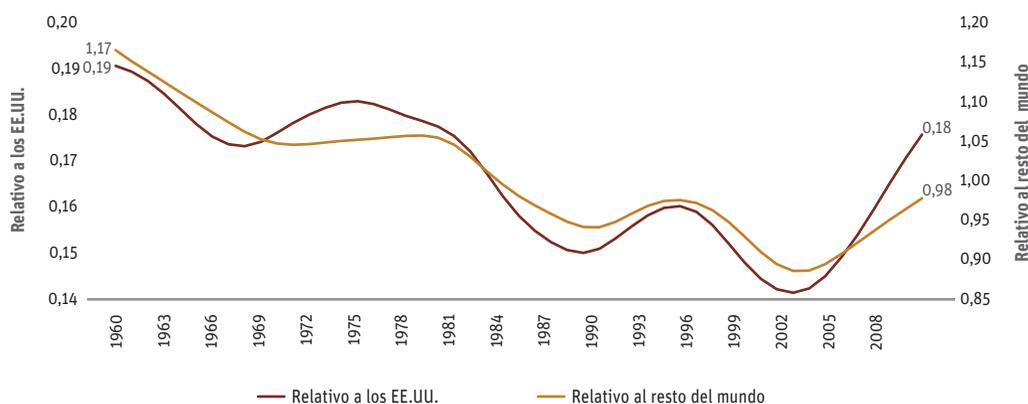
APÉNDICE A

Productividad y crecimiento

El país típico en América Latina y el Caribe tiene un ingreso per cápita más o menos comparable al del país típico del resto del mundo, pero un 80% inferior al ingreso per cápita de Estados Unidos. Considerando los últimos 50 años, la posición relativa de la región ha disminuido. En los años sesenta, el país típico de América Latina y el Caribe estaba considerablemente mejor que el resto del mundo y algo más cercano a Estados Unidos (ver gráfico A1). El comienzo de la década anterior fue un período especialmente bajo en el país típico de la región, que tenía solo un 88% del ingreso per cápita del país típico del resto del mundo y un 14% del ingreso per cápita en Estados Unidos. En la última década se ha observado algo parecido a una recuperación. ¿Por qué la región es tanto más pobre que las economías avanzadas? ¿Por qué ha perdido terreno? ¿Es sostenible la recuperación reciente? ¿Y qué puede hacer la región para impulsar el crecimiento sostenible con el fin de mejorar su posición?

El decepcionante desempeño del ingreso per cápita de la región se puede atribuir en parte a baja productividad. En la jerga de los economistas, la región tiene menos capital físico y humano. Sin embargo, aunque estos factores de producción son importantes, estos déficits no son los principales responsables del decepcionante desempeño de la región. Más bien, es la baja productividad con que se utilizan estos factores de producción. Una vez más, la clave está, según la jerga, en la *productividad total de los factores*, o cómo se emplean estos factores para producir

GRÁFICO A.1 INGRESO PER CÁPITA DEL TÍPICO PAÍS DE ALC COMPARADO CON OTRAS REGIONES



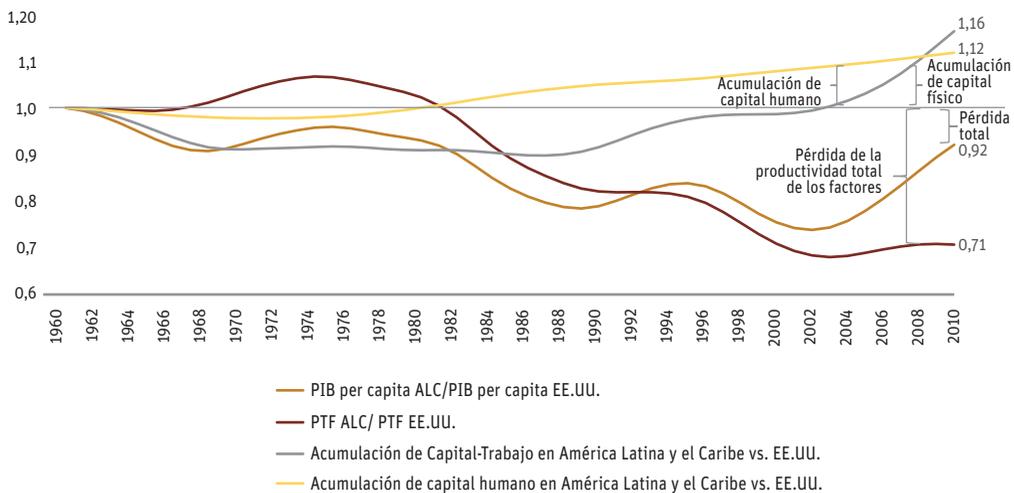
Fuente: Penn World Table 8.0 (2013), Barro-Lee Dataset (2013) y cálculos de los autores.

bienes y servicios (ver Pagés, 2010, para un debate más detallado). El desempeño económico durante los últimos 50 años ha sido impulsado por una productividad total de los factores en declive en relación con las economías más avanzadas y con otras economías exitosas. El gráfico A.2 muestra que, en relación con Estados Unidos, el país típico en la región tenía una acumulación de factores más rápida (se redujo la brecha tanto de capital humano como físico con las economías avanzadas) pero la productividad total de los factores disminuyó de 78% a 53% (una pérdida de 29 puntos porcentuales). El declive de 16% en el ingreso per cápita de América Latina y el Caribe en relación con el resto del mundo, ilustrado en el gráfico A.1, se puede atribuir al declive de 18% en la productividad total de los factores relativa. En América Latina y el Caribe la productividad total de los factores era la mitad del país típico del este asiático.

Por otro lado, el gráfico A.2 señala que la recuperación en el crecimiento en la última década se debió a una acumulación de los factores de producción más rápida (trabajo y capital), más que a un aumento en la eficiencia en el empleo de esos factores (productividad total de los factores). Hay claros límites al crecimiento del trabajo debido a factores demográficos y a un límite natural de la proporción de población empleada, las tasas de participación. El crecimiento del capital debe financiarse ya sea a través de un menor consumo o mediante un aumento de la deuda. Si no se asigna eficientemente el capital financiado a través de la deuda, este proceso también tendrá un límite. Por lo tanto, la sostenibilidad del crecimiento en el largo plazo se asocia normalmente con el alcance del crecimiento de la productividad subyacente.

Considerando el país promedio en América Latina en la última década (2001–2010), solo el 58% del crecimiento del PIB per cápita se derivó del crecimiento de la productividad total de los factores. El resto fue alimentado por una expansión de la participación laboral (52%); de hecho, se produjo una pequeña disminución en la intensidad del capital (ver gráfico A.3).

GRÁFICO A.2 DESCOMPOSICIÓN DE LA BRECHA DEL PIB PER CÁPITA EN ALC (1960=1)



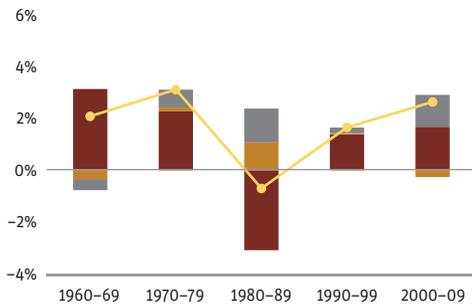
Fuente: Penn World Table 8.0 (2013), Barro-Lee Dataset (2013) y cálculos de los autores.

Durante el mismo período, el 90% del crecimiento del PIB per cápita en China y el 72% en los cinco países de la ASEAN se debió a aumentos en la productividad, lo cual sugiere que sus tasas de crecimiento más altas quizá también sean más sostenibles. El gráfico A.3 también muestra que el crecimiento de la productividad ha variado a lo largo de diferentes décadas. De hecho, América Latina y el Caribe se encontraban en una posición razonablemente buena en los años sesenta y setenta pero perdieron un terreno considerable en los años ochenta. Los años ochenta no fueron solo una década perdida en términos de crecimiento, sino una década en que la productividad cayó y redujo bruscamente el *crecimiento potencial*; desafortunadamente, la región nunca ha recuperado del todo ese terreno perdido.

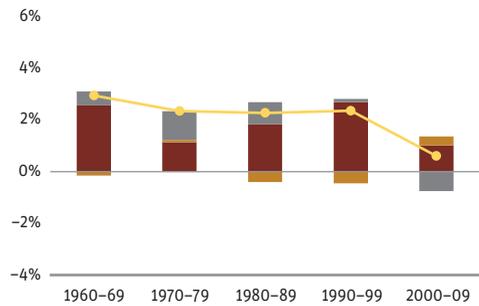
En América Latina y el Caribe ya hay evidencias de que las tasas de crecimiento más rápidas de algunos países durante la década del 2000 no eran sostenibles. El crecimiento promedio del PIB en América Latina y el Caribe disminuyó en 2012–2013 y la región actualmente está creciendo cerca del 3%, un nivel similar al observado durante los años noventa y significativamente inferior a la tasa de crecimiento promedio del 6,5% en el período 2004–2008. Como se sostenía en el Informe macroeconómico de América Latina y el Caribe del año pasado, esta

GRÁFICO A.3 FUENTES DEL CRECIMIENTO EN ALC Y EN OTRAS REGIONES

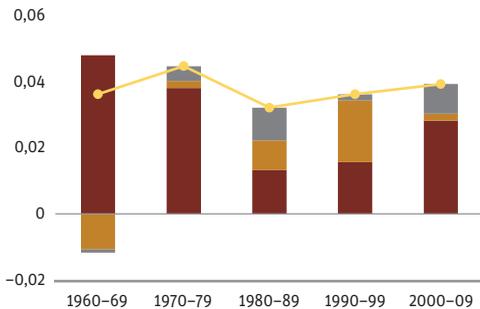
Fuentes del crecimiento en ALC



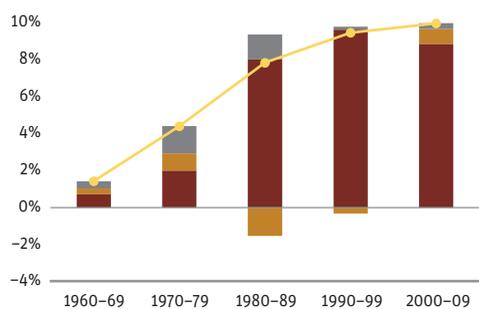
Fuentes del crecimiento en EE.UU.



