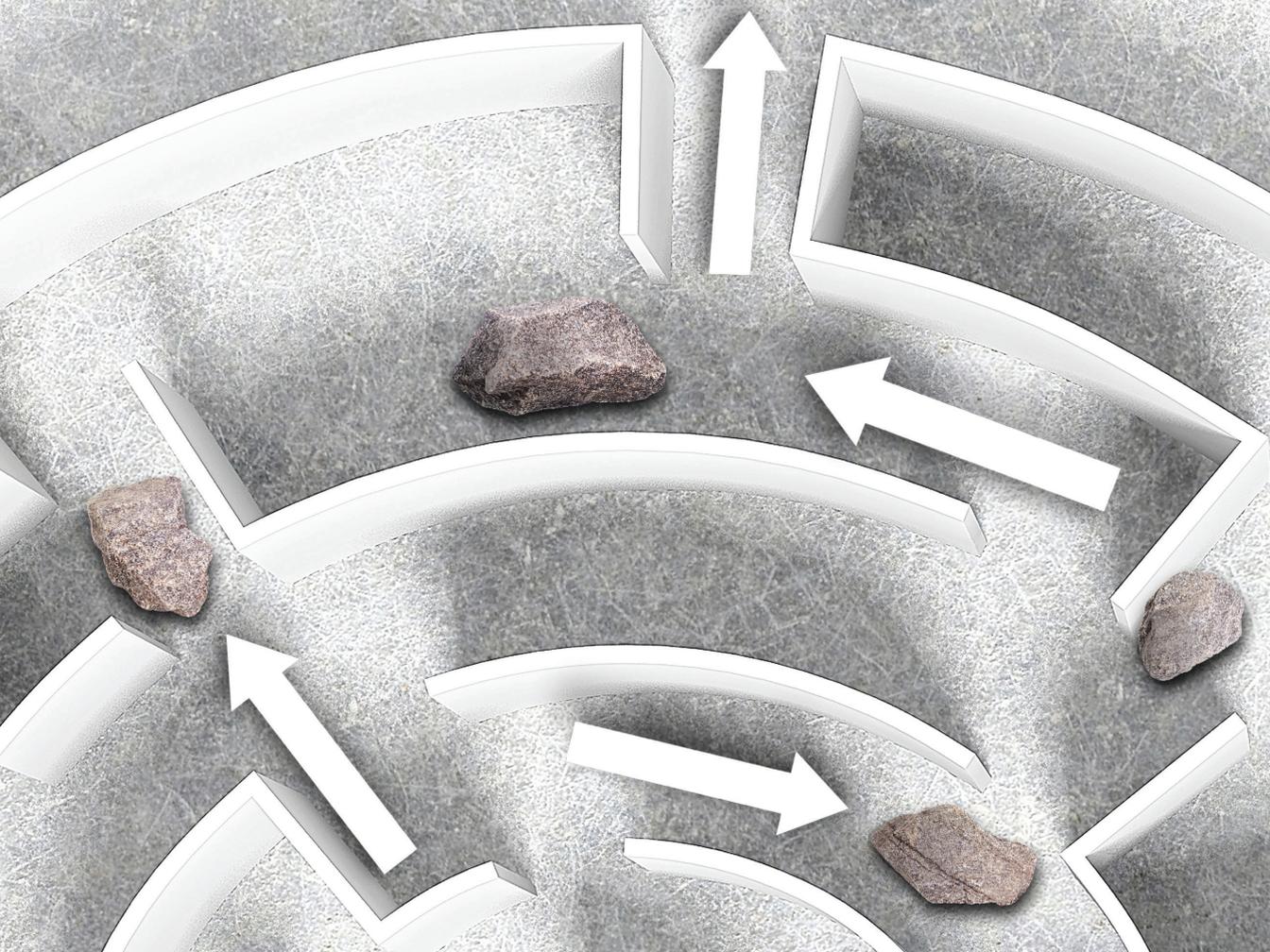


El laberinto

Cómo América Latina
y el Caribe puede
navegar la economía global

Coordinador | Andrew Powell



El laberinto

Cómo América Latina y el Caribe puede navegar la economía global

Andrew Powell
Coordinador

Banco Interamericano de Desarrollo

Marzo de 2015

**Catalogación en la fuente proporcionada por la
Biblioteca Felipe Herrera del
Banco Interamericano de Desarrollo**

El laberinto: cómo América Latina y el Caribe puede navegar la economía global / Andrew Powell, coordinador.

p. cm.

Incluye referencias bibliográficas.

1. Economic development—Caribbean Area. 2. Economic development—Latin America. 3. Monetary policy—Caribbean Area. 4. Monetary policy—Latin America. 5. Prices—Caribbean Area. 6. Prices—Latin America. I. Powell, Andrew (Andrew Philip). II. Banco Interamericano de Desarrollo. Departamento de Investigación y Economista Jefe.