Fuentes del crecimiento en ASEAN

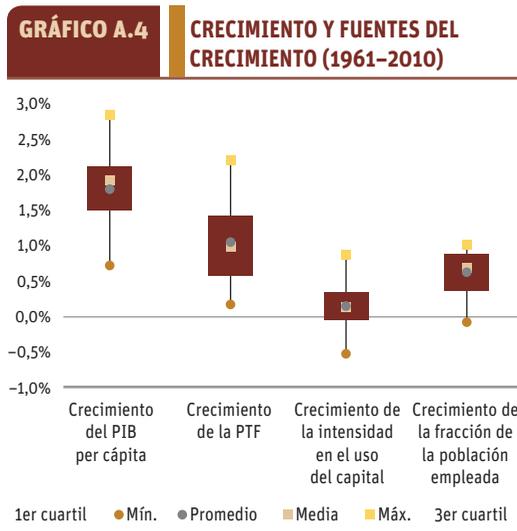


Fuentes del crecimiento en China



■ Crecimiento de la fracción de la población empleada ■ Crecimiento de la intensidad en el uso del capital
 ■ Crecimiento de la productividad ■ Crecimiento promedio del PIB per cápita

Fuente: Penn World Table 8.0 (2013) y cálculos de los autores.



Fuente: Penn World Table 8.0 (2013) y cálculos de los autores.

reciente desaceleración no puede verse como una desviación pasajera de una tendencia de crecimiento mayor; más bien, refleja el retorno al nivel de crecimiento potencial de la región, lo cual se explica con el menor crecimiento subyacente de la productividad.

Aun así, aunque el crecimiento promedio reciente es relativamente bajo, varía considerablemente según los países, al igual que los principales motores del crecimiento. El gráfico A.4 ilustra la distribución y las tasas de crecimiento y la distribución de los motores del crecimiento en la región. En Chile, Colombia, México y Uruguay, el motor del crecimiento parece ser el trabajo,

aunque una expansión del stock de capital también juega un rol sustancial en Chile y México. En otros países, la productividad parece, efectivamente, jugar un rol. Sin embargo, en estas estimaciones no se ha intentado controlar por la calidad del trabajo o del capital. Si la calidad del capital o del trabajo ha mejorado, entonces la contribución del capital al crecimiento será subestimada y podría verse sobreestimado el crecimiento de la pura productividad.¹ Por otro lado, no se toma en cuenta las crisis ni los ciclos económicos. Esto es especialmente importante para algunos países de la muestra que sufrieron crisis y recesión. En Argentina, la profunda crisis de 2002 provocó una caída espectacular de la demanda y seguramente generó una sobrecapacidad considerable que no se refleja en estas cifras.²

Como conclusión, a lo largo de los últimos 50 años, la región ha perdido terreno en relación con el resto del mundo y este pobre desempeño se explica no por las tasas de la acumulación de factor sino por un desempeño decepcionante en términos de productividad. La productividad regional no está convergiendo a la frontera y ha tenido un desempeño deficiente en relación con otros países más exitosos. Además, los aumentos en el ingreso per cápita de la última década no

¹ Otro motivo posible de las tasas de crecimiento más altas que podrían no ser sostenibles son los mejores términos de intercambio impulsados por los precios en aumento de los productos primarios. Sin embargo, estas estadísticas son elaboradas empleando los tipos de cambio de PPA de tal manera que los efectos directos puedan eliminarse. Por otro lado, si las tasas marginales de productividad del capital son igualadas entre los sectores, pequeños cambios en la composición de la producción (considerando un cambio a los no transables siguiendo un efecto estándar de “enfermedad holandesa”) no debería conducir a cambios en la productividad subyacente (ver Werning, 2013, para un debate). Sin embargo, los errores en la medición de las tasas de PPA, las fricciones que impiden igualar las tasas marginales de productividad y los grandes cambios en la composición podrían conducir a efectos significativos.

² Ver Neumeyer (2013) para un debate sobre la sostenibilidad del crecimiento en América Latina y el Caribe basándose en estas cifras.

parecen sostenibles. Para el país típico, puede que este aumento se haya debido más al resultado de la acumulación de factores que al crecimiento de la productividad subyacente. Incluso en algunos países que sí experimentaron un crecimiento más rápido de la productividad, es probable que esto no se haya calculado correctamente debido a una gran capacidad ociosa al comienzo de la década.

Sin embargo, la buena noticia es que con políticas apropiadas se puede cambiar esta situación. El objetivo de aumentar la productividad no cuesta necesariamente muchos recursos, a diferencia de una acumulación más rápida de capital físico y humano, que requiere inversiones considerables. El aumento de la productividad puede ser fundamentalmente una cuestión de reorganizar los factores de producción existentes de tal manera que se puedan utilizar más productivamente a lo largo del tiempo, lo que en sí mismo quizá no requiere grandes inversiones.³ Por un lado, el desempeño ha sido decepcionante pero el mensaje es positivo; hay amplio espacio para aumentar la productividad convergiendo con la frontera; al fin y al cabo la productividad total de los factores en el país típico de América Latina es solo casi la mitad de la de Estados Unidos. Esto implica que el beneficio de aumentar la productividad podría ser importante. Cerrando a la mitad la brecha de productividad con Estados Unidos en una década, básicamente el ingreso per cápita se duplicaría y cerraría sustancialmente la brecha del ingreso per cápita.⁴

Por lo tanto, desde una perspectiva de costo-beneficio, las políticas relacionadas con el aumento de la productividad deberían tener la máxima prioridad. La identificación de los factores que restringen la productividad total de los factores requiere un diagnóstico riguroso. En primer lugar, más allá de la tecnología utilizada en las empresas, está la cuestión más general del grado de eficiencia con que funcionan los mercados para lograr una interacción eficaz entre empresas y para que los bienes públicos se suministren adecuadamente. La ineficiencia en la provisión de servicios públicos y la infraestructura inadecuada podrían limitar la productividad del sector privado. En segundo lugar, aparte de un mejor entorno para la operación de las empresas, las mejoras en productividad agregada pueden ser el resultado de la reasignación de recursos a empresas más productivas. Numerosos trabajadores y empresas en América Latina son informales, y la informalidad se asocia con la baja productividad. En tercer lugar, el crecimiento de la productividad podría estar relacionado con una deficiente absorción de nuevas tecnologías en la economía.

A su vez, las políticas efectivas requieren identificar las fallas de raíz para poder abordarlas, no solamente sus síntomas, como revelan los diagnósticos de sectores deficientes. Si bien ese diagnóstico es un buen punto de partida, es necesario ir más allá e identificar las fallas de mercado subyacentes y diseñar políticas de tal manera que aborden eficazmente esas fallas. Por otro lado, las fallas del gobierno en la implementación de las políticas también podrían estar presentes. Se requieren instituciones con capacidades adecuadas para implementar las políticas eficazmente.

³ Un contraargumento es que el capital específico por sector se ha invertido en sectores improductivos y la reasignación de capital requeriría algunos costos.

⁴ Ver Daude y Fernández-Arias (2010) y Powell (2013) para más estimaciones.

APÉNDICE B

La metodología G-VAR

Para simular los escenarios resumidos en el capítulo 2, se emplea un modelo global de vector autoregresivo (G-VAR). Un G-VAR es un modelo econométrico dinámico que facilita el análisis de la transmisión internacional de shocks, teniendo en cuenta la interdependencia entre muchos países. El enfoque de modelaje de G-VAR consiste en dos pasos fundamentales. En primer lugar, se modela cada país individualmente como una pequeña economía abierta estimando un modelo global de vectores de corrección del error, en el que las variables nacionales son relacionadas con variables extranjeras específicas por país y variables globales comunes a todos los países (como el precio del petróleo y otros productos primarios). Las variables extranjeras proporcionan el vínculo entre la evolución de la economía doméstica y el resto del mundo y, en la estimación de los modelos específicos por país, se consideran (débilmente) exógenas; este supuesto no es rechazado en las pruebas estadísticas relevantes. En segundo lugar, se construye un modelo global que combina todos los modelos estimados específicos por país y se vinculan con una matriz de vínculos transfronterizos predeterminados (es decir, no estimados) basados en su participación en los intercambios comerciales.

El modelo G-VAR utilizado incluye 35 modelos específicos por país, incluyendo todas las economías avanzadas y emergentes del mundo, que equivalen a cerca del 90% del PIB mundial. La región de América Latina y el Caribe está representada por las seis economías más grandes de la región (Argentina, Brasil, Colombia, Chile, Perú y México) y las siguientes economías más pequeñas: Bolivia, Costa Rica, Ecuador, El Salvador, Jamaica, Nicaragua, Paraguay y Trinidad y Tobago. Los datos para los países más pequeños de la región provienen de Latin Macro Watch, del FMI y de otras fuentes nacionales. El modelo se estima para el período entre el primer trimestre de 1994 y el primer trimestre de 2013 y, por lo tanto, se puede considerar un resumen de vínculos y realimentaciones relevantes entre las variables económicas y financieras incluidas en el modelo.

Para simular los escenarios contrafactuales en el informe, se utilizan predicciones incondicionales y condicionales. Las predicciones incondicionales utilizan estimaciones de parámetro basadas en datos históricos para predecir el valor futuro de todas las variables endógenas del modelo. Las predicciones condicionales toman en cuenta la trayectoria de ciertas variables cuyo comportamiento se supone exógeno, y luego predicen las otras variables endógenas para obtener los escenarios contrafactuales.

Como ejercicio para considerar cuán cerca está la predicción incondicional del modelo de las predicciones de “Perspectivas de la economía mundial” (WEO), se aplica una regresión a la predicción de crecimiento del modelo incondicional de cada país a cada proyección de WEO para el mismo país. Si el coeficiente de regresión es cercano a uno y la desviación estándar del error es baja, la conclusión es que las predicciones del modelo son consistentes y cercanas a las proyecciones de WEO. Se hace la regresión en todos los países, suponiendo una agrupación, y con efectos fijos por país. Resulta que la estimación puntual del coeficiente es 0,908 y las bandas de confianza de 95% se sitúan entre 0,8 y 1,1. Esto implica que la estimación no es extremadamente precisa pero que, en promedio, no se puede rechazar la hipótesis de que el coeficiente es 1.0. Esto implica que no hay evidencias de que el modelo esté sesgado o sea inconsistente.

Una buena medida de la bondad de ajuste es la raíz cuadrada de la media de la suma de las diferencias al cuadrado (es decir, el error cuadrático medio) entre las predicciones del modelo y las proyecciones de WEO. Considerando predicciones de uno, dos y tres años para todos los países de todos los números de abril de WEO entre 2008 y 2013, el error cuadrático medio es de 4,9%. Esto señala que las diferencias entre el modelo y las proyecciones de WEO están en general dentro del 5% y, por lo tanto, son razonablemente cercanas.¹ Por otro lado, centrarse solo en las proyecciones de WEO a uno, dos y tres años y en las predicciones incondicionales del modelo estimadas hasta abril de 2013, el error cuadrático medio es inferior a 1%.

¹ Como nota final, en una carrera entre el G-VAR y las proyecciones de WEO como predicciones de los datos reales, el modelo también funciona razonablemente bien. El error cuadrático medio de WEO y del modelo relativo a los resultados reales para predicciones de un año es inferior al 2% en ambos casos.

APÉNDICE C

Balances fiscales estructurales y ciclicidad

Muestra y cobertura

Se calcularon las estimaciones del balance primario estructural para 20 países en América Latina y el Caribe para el período 1990–2012, utilizando una base de datos original construida sobre datos oficiales (principales fuentes: bancos centrales y ministerios de Hacienda).¹ Un elemento importante que se debe clarificar acerca de la base de datos es el nivel de cobertura institucional del gobierno. Mientras algunos países publican datos solo a nivel del gobierno central (CG) consolidado, otros proporcionan datos para el nivel del gobierno general (GG) consolidado. Este último, o su aproximación más cercana, es el nivel preferido de cobertura.²

Metodología

El balance primario estructural (BPE) se define como el saldo fiscal que prevalecería si la economía se encontrara en su nivel (o tendencia) potencial.³ En otras palabras, el objetivo de estimar un BPE consiste en eliminar el impacto del ciclo económico y otros factores exógenos (por ejemplo las fluctuaciones en los precios de los productos primarios) de las cuentas presupuestarias. Calcular el BPE comprende básicamente tres etapas: i) estimación del producto potencial y de la correspondiente **brecha del producto**; ii) estimación de las **elasticidades** tributarias y de gasto con respecto a la brecha del producto; y iii) ajustes que van más allá del ciclo económico, como los efectos de los **precios de los productos primarios** en los ingresos fiscales.

¹ La muestra comprende Argentina, Barbados, Bolivia, Brasil, Chile, Colombia, Costa Rica, República Dominicana, Ecuador, Guatemala, Guyana, El Salvador, Honduras, México, Panamá, Paraguay, Perú, Trinidad y Tobago, Uruguay y Venezuela.

² Esta definición incluye el gobierno central, los gobiernos subnacionales (estatal y local), la seguridad social y otras organizaciones descentralizadas diferentes del nivel de gobierno central. Por lo tanto, excluimos de nuestros cálculos las operaciones de las empresas públicas y las instituciones financieras.

³ Ardanaz, Corbacho y González-Castillo (de próxima publicación) debaten sobre el concepto y la metodología en la estimación del saldo primario estructural con más detalle.

Seguindo a Bornhorst et al. (2011), definimos el BPE de la siguiente manera:

$$SPB = \sum R_i \left(\frac{Y^p}{Y} \right)^{\varepsilon_{R_i}} + R_i^{NRR} \left(\frac{P^{LR}}{P} \right)^{\alpha} - G \left(\frac{Y^p}{Y} \right)^{\varepsilon_G}$$

donde SPB es el balance primario estructural, R_i son las diferentes categorías de ingresos fiscales, R^{NRR} es el ingreso fiscal por recursos no renovables, Y^p es el PIB potencial, Y es el PIB, P es el promedio ponderado del precio del principal producto primario, P^{LR} es el precio promedio ponderado a largo plazo de los productos primarios, ε_{R_i} y ε_G son la elasticidad de cada categoría de ingresos y gasto primario, respectivamente, con respecto al PIB, α es la elasticidad de los ingresos fiscales por recursos no renovables NRR con respecto a los precios de los productos primarios, y G es el gasto primario. Los métodos introducidos en cada etapa son los siguientes:

- i. *Brecha del producto*: la diferencia entre PIB observado y PIB tendencial. El PIB tendencial se estimó utilizando un filtro HP (Hodrick Prescott) con un parámetro de suavización estándar para las series temporales anuales ($\lambda = 100$). Para aminorar el problema de estimación al final de la muestra inherente al filtro (HP), utilizamos proyecciones de series temporales anuales del PIB hasta 2017 basándonos en el último número del WEO del FMI (octubre 2013).
- ii. *Elasticidades presupuestarias*: siguiendo el método propuesto en Bruce et al. (2006), calculamos las elasticidades fiscales de largo plazo recurriendo a las técnicas de OLS (su sigla en inglés de Ordinary Least Squares) dinámicos (DOLS). Las elasticidades se calcularon utilizando datos entre 1990 y 2010 para 20 países y consideran los siguientes impuestos: impuesto a la renta de las empresas, impuesto a la renta personal, impuestos indirectos (impuesto del valor agregado e impuestos especiales), contribuciones a la seguridad social y la agregación de otros impuestos. La ecuación utilizada es:

$$\ln T_t^i = \beta_0^i + \beta_1^i \ln Y_t + \sum_{n=0}^j \delta_n^i D_t^n + \varepsilon_t^i$$

donde T_t^i es cada impuesto, β y δ son los coeficientes estimados, Y_t es el PIB real, D_t^n son las tasas impositivas o variables dummy (ficticias) para cambios institucionales (o administrativos) y ε_t^i es el término de error.

- iii. *Ingresos fiscales por recursos no renovables*: los ingresos relacionados con los productos primarios (por ejemplo, ingresos por recursos no renovables) juegan un rol importante en los ingresos fiscales totales en varios países de la región (ver Corbacho et al., 2013). Seguindo la metodología usada en Chile, introducimos un ajuste en los ingresos fiscales relacionados con el producto primario relevante o canasta de productos primarios. Esto implica definir un precio estructural (P^{LR}) que no es observable y que refleja el precio a largo plazo. El ajuste se define como el ratio entre el precio observado y el precio

estructural. Para la estimación de los precios estructurales, se introducen tres escenarios alternativos:

- promedio variable de 15 años de datos históricos
- cinco años prospectivos (previsión de Bloomberg)
- doce años de datos históricos y cuatro años de predicciones

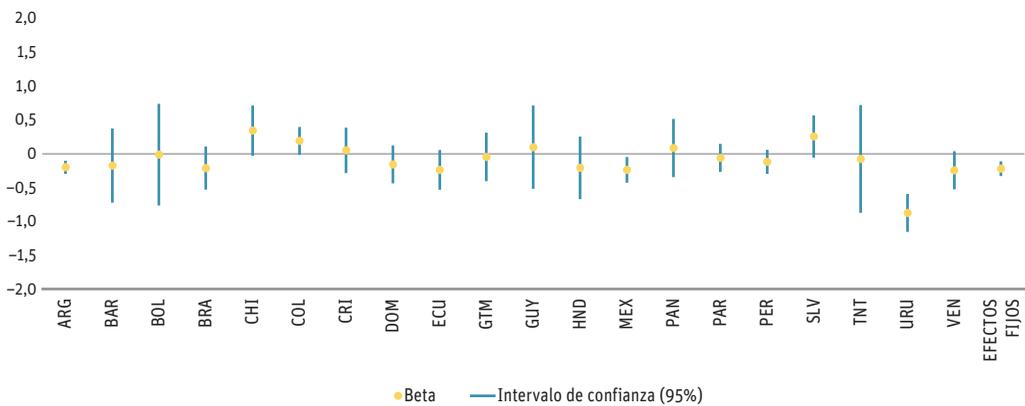
El promedio de los tres escenarios constituye nuestra estimación de P^{LR} .

Proyecciones de balances primarios estructurales para 2013. Para obtener una medida del BPE para 2013, utilizamos datos anuales de 20 países para el período 1990–2013 y estimamos la siguiente ecuación para cada país:

$$\Delta spb_{it} = \beta_i gap_{it} + \gamma_i spb_{it-1} + \delta_i W_{it} + \varepsilon_{it}$$

donde spb es el saldo primario estructural, gap es la brecha de producto (como queda definida más arriba) y W es una tendencia temporal. Los coeficientes β por país y los intervalos de confianza asociados se recogen en el gráfico C.1. Más que agrupar los datos en un modelo de efectos fijos (y así ganar en eficiencia), decidimos aplicar regresiones separadas de país por país dado que esta última opción producía valores más bajos de la medida del error cuadrático medio $\sqrt{\text{var}_i(\varepsilon_{it})}$.⁴

GRÁFICO C.1 COEFICIENTES BETA ESTIMADOS E INTERVALOS DE CONFIANZA (95%)



Fuente: Cálculos de los autores en base a fuentes nacionales.

⁴ Para tratar con consideraciones de causalidad inversa, también estimamos β_i mediante variables instrumentales, instrumentando la brecha del producto del país i con la brecha del producto de los principales socios comerciales de ese país. Una vez más, el modelo produjo valores más altos de $\sqrt{\text{var}_i(\varepsilon_{it})}$ y, por lo tanto, en el análisis solo se utilizaron los coeficientes OLS.

Análisis de sensibilidad del saldo primario estructural en relación con la brecha de producción

Para medir la ciclicidad y el grado de asimetría de la política fiscal, se aplicaron un conjunto de estimaciones de *efectos fijos* que consistían en cambios en el balance primario estructural en relación con la brecha de producto para el período 2000–2012, diferenciando entre los años donde la brecha del producto está por encima (brecha del producto positiva) o por debajo (brecha del producto negativa) del PIB potencial (como en Balassone y Kumar, 2007). Se llevaron a cabo estas estimaciones en muestras separadas de países: un país se define como el más procíclico (menos procíclico) si la correlación entre el cambio en el balance primario estructural y el cambio en la brecha del producto es superior (inferior) al promedio regional (ver cuadro C.1).

Variable dependiente	Más procíclico		Menos procíclico	
	Δ balance primario estructural (<i>spb</i>)			
Brecha del producto	-0,277***		0,214**	
	-0,063		(0,077)	
Brecha del producto positiva		-0,163*		-0,045
		(0,081)		(0,168)
Brecha del producto negativa		-0,338**		0,355**
		(0,106)		(0,143)
<i>spb</i> t-1	-0,653***	-0,653***	-0,566***	-0,561***
	(0,122)	(0,124)	(0,057)	(0,058)
Constante	0,888	0,676	0,082	0,505
	(0,556)	(0,584)	(0,272)	(0,431)
Observaciones	130	130	130	130
R-cuadrado	0,579	0,583	0,454	0,476
Número de países	10	10	10	10

Nota: Errores estándar robustos (clusters por país) en parentésis.

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1.

APÉNDICE D

El crédito y las emisiones de títulos de deuda externa

Los pasivos de las empresas de América Latina y el Caribe: una nueva definición

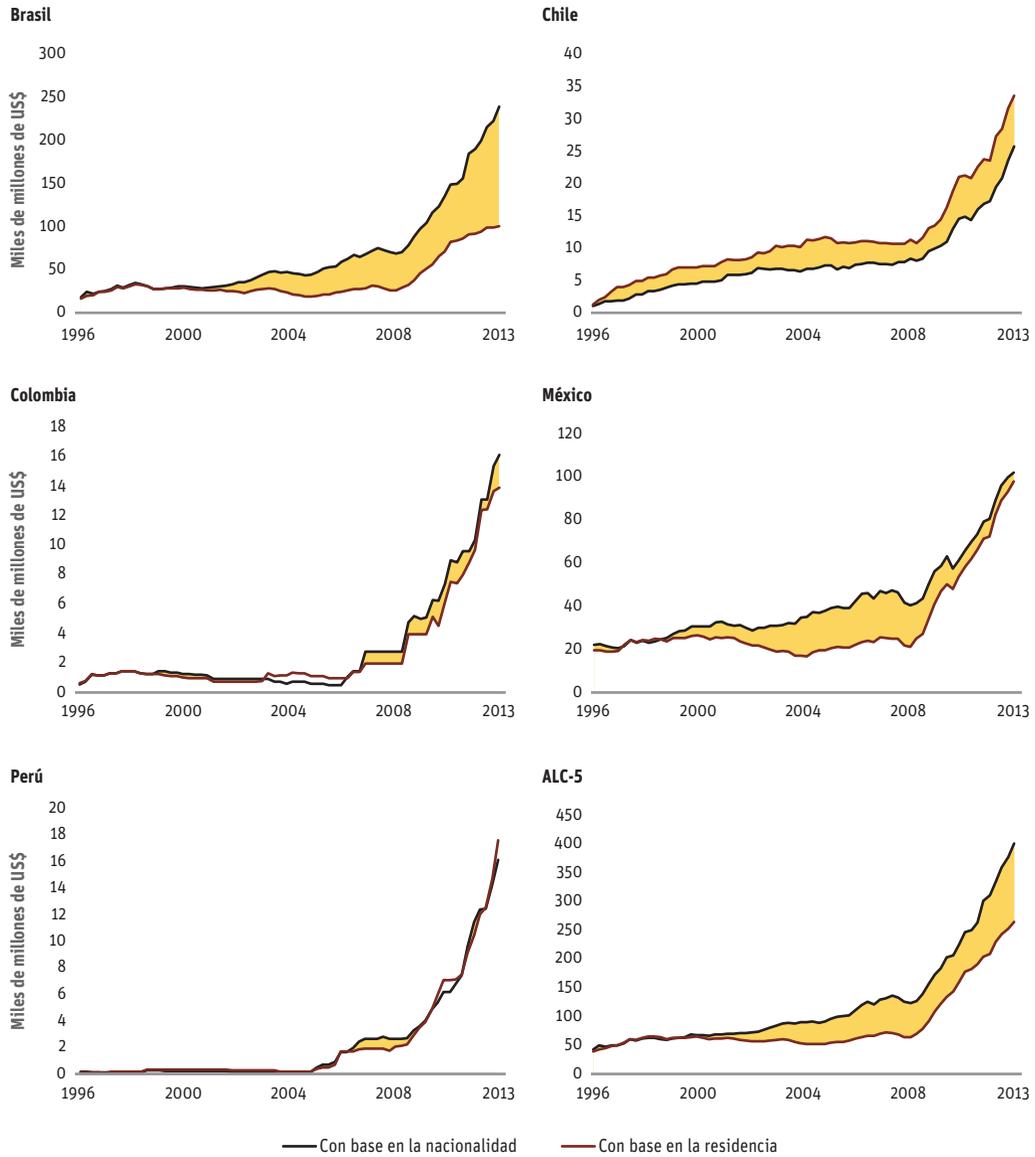
En este informe se adopta una definición innovadora de la deuda de las empresas de América Latina y el Caribe. Esta definición mezcla dos definiciones estándar, una con base de residencia y otra con base de nacionalidad. Las estadísticas sobre la deuda externa de la balanza de pagos se calculan sobre una base de residencia y, por lo tanto, no incluyen la deuda de las empresas de un país que ha sido emitida a través de filiales situadas fuera del país. Por otro lado, considerar la deuda de las empresas sobre una base de nacionalidad incluye esos pasivos pero excluye la deuda de las empresas situadas en América Latina y el Caribe que son propiedad de empresas extranjeras. En general, la deuda sobre una base de residencia supera la deuda sobre una base de nacionalidad (ver gráfico D.1).

Por ejemplo, en junio de 2013, el saldo de los títulos de deuda externa de Brasil sobre una base de nacionalidad era un 137% más alto que sobre una base de residencia, y 16% y 4% más alto en Colombia y México, respectivamente. Es interesante señalar que el cambio de Chile a la base de nacionalidad disminuye su deuda, ya que las cantidades emitidas por las empresas residentes en Chile propiedad de corporaciones extranjeras superan los montos emitidos por las filiales de las empresas chilenas que no son residentes.

La diferencia en las emisiones de una base de nacionalidad y una de residencia para los años analizados se debe fundamentalmente a la emisión de las empresas financieras (gráfico D.2). Esto subraya la importancia de tener en cuenta estos pasivos en el extranjero, especialmente para los supervisores de países cuyas regulaciones no requieren a las empresas financieras reportar cuentas en términos consolidados.

Por lo tanto, para reflejar mejor las recientes tendencias en la deuda extranjera, el análisis en el capítulo 4 se centra en una medida de la deuda total calculada sumando a la deuda de todos los residentes la deuda de los nacionales no residentes (es decir, las empresas que emiten bonos a través de filiales fuera del país de nacionalidad). Considerar la deuda de todos los residentes de un país es importante para la estabilidad financiera, dado que los choques externos que afectan a los residentes pueden tener un impacto perjudicial en los precios de los activos del país y en los balances de los bancos, aun cuando esos residentes no sean nacionales. Tener en

GRÁFICO D.1 STOCK DE TÍTULOS DE DEUDA INTERNACIONAL (BONOS) DEL SECTOR PRIVADO, POR RESIDENCIA Y NACIONALIDAD DEL EMISOR



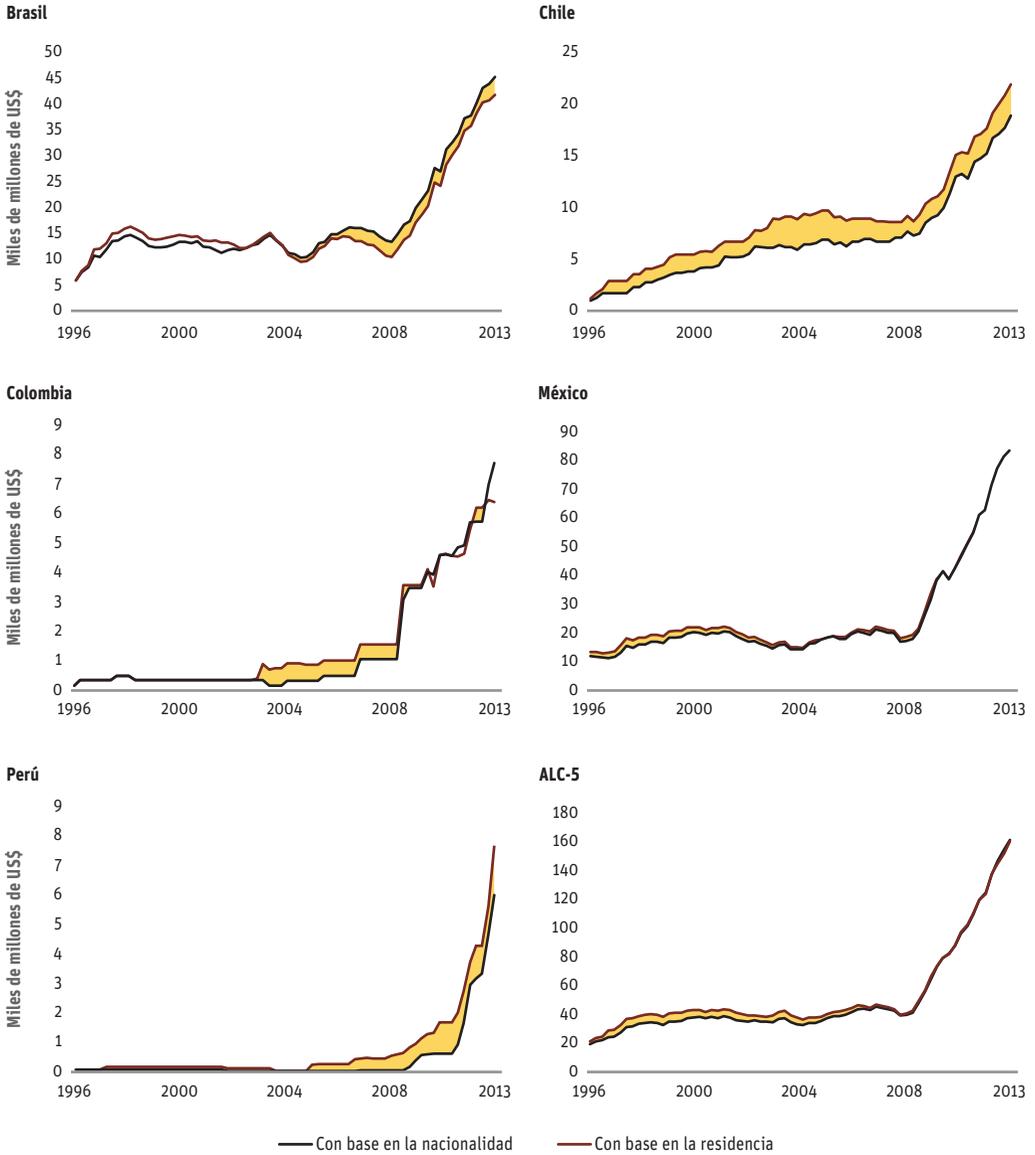
Fuente: Cálculos de los autores, estadísticas de títulos de deuda del BPI, cuadros 11, 12 y 7.

Nota: ALC-5 refiere a la suma de todos los países del panel.

cuenta los pasivos de los nacionales no residentes también es importante, dado que el balance consolidado de la empresa es un mejor indicador de la deuda de la que, en última instancia, son responsables las empresas de un país.

Las medidas de la deuda que tienen en cuenta a los nacionales no residentes son significativamente más altas en varios países en la región en relación con la deuda medida sobre la

GRÁFICO D.2 STOCK DE TÍTULOS DE DEUDA INTERNACIONAL (BONOS) DE LAS CORPORACIONES NO FINANCIERAS, POR RESIDENCIA Y NACIONALIDAD DEL EMISOR



Fuente: Cálculos de los autores, estadísticas de títulos de deuda del BPI, cuadros 11, 12 y 7.

Nota: ALC-5 refiere a la suma de todos los países del panel.

base de residencia. Por ejemplo, la emisión total de títulos de la deuda externa en Brasil en el período después de la Gran Recesión sobre una base de residencia arroja una cantidad total de US\$74.000 millones, mientras que incluyendo las emisiones de los nacionales no residentes arroja la cifra mucho más alta, de US\$175.000 millones (es decir, superior en un 137%). Este fenómeno no es exclusivo de Brasil. Incluir las emisiones de los títulos de deuda externa de

los nacionales no residentes arroja cifras de emisiones un 31%, 20% y 11% mayores en los casos de Colombia, Perú y Chile, respectivamente. Considerar las emisiones de los nacionales no residentes parece importante para tener un cuadro más completo de la deuda que las empresas han emitido.

Sobre la definición de títulos de deuda doméstica y externa

La definición de un título de deuda externa (IDS, por su sigla en inglés) utilizada en este informe sigue la nueva metodología elaborada por el Banco de Pagos Internacionales, que obtiene información sobre el lugar donde se emite el bono y la compara con la residencia del emisor (Gruic y Wooldridge, 2012). Siguiendo el *Handbook on Securities Statistics* (BPI, ECB y FMI, 2012), se considera que el lugar de residencia de una empresa es la jurisdicción donde está incorporada. Para identificar el lugar donde se emite el bono, consideramos información sobre el país donde el título (o títulos, dado que un bono puede estar compuesto de múltiples títulos individuales) se cotiza, el número ISIN (o números) asignado al título (o títulos) y la ley aplicable.

Un bono se clasifica como IDS si es cotizado en múltiples países, o si es cotizado con un depositario central internacional, o si incluye títulos a los que se ha otorgado números ISIN en varios países. También se considera que un título es un IDS si la residencia del emisor es diferente del país donde al título se le otorga un ISIN, o si es diferente de la ley sobre títulos aplicable.¹ Los bonos con información incompleta sobre el lugar de cotización, número ISIN y leyes aplicables son clasificados como títulos internacionales si el proveedor de los datos clasifica el bono como extranjero.²

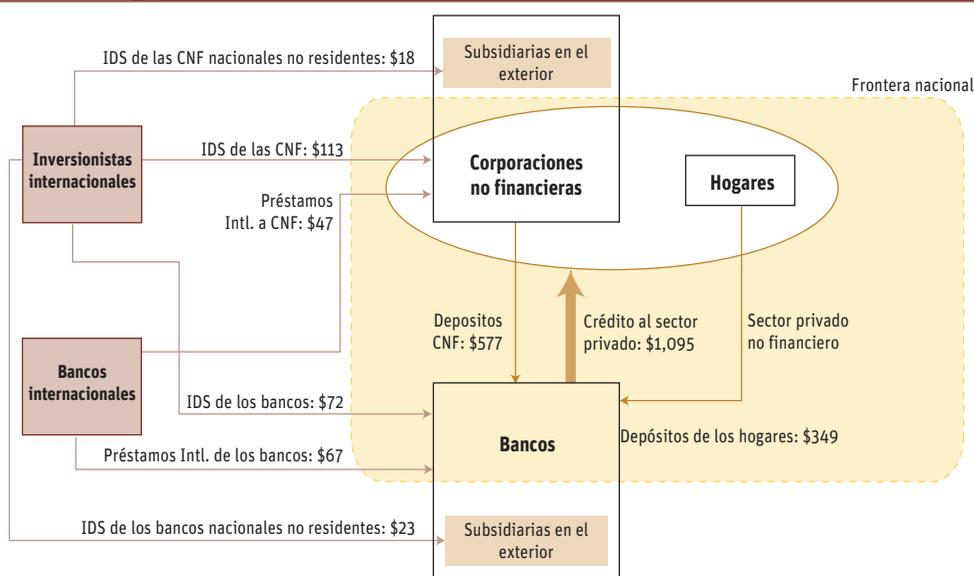
¹ Estas reglas reflejan la nueva metodología del BPI, que es diferente del enfoque anterior que consideraba un bono como un título internacional dependiendo de la base de inversionistas a la cual el bono estaba dirigido. Este enfoque clasificaría un título como internacional si la base de inversionistas fuera extranjera. Sin embargo, esta distinción tiene escasos efectos en la clasificación de bonos emitidos por empresas de América Latina y el Caribe. Solo el 0,5% de todas las emisiones por valor de empresas de América Latina y el Caribe en el período 1995 a 2013 es reclasificado basándose en la nueva metodología (en comparación con el 15% de las emisiones en todo el mundo); como se informa en Gruic y Wooldridge (2012), cambios importantes en la clasificación de los títulos de deuda se dan principalmente en las economías desarrolladas.

² El proveedor de los datos es Dealogic. Se aplican reglas similares para clasificar un título como doméstico en casos en que la residencia del emisor es la misma que la de la ley aplicable, o la misma que la nacionalidad ISIN, o la misma que el lugar de cotización, o las tres condiciones se cumplen simultáneamente (y sin contradicción con la clasificación de título internacional, y un único lugar de cotización y/o una única nacionalidad ISIN). Cuando falta información sobre el número ISIN, lugar de cotización y ley aplicable, el bono se clasifica como doméstico si el proveedor Dealogic lo clasifica como doméstico por el tipo de mercado. Al aplicar estas reglas, podemos clasificar correctamente todos los bonos excepto 79 en Estados Unidos y Canadá, de un total de 557.907 tramos de bonos en la base de datos. Estos bonos son luego clasificados como domésticos, después de verificar manualmente que se trata de transacciones en moneda local de emisores domésticos.

Las emisiones internacionales y el ciclo de crédito

Shin (2013) y Chung et al. (2014) se centran en el rol de las empresas no financieras en términos de sus emisiones de deuda externa y en el financiamiento del crecimiento del crédito en todo el mundo. Centrándose en cuatro de las grandes economías de la región (Brasil, Chile, Colombia y México, a partir de ahora ALC-4), el gráfico D.3 presenta un análisis de flujo de fondos para analizar estos vínculos.³ Como se muestra en el diagrama, el cambio en el volumen de crédito en ALC-4 entre finales de 2008 y junio de 2013 era de US\$1,1 billones, equivalente a un aumento nominal de 116%. Los depósitos totales aumentaron en US\$935.000 millones (85%) durante el

GRÁFICO D.3 EXPLICACIÓN DEL CRECIMIENTO EN EL CRÉDITO. CAMBIO EN EL STOCK DE CRÉDITO, DEPÓSITOS Y DEUDA INTERNACIONAL 2008–2013 PARA ALC-4 (MILES DE MILLONES DE US\$)



Fuente: Elaboración de los autores con base en datos del FMI, estadísticas de títulos de deuda y sector bancario del BPI y la base de datos Dealogic.

Nota: El gráfico muestra el cambio en el stock de crédito, depósitos, títulos valor internacionales de los residentes (IDS por sus siglas en inglés) y préstamos internacionales entre finales de 2008 y junio de 2013. El gráfico de la emisión de IDS para nacionales no residentes reporta la emisión bruta en el período de enero 2009 a junio 2013. ALC-4 incluye Brasil, Chile, Colombia y México.

³ El saldo de crédito en los países ALC-4, en junio de 2013 fue de US\$2,1 billones y representaba el 92% del saldo de crédito al sector privado de los bancos de depósito de la región. De la misma manera, el volumen de depósitos en los países de ALC-4 representaba el 91% del volumen total de depósitos en la región (equivalente a US\$2,0 billones). Los depósitos de las empresas no financieras constituyen el 60% de todos los depósitos en ALC-4. En este contexto, los depósitos se refieren a depósitos transferibles incluidos en dinero en sentido amplio, otros depósitos incluidos en dinero en sentido amplio, y depósitos excluidos del dinero en sentido amplio, según reportan las autoridades monetarias al FMI. Ver Chung et al. (2014) para más detalles sobre los datos acerca de los depósitos. Los datos sobre el volumen de títulos de deuda externa son sobre una base de nacionalidad.

mismo período, y los depósitos de las empresas no financieras aumentaron relativamente más, hasta 93% (US\$577.000 millones) contra un aumento de 76% (US\$349.000 millones) en los depósitos de los hogares. Además, los bancos recibieron un financiamiento directo emitiendo títulos de deuda externa y adquiriendo préstamos internacionales por un total de US\$162.000 millones a lo largo de ese mismo período.⁴

¿Cómo financiaron las empresas no financieras un aumento tan grande de los depósitos? En parte, mediante las emisiones de deuda externa y la contratación de préstamos internacionales por unos US\$180.000 millones (16% del aumento en el crédito doméstico). Al parecer, el otro 84% fue financiado a través de la deuda doméstica, el capital propio y los beneficios retenidos. En el caso de los países de América Latina aquí considerados, este análisis revela que las empresas no financieras juegan un rol en el aumento del crédito, pero esto no explica con claridad toda la historia. Las emisiones directas de los bancos de títulos de deuda externa también juegan un rol significativo, al igual que el aumento en los depósitos de los hogares. El gráfico 4.12 en el capítulo 4 ilustra con más claridad este punto. Si bien el gráfico señala una correlación entre el aumento del crédito y el cambio en el volumen de los títulos de deuda externa de las empresas no financieras, la correlación no se aproxima a la unidad; hay muchos otros factores implicados.

Para investigar la relación entre las emisiones de los títulos de deuda externa por parte de las empresas no financieras y el aumento en el crédito se desarrolló una estrategia empírica utilizando análisis de regresión con datos de panel. El logaritmo del saldo de créditos domésticos (del sistema financiero local) al sector privado no financiero se utilizó como variable dependiente, y el volumen de préstamos internacionales a las instituciones financieras (*préstamos FIN*), el volumen de títulos de deuda internacional de las compañías financieras (*FIN IDS*) y el volumen de títulos de deuda externa de las corporaciones no financieras (*NFC IDS*) se incluyeron como variables explicativas. Se recopilaron datos sobre 18 países emergentes a lo largo del período 2002–2012.

Una versión simplificada del modelo estimado se puede escribir de la siguiente manera:

$$\text{Crédito}_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 + \alpha_t + \beta_1 \text{FIN préstamos}_{i,t} + \beta_2 \text{FIN IDS}_{i,t} + \beta_3 \text{NFC IDS}_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

Esta regresión modela el volumen de crédito doméstico en un determinado país (i) y en un año dado (t) como función del volumen de préstamos internacionales de las corporaciones financieras y los títulos de deuda de las empresas financieras y no financieras, más un término

⁴ El diagrama no pretende ofrecer una representación exhaustiva de todas las fuentes de financiamiento de los bancos, ni de las interrelaciones entre los bancos y las empresas no financieras y la economía en general. El diagrama omite importantes actores en las economías global y nacional, como los gobiernos y los inversores nacionales, así como las interrelaciones entre los inversionistas/bancos internacionales con filiales extranjeras de empresas nacionales. Como tal, las sumas de todo el financiamiento de los bancos representados en el gráfico no son necesariamente iguales al tamaño del crédito.

de error. Todas las variables en el modelo están transformadas a logaritmos.⁵ La idea de esta regresión consiste en analizar estadísticamente cuáles fueron los principales motores que financiaron el crecimiento del crédito en las economías emergentes. Si estuviesen incluidas todas las fuentes de financiamiento, el modelo sería una identidad. En este caso, una variable ausente son los depósitos de los hogares y claramente el crecimiento de los títulos de deuda de las empresas no financieras solo puede influir en el crecimiento del crédito indirectamente, si luego depositan lo obtenido en los sistemas financieros domésticos. El modelo incluye efectos fijos por país y efectos fijos temporales para capturar cualquier variable omitida. Por otro lado, los efectos fijos temporales eliminan cualquier problema en relación a las tendencias temporales o a la correlación espuria. Una variable dependiente rezagada se incluye en el modelo y se encuentra que es estadísticamente significativa.⁶

Los resultados se presentan en el cuadro D.1.

Se presentan dos especificaciones del modelo. La primera considera el efecto general en todas las economías emergentes, suponiendo que el efecto es el mismo y puede agruparse. La segunda especificación incluye un conjunto de términos de interacción para

CUADRO D.1

RESULTADOS DEL MODELO DE REGRESION DEL CRÉDITO COMO FUNCIÓN DE DEUDA Y PRÉSTAMOS INTERNACIONALES DE COMPAÑÍAS FINANCIERAS Y NO FINANCIERAS

	(1)	(2)
Préstamos FIN	0,083 [0,046]*	0,043 [0,045]
FIN IDS	0,004 [0,031]	0,026 [0,033]
NFC IDS	0,020 [0,032]	0,110 [0,040]**
Crédito rezagado	0,737 [0,071]***	0,765 [0,060]***
ECA × NFC IDS		-0,180 [0,077]**
EAP × NFC IDS		-0,004 [0,036]
OTROS × NFC IDS		-0,121 [0,033]***
Efectos fijos de país	Sí	Sí
Efectos fijos de tiempo	Sí	Sí
Observaciones	198	198
R-cuadrado	0,990	0,991

La variable binaria de grupo omitida es para América Latina y el Caribe. La variable binaria de país omitida es para Brasil. Errores agrupados a nivel de país se reportan en paréntesis. *** Indica significancia al nivel de 1%, ** indica significancia al nivel de 5%, y * indica significancia al nivel de 10%.

⁵ El modelo se estima con un conjunto de efectos fijos por país y año (α_i y α_t). Los efectos fijos de tiempo capturan todos los factores que pueden influir en el crédito en todos los países en un determinado año (por ejemplo, factores globales, como la política monetaria en Estados Unidos), mientras los efectos fijos de país capturan todos los factores idiosincráticos que no varían en el tiempo que pueden influir en el crédito en un determinado país. Las fuentes de variación no capturadas son los factores que varían con el tiempo a nivel de país, que están reunidos con el término de error. Los errores están agrupados a nivel de país (permitiendo así la correlación de los errores a lo largo del tiempo para un país determinado). Dado que para algunos países el conjunto de algunas variables explicativas puede ser cero para un determinado año, las variables utilizadas en la regresión son calculadas como logaritmo (1+x).

⁶ Un estimador de panel dinámico no se emplea ya que el panel es estrecho pero relativamente largo (18 países para 11 años), lo cual reduce los problemas de sesgo en las estimaciones.

diferentes regiones del mundo. La región de América Latina y el Caribe es la región excluida mientras que ECA significa Europa oriental y Asia central y EAP significa Asia oriental y Pacífico, y Otros incluyen todos los demás países (no pertenecientes a América Latina y el Caribe). Estas variables son variables binarias y asumen el valor de uno si el país se encuentra en la región nombrada, y cero en caso contrario, de modo que todo el término es un efecto de interacción entre una variable binaria de región y el cambio en el stock de títulos de deuda internacional.

Los resultados de las regresiones de la primera columna señalan que para todos los países, y suponiendo un efecto común de la variable de interés (*pooling*), las emisiones de títulos de deuda internacional de las empresas no financieras no tienen un impacto significativo. Sin embargo, en la segunda columna, cuando se permiten diferentes impactos para cada región, la variable NFC IDS se vuelve significativa a nivel del 5%, lo cual indica que hay un efecto importante para América Latina (la región excluida) y que los efectos de interacción para ECA y para Otros también son importantes, con coeficientes negativos, mientras que el efecto de interacción de EAP no es significativamente diferente de cero. Esto sugiere que las emisiones de las empresas no financieras tienen un impacto en el crédito en América Latina y el Caribe y en EAP, pero considerando los coeficientes de ECA y Otros, esencialmente no hay un impacto en los países de estas regiones, dado que el coeficiente positivo en la variable NFC IDS y en ECA y Otros se anulan mutuamente.

Dado que la regresión es en logaritmos, el coeficiente es una elasticidad. Por lo tanto, el coeficiente en NFC IDS que se refiere a América Latina y el Caribe (ya que América Latina y el Caribe es la región excluida) implica que por cada US\$1.000 millones de emisiones adicionales, se estima que el crédito en América Latina y el Caribe aumentaría en unos US\$100 millones, o 10%. Esto parece coincidir a grandes rasgos con el análisis de flujo de fondos de más arriba.

APÉNDICE E

Modelos para analizar los flujos de capital y la política monetaria

Este apéndice describe los detalles técnicos de los tres ejercicios cuantitativos realizados en el capítulo 5. En el primer ejercicio, el enfoque se centraba en el efecto de los cambios en las expectativas de las tasas de interés de Estados Unidos en los flujos de capital a los mercados emergentes. El segundo ejercicio analiza el impacto de los flujos de capital en el crecimiento en cinco economías de América Latina y el Caribe utilizando un modelo estructural de vectores autorregresivos. Y en el tercer ejercicio se estiman las reglas de la política monetaria tipo Taylor para cinco países con régimen de inflación objetivo en América Latina y el Caribe y se emplean para definir escenarios de la senda de las tasas de política monetaria en 2014.

El efecto de cambios en las expectativas sobre las tasas de interés de Estados Unidos en los flujos de capital

Los contratos de futuros sobre la tasa de la Reserva Federal proporcionan una aproximación a la expectativa del mercado sobre el nivel futuro de la tasa de interés definida como objetivo por la Reserva Federal. Por lo tanto, tener en cuenta cómo reaccionan los flujos de capital a los cambios en estos precios de futuros indica cómo los shocks de la política monetaria en Estados Unidos pueden influir en los flujos de capital a las economías emergentes. Para cuantificar este efecto, se estima la siguiente regresión de datos de panel:

$$FS_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 FS_{i,t-1} + \beta_2 USMonPol_t + \beta_3 X_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

Donde $FS_{i,t}$ es el ratio de los flujos de acciones y bonos a los stocks de acciones y bonos para el país i en el mes t y $USMonPol$ es una variable que captura los shocks de la política monetaria en Estados Unidos medidos como la primera diferencia del registro de la tasa futura de los fondos federales a 18 meses¹. $X_{i,t}$ es un vector de variables de control que incluyen el diferencial soberano del país i , el índice VIX y una medida de los diferenciales corporativos de alto

¹ Los datos sobre los flujos de acciones y bonos viene de EPFR (Emerging Portfolio Funds Research).

rendimiento de Estados Unidos (todas estas variables están especificadas en diferencias de logaritmos).

Se estimó la regresión utilizando efectos fijos y errores estándar robustos. La base de datos corresponde a un panel desbalanceado mensual que cubre el período de diciembre de 2007 a diciembre de 2013 para 39 economías emergentes (7 países africanos, 7 países de Asia emergente, 10 países de Europa emergente, 11 países de América Latina y el Caribe y 4 de Oriente Medio). Dados los datos mensuales y unas 60 observaciones en la dimensión temporal, es probable que el sesgo en los coeficientes sea muy pequeño para este panel dinámico con una variable dependiente rezagada. La especificación preferida dio los siguientes resultados:

$$FS_{i,t} = 0.001^{***} + 0.604^{***} FS_{i,t-1} - 0.018^{***} USMonPol_t - 0.011^{**} EMBI_{i,t} - 0.037^{***} VIX_{i,t} - 0.041^{***} HYS_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

Donde $^{***}/^{**}/^{*}$ denotan niveles de significancia estadística a 1%/5%/10%.

El impacto de las fluctuaciones normales de los flujos de capital en el crecimiento: un enfoque de modelo de vectores autorregresivos estructurales (S-VAR)

Un modelo S-VAR es una manera flexible de considerar cómo los shocks pueden influir en las variables de interés permitiendo al investigador incluir una cantidad limitada de estructura económica en el modelo empleado. En esta aplicación, el siguiente modelo S-VAR se estima para cada país i con el fin de cuantificar el impacto de los flujos de capital en el crecimiento:

$$AY_{i,t} = A_0 + A_1 Y_{i,t-1} + \dots + A_p Y_{i,t-p} + \varepsilon_{i,t}$$

donde

$$Y_{i,t} = [Eq_{i,t}, Gr_{i,t}, R_t^*]'$$

y donde $Eq_{i,t}$ es la tasa de crecimiento real anualizada de los stocks de capital de cartera del país i ; $Gr_{i,t}$ es la tasa de crecimiento del PIB real anualizada de ese país, y R_t^* es la tasa de los bonos del Tesoro estadounidense a tres meses. Cuantificamos los efectos de los flujos de capital calculando la función impulso-respuesta (IRF, por su sigla en inglés) acumulada en 20 trimestres del crecimiento del PIB después de un shock de una desviación estándar en $Eq_{i,t}$. Cuando identificamos el shock, lo hacemos con los dos siguientes supuestos: i) R_t^* sigue un proceso independiente que, a su vez, implica fijar en cero los coeficientes en la primera y segunda columnas de las filas inferiores de las matrices A, A_0, \dots, A_p ; y ii) $Eq_{i,t}$ responde contemporáneamente a $Gr_{i,t}$ y R_t^* , pero no al revés, lo que a su vez implica estimar los coeficientes en la fila superior de la matriz A y otorgar a todos los demás elementos en esa matriz fuera de la diagonal un valor de cero.

Se estimó un modelo S-VAR separado con observaciones trimestrales para cada uno de los siguientes países de América Latina: Brasil (1997-T1 a 2011-T4), Chile (1997-T3 a 2013-T3), Colombia (2005-T1 a 2013-T1), México (1997-T1 a 2013-T3), y Perú (1997-T1 a 2012-T4). El número de rezagos fue seleccionado según el criterio de Schwarz.² El shock negativo de una desviación estándar utilizada al calcular el IRF en cada uno de los cinco países equivale a una caída en el stock de inversiones de cartera de US\$15.000 millones en Brasil, US\$1.500 millones en Chile, US\$200 millones en Colombia, US\$4.900 millones en México y US\$1.000 millones en Perú.

Los datos sobre flujos y stocks provienen de EPFR; las series del PIB fueron descargadas de IFS; y la tasa de interés de Estados Unidos fue descargada de la base de datos de la Junta de la Reserva Federal.

Los resultados del ejercicio se presentan en el gráfico 5.6, donde se muestra el IRF acumulado para cada uno de los cinco países considerados. Para mayor claridad, los intervalos de confianza no están ilustrados en ese gráfico; sin embargo, en el cuadro E.1, más abajo, registramos la respuesta acumulada de los 95 intervalos de confianza en el trimestre 20 en cada país.

La estimación de las reglas de la política monetaria de Taylor en los regímenes de control de la inflación en América Latina y el Caribe

El tercer y último ejercicio cuantitativo incluido en el capítulo 5 es la estimación de la regla de Taylor para cinco países de América Latina: Brasil, Chile, Colombia, México y Perú. Esta sección se basa en Barajas et al. (2014) que estimó la siguiente regla de Taylor como una manera de resumir la función de reacción de los bancos centrales en un régimen de inflación objetivo:

$$i_t = \alpha + \beta_1 i_{t-1} + \beta_2 x_t + \beta_3 (E_t \pi_{t+1} - \pi_t^j) + \varepsilon_t$$

CUADRO E.1 EFECTO ACUMULADO DE LAS FUNCIONES IMPULSO RESPUESTA Y SUS INTERVALOS DE CONFIANZA

País	Muestra	Efecto acumulado en el PIB	Intervalo de confianza al 95%	Rezagos
Brasil	1997,T1–2011,T4	-0,039	[-0,0652, -0,0237]	1
Chile	1997,T3–2013,T3	-0,022	[-0,0412, -0,0108]	2
Colombia	2005,T1–2013,T1	-0,012	[-0,0372, -0,0024]	1
México	1997,T1–2013,T3	-0,033	[-0,0498, -0,0195]	1
Perú	1997,T1–2012,T4	-0,047	[-0,0825, -0,0197]	2

Fuente: Cálculos de los autores.

² La excepción fue el S-VAR de Colombia donde el número limitado de observaciones nos obligó a considerar un solo rezago.

La regla de la política postula que la autoridad monetaria ajusta la tasa de la política en el período t , i_t , en respuesta al diferencial en la tasa de inflación prevista $E_t \pi_{t+1} - \pi_t^T$ sobre el objetivo de inflación $E_t \pi$ —es decir, “la brecha de inflación”— y a la brecha de producción, x_t . Además, puesto que puede haber costos por introducir demasiada variabilidad en la tasa de la política, la suavización de la tasa de interés se incorpora a través de su rezago, i_{t-1} .

Como en Barajas et al. (2014), x_t se estima según el componente cíclico Hodrick-Prescott de la producción y la brecha de inflación se mide como la diferencia entre las expectativas de inflación y la meta de inflación. Cada regla de política se estima sobre una base de datos mensual para cada país, cubriendo el período entre febrero de 2000 a noviembre de 2013. Para la producción en Brasil, el PIB mensual a precios constantes de 2008 se obtiene del Banco Central do Brasil; en Chile, el IMACEC, Indicador de Actividad Económica (mensual) en precios constantes de 1990 proviene del Banco Central de Chile; en Colombia el IPIR, el Índice de Producción Industrial (mensual) proviene del Banco de la República a precios constantes de 1990; en México, el IGAE, Índice Global de Actividad Económica (mensual) proviene del Banco Central de México; y en Perú, el PIB mensual a precios constantes de 2008 proviene del Banco Central de la Reserva.³ Las expectativas de inflación mensual provienen del Latin Focus Consensus Forecast.⁴ Por último, también consideramos cuatro retrasos en la regla de la tasa de la política. Los coeficientes OLS estimados se recogen en el cuadro E.2.

Suponiendo que la brecha de producción se reduce a la mitad de la caída en el PIB presentada en el cuadro E.1, y empleando los coeficientes estimados en el cuadro E.2, se simula la senda de las tasas de la política para el período de diciembre de 2013 a diciembre de 2014 para cada uno de los cinco países. El supuesto sobre la brecha de producción es plausible dado que la mayor parte de la caída en la IRF acumulada ocurre en los primeros ocho trimestres (ver gráfico 5.6).

CUADRO E.2 REGLA DE POLÍTICA MONETARIA ESTIMADA

País	Brasil	Chile	Colombia	México	Perú
Rezagos (4)	0,978***	0,908***	0,983***	0,981***	0,908***
Brecha del producto	0,072**	0,071***	0,013*	0,090***	0,072***
Brecha de la inflación	0,065*	0,193**	0,111*	0,114***	0,063
Constante	0,243*	0,351***	0,078	-0,042	0,333***

Donde ***/**/* denotan niveles de significancia estadística en 1%/5%/10%.

³ Todas las series de producción fueron desestacionalizadas utilizando el filtro X-12 en Matlab, con la excepción de las series IGAE, que ya están desestacionalizadas por el Banco Central de México.

⁴ Se trata de la encuesta sobre expectativas de inflación más larga disponible. Desafortunadamente, solo incluye las expectativas para finales de diciembre del año actual y el siguiente. Seguimos a Barajas et al. (2014) al establecer el mes de abril como punto de corte: las expectativas para enero-marzo del año t son las de diciembre del año $t+1$, por las que las expectativas para abril-diciembre del año t son las de diciembre del año $t+1$. Las expectativas de inflación para México provienen de Revela y comienzan solo en diciembre de 2006, lo cual limita la muestra solo para este país.

Por otro lado, se supone que esta caída se produce linealmente dentro del período de simulación considerado. Por último, se consideran tres escenarios para la senda de la brecha de la inflación. En el caso de referencia, el supuesto es que la brecha de la inflación sigue siendo constante y es igual a la observada a finales de la muestra (noviembre de 2013). Se consideran dos escenarios alternativos allí donde la brecha de inflación es un 1% superior y, por lo tanto, un 1% inferior, en relación a la brecha de inflación recogida en la última observación.

APÉNDICE F

La disección de la dolarización de la deuda interna

Como se demostró en el capítulo 6, la DPD (dolarización de los pasivos domésticos) ha aumentado como promedio en la región desde 2007. Sin embargo, los países también han acumulado reservas internacionales, en parte por motivos de precaución, para compensar los efectos de la DPD. Los recientes trabajos académicos señalan que una medida de DPD neta de reservas de divisas (DPD neta) es la más relevante para estimar la probabilidad de una Parada Súbita y los costos económicos asociados.¹ El cuadro F.1 muestra las cifras de DPD neta (como porcentaje del PIB) una vez que se restan las reservas de la DPD. Esta medida ofrece algunos fuertes contrastes con la DPD en casos como el de Perú, donde a pesar de los altos niveles de DPD, los niveles de DPD neta son en realidad los más bajos del grupo, dada la gran acumulación de reservas internacionales en la última década (-10,2% del PIB).² En comparación con 1997, en vísperas de la crisis en Rusia, los niveles de DPD neta son significativamente más bajos en la actualidad (es decir, más negativos). Sin embargo, sigue siendo el caso que, en promedio, los niveles de DPD neta siguen aumentando con respecto a 2007 (de -6,4% del PIB a -6% del PIB).

Como se sostiene en el capítulo 4 y en el apéndice D, puede que haya un vínculo entre las emisiones de títulos de deuda por parte de las empresas no financieras y el crecimiento de los depósitos y el crédito de los sistemas financieros locales. Las reservas también pueden ser usadas para proporcionar liquidez a los pagos de la deuda del sector privado o al sistema financiero si dichas emisiones aumentan los riesgos para el sistema financiero local. En ese caso, la deuda del sector privado no financiero, y no solo la deuda bancaria, podría ser relevante como medida de DPD. En los últimos tiempos, la acumulación de la deuda del sector privado en moneda extranjera aumentó sustancialmente de 1,7% del PIB para el país promedio de ALC-7 a 3,5% del PIB. Esto introduce una capa adicional de vulnerabilidad, suponiendo que esta deuda del sector privado fue contratada en moneda extranjera.³ El cuadro F.1 muestra una medida de DPD neta

¹ Ver Calvo, Izquierdo y Loo-Kumg (2013).

² Es probable que la dolarización sea un motivo importante para explicar por qué Perú ha acumulado un alto nivel de reservas. El hecho de que la DPD neta sea negativa significa que las reservas de divisa superan la DPD.

³ Estas cifras se refieren a los stocks de las empresas privadas nacionales no bancarias, según publica el Banco de Pagos Internacionales. Como se detalla en el capítulo 4, la gran mayoría de estas emisiones fueron, de hecho, en dólares.

que añade a esta última las emisiones de deuda privada. En este caso, el aumento en la medida de DPD sería mayor, pasando de $-4,7\%$ del PIB en 2007 a $-2,6\%$ del PIB hacia finales de 2012.

También resulta interesante analizar por qué la DPD bruta ha aumentado desde 2007. La fuente del aumento en la DPD ha sido la deuda externa de los bancos y el aumento de la deuda de las empresas no financieras, en lugar de un aumento en los depósitos en moneda extranjera. Los pasivos externos de los bancos aumentaron de $3,2\%$ del PIB en 2007 a $4,8\%$ del PIB en 2012 (ver cuadro F.2); por otro lado, los depósitos en dólares han permanecido más o menos estables.

CUADRO F.1 DOLARIZACIÓN DE PASIVOS DOMÉSTICOS (DPD) NETA DE RESERVAS INTERNACIONALES (% PIB)

País	1997										2007										2012										
	Deuda externa de firmas no bancarias					Deuda externa de firmas no bancarias					Deuda externa de firmas no bancarias					Deuda externa de firmas no bancarias					Deuda externa de firmas no bancarias										
	DPD (% PIB)	Reservas (% PIB)	DPD neta 1	DPD neta 2	E=D+C	DPD (% PIB)	Reservas (% PIB)	DPD neta 1	DPD neta 2	E=D+C	DPD (% PIB)	Reservas (% PIB)	DPD neta 1	DPD neta 2	E=D+C	DPD (% PIB)	Reservas (% PIB)	DPD neta 1	DPD neta 2	E=D+C	DPD neta 1	DPD neta 2	E=D+C								
Argentina	18,1%	7,6%	3,1%	10,5%	13,5%	4,8%	17,2%	1,6%	-12,4%	-10,8%	3,0%	9,0%	0,8%	-6,0%	-5,2%	7,0%	6,0%	1,6%	1,0%	2,6%	6,2%	11,9%	1,1%	-5,7%	-4,7%	8,8%	17,2%	2,0%	-8,4%	-6,4%	
Brasil	7,1%	21,7%	2,9%	-14,7%	-11,8%	10,1%	9,2%	3,7%	0,9%	4,6%	13,0%	15,3%	6,3%	-2,2%	4,0%	7,1%	10,4%	0,5%	-3,4%	-2,8%	1,9%	9,6%	0,5%	-7,7%	-7,2%	5,4%	9,7%	1,5%	-4,3%	-2,8%	
Colombia	13,0%	7,3%	3,7%	5,7%	9,4%	3,5%	8,3%	2,0%	-4,8%	-2,8%	4,9%	13,5%	6,4%	-8,5%	-2,1%	23,5%	19,1%	0,1%	4,5%	4,6%	19,0%	24,0%	0,0%	-4,9%	-4,9%	20,0%	30,2%	1,6%	-10,2%	-8,6%	
México	0,3%	17,3%	1,4%	-17,0%	-15,6%	0,4%	10,5%	3,3%	-10,1%	-6,9%	0,1%	2,6%	5,6%	-2,5%	3,2%	10,9%	12,8%	1,9%	-1,9%	0,0%	6,6%	13,0%	1,7%	-6,4%	-4,7%	7,9%	13,9%	3,5%	-6,0%	-2,6%	
Perú	11,5%	12,9%	1,8%	-1,4%	0,4%	8,1%	12,6%	1,4%	-4,5%	-3,0%	10,4%	17,2%	3,6%	-6,7%	-3,2%	Venezuela	0,3%	17,3%	1,4%	-17,0%	-15,6%	0,4%	10,5%	3,3%	-10,1%	-6,9%	0,1%	2,6%	5,6%	-2,5%	3,2%
Venezuela	10,9%	12,8%	1,9%	-1,9%	0,0%	6,6%	13,0%	1,7%	-6,4%	-4,7%	7,9%	13,9%	3,5%	-6,0%	-2,6%	ALC-7	10,9%	12,8%	1,9%	-1,9%	0,0%	6,6%	13,0%	1,7%	-6,4%	-4,7%	7,9%	13,9%	3,5%	-6,0%	-2,6%
ALC-7	11,5%	12,9%	1,8%	-1,4%	0,4%	8,1%	12,6%	1,4%	-4,5%	-3,0%	10,4%	17,2%	3,6%	-6,7%	-3,2%	ALC-5	11,5%	12,9%	1,8%	-1,4%	0,4%	8,1%	12,6%	1,4%	-4,5%	-3,0%	10,4%	17,2%	3,6%	-6,7%	-3,2%

Fuente: Cálculos de los autores. Los datos de DPD y reservas son de Calvo et al. (2013). Los datos de deuda externa de firmas no bancarias vienen de BPL. Nota: ALC-7: Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela. ALC-5 no incluye a Argentina ni a Venezuela. DPD: dolarización de pasivos domésticos. DPD neta 1 es el DPD menos reservas. DPD neta 2 es la DPD neta 1 más la deuda externa de firmas no bancarias.

CUADRO F.2 EL AUMENTO EN LA DPD DESDE 2007 FUE IMPULSADO POR LOS PASIVOS EN MONEDA EXTRANJERA DE LOS BANCOS

País	1997				2007				2012			
	Depósitos en Dólares (% PIB)	Pasivos externos bancarios (% PIB)	DPD (% del PIB)	Depósitos en dólares (% PIB)	Pasivos externos bancarios (% PIB)	DPD (% del PIB)	Depósitos en dólares (% PIB)	Pasivos externos bancarios (% PIB)	DPD (% del PIB)	Depósitos en dólares (% PIB)	Pasivos externos bancarios (% PIB)	DPD (% del PIB)
Argentina	10,9%	7,2%	18,1%	2,4%	2,4%	4,8%	2,4%	0,7%	4,8%	2,4%	0,7%	3,0%
Brasil	0,0%	7,0%	7,0%	0,0%	6,2%	6,2%	0,0%	8,8%	6,2%	0,0%	8,8%	8,8%
Chile	2,0%	5,1%	7,1%	4,8%	5,3%	10,1%	5,7%	7,3%	10,1%	5,7%	7,3%	13,0%
Colombia	3,5%	3,5%	7,1%	0,0%	1,9%	1,9%	0,0%	5,4%	1,9%	0,0%	5,4%	5,4%
México	2,4%	10,6%	13,0%	2,2%	2,3%	3,5%	2,5%	3,9%	3,5%	2,5%	3,9%	4,9%
Perú	17,5%	6,0%	23,5%	14,9%	4,1%	19,0%	12,7%	20,0%	19,0%	12,7%	7,3%	20,0%
Venezuela	0,0%	0,3%	0,3%	0,1%	0,3%	0,4%	0,0%	0,1%	0,4%	0,0%	0,1%	0,1%
ALC-7	5,2%	5,7%	10,9%	3,5%	3,2%	6,6%	3,8%	7,9%	6,6%	3,8%	4,8%	7,9%
ALC-5	4,2%	5,4%	9,6%	3,7%	3,3%	6,8%	3,5%	8,7%	6,8%	3,5%	5,4%	8,7%

Fuente: Calvo et al. (2013).

Nota: ALC-7: Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela. ALC-5 no incluye a Argentina ni a Venezuela.
DPD: Dollarización de pasivos domésticos.

APÉNDICE G

Cálculo de los costos de las Paradas Súbitas netas y brutas

En la bibliografía especializada se han realizado dos tipos de estimaciones de los costos económicos de las Paradas Súbitas. La definición de “perturbación” en el PIB de Cavallo, Powell, Pedemonte y Tabella (2013) es diferente de las estimaciones de “costos” reportadas en otra parte del capítulo (que vienen de Calvo, Izquierdo y Loo-Kung, 2013).¹ A modo de comparación, los costos estimados para episodios en los países en la muestra de Cavallo *et al.* (2013) son recalculados utilizando la metodología de Calvo, Izquierdo y Loo-Kung (2013).² Los resultados se reportan en el cuadro G.1. Como promedio, una parada súbita del flujo neto es la más costosa (es decir, el costo estimado equivale al 13,5% del PIB potencial en la muestra de mercados emergentes, y de 12,3% en la muestra que solo incluye países de América Latina y el Caribe). El costo económico promedio estimado de una parada súbita en los flujos brutos de entradas que no es una parada súbita en los flujos netos es el 4% del PIB potencial en la muestra de todos los mercados emergentes, y aproximadamente el 1% del PIB potencial en América Latina y el Caribe. Los costos estimados de las Paradas Súbitas en los flujos brutos de salidas que no son Paradas Súbitas de los flujos netos son de 2,8% y 2,6% del PIB potencial, respectivamente.

CUADRO G.1 COSTO ESTIMADO DE UNA PARADA SÚBITA DE CAPITALES

	Parada súbita de capitales de dos desviaciones estándar		
	Flujos Netos	Entradas Brutas de Capitales	Salidas Brutas de Capitales
Mercados emergentes	-12,94%	-3,73%	-2,78%
ALC-6	-12,27%	-0,83%	-2,61%

Fuente: Cálculos de los autores con datos de FMI, IFS.

Nota: ALC-6: Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México y Perú. No computamos resultados para Venezuela por la falta de datos trimestrales de PIB. Los flujos netos son el resultado de la suma de las entradas y salidas brutas de capitales.

¹ Cavallo, Powell, Pedemonte y Tabella (2013) utilizan un enfoque de estudio de eventos por el cual la perturbación de la Parada Súbita se define como la diferencia entre las tendencias del PIB real antes y después de un episodio. En otras palabras, calculan el PIB tendencial antes y después de la crisis. La brecha entre las dos líneas de tendencia es su medida de la perturbación “promedio” en el PIB.

² Los costos de producción se definen como la suma descontada a valor presente de cualquier brecha negativa del producto —medida como la diferencia porcentual entre el PIB observado y su correspondiente tendencia HP— en períodos cercanos a una Parada Súbita.



www.iadb.org