IDB-AR-111

Copyright © 2015 Banco Interamericano de Desarrollo. Este trabajo está autorizado bajo una licencia Creative Commons IGO 3.0 Attribution-NonCommercial-NoDerivatives (CC-IGO BY-NC-ND 3.0 IGO) (<http://creativecommons.org/licenses/by-nc-nd/3.0/igo/legalcode>) y puede ser reproducido atribuyendo la autoría al BID y para cualquier fin no comercial. No se autoriza ningún trabajo derivado.

Cualquier disputa relacionada con el uso de los trabajos del BID que no se pueda resolver amistosamente será sometida a arbitraje según las reglas de UNCITRAL. El uso del nombre del BID para cualquier fin que no sea el de la atribución, así como el uso del logo del BID, estará sujeto a un acuerdo escrito de licencia por separado entre el BID y el usuario y no está autorizado como parte de esta licencia CC-IGO.

Nótese que el enlace proporcionado más arriba incluye términos y condiciones adicionales de la licencia.

Las ideas y opiniones expresadas en esta publicación pertenecen a los autores y no reflejan necesariamente la posición oficial del Banco Interamericano de Desarrollo, de sus miembros, de su Directorio Ejecutivo ni de los países que representan.

Índice

Agradecimientos	v
Prólogo	vii
▪ Capítulo 1: Visión general	1
▪ Capítulo 2: Los riesgos para la economía global y las consecuencias para América Latina y el Caribe	5
▪ Capítulo 3: Los precios de las materias primas	13
▪ Capítulo 4: Políticas monetarias divergentes en Estados Unidos y Europa ..	23
▪ Capítulo 5: La evolución monetaria y financiera	33
▪ Capítulo 6: Posiciones fiscales y alternativas de política	45
▪ Capítulo 7: Los retos macroeconómicos de las políticas sociales	57
▪ Capítulo 8: Conclusiones y recomendaciones para las políticas	69
Referencias	73
Apéndices	
Apéndice A: Modelos econométricos para los precios de las materias primas ...	79
Apéndice B: Sustitución de monedas: análisis de regresión y el rol de los agentes de colocación (underwriters)	85
Apéndice C: Brechas de inflación, reglas de Taylor y capital bancario	89
Apéndice D: Sobre el calendario y la velocidad de los ajustes fiscales	101

Agradecimientos

Este informe fue preparado por un equipo de economistas del Departamento de Investigación y otros departamentos del Banco Interamericano de Desarrollo. El equipo estuvo integrado por Martín Ardánaz, Julián Caballero, Suzanne Duryea, Andrés Fernández, Gustavo García, Alejandro Izquierdo y Andrew Powell. El informe fue coordinado por Andrew Powell. Santiago Levy y José Juan Ruiz aportaron numerosas sugerencias. Fernando Arce, Jorge Luis Castañeda, María Cecilia Deza, Jimena Llopis, María Adelaida Martínez, Matías Marzani, Umberto Muratori, Jaime Ramírez y Santiago Teller proporcionaron una ayuda sumamente valiosa en la investigación. Otros aportes correspondieron a Hildegart Ahumada, Fernando Arce, Eduardo Cavallo, Magdalena Cornejo, Paolo Giordano, Andrew Morrison, Carmen Pagés, Ferdinando Regalia, Héctor Salazar, Mariana Salazni, Norbert Schady y Emiliana Vegas.

Rita Funaro supervisó la edición y producción del informe; John Dunn Smith y Cathleen Conkling-Shaker proporcionaron ayuda en cuestiones editoriales. Alberto Magnet tradujo el informe. El 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 recuperación global presentaba tanto riesgos como oportunidades. Algunos de estos riesgos y algunas de las oportunidades se han materializado. En el lado positivo, el mayor crecimiento de Estados Unidos y los precios más bajos de las materias primas, entre ellos el petróleo, pueden dar un impulso a los países que importan energía y que tienen fuertes vínculos comerciales con Estados Unidos. La cara negativa es que, una vez más, la recuperación global se ha retrasado y ahora el crecimiento de Europa, Japón y China será menor del previsto, lo que tiene un impacto negativo sobre las previsiones de América Latina y el Caribe.

El Informe de este año analiza los obstáculos que la región debería vadear para asegurar un crecimiento fuerte y sostenible. Dado que la dependencia de la región respecto de las materias primas ha aumentado y que sus precios han ido a la baja y no parece que vayan a recuperarse de forma significativa, es poco probable que en ellas esté la solución al problema del bajo crecimiento. El año pasado anticipábamos que el momento de la normalización monetaria de Estados Unidos se estaba acercando, algo que reafirmamos como escenario central para este año. Y aunque Europa parece abocada a un nuevo episodio de política monetaria activa que busca mantener bajas las tasas de interés en el continente, nuestro Informe de este año aventura que es poco probable que el financiamiento de bajo costo en euros proporcione una solución al bajo crecimiento dado que hay costes de información y transacción tan elevados que tenderán a retener en el área del dólar a los emisores latinoamericanos. Y tampoco parece que haya mucho espacio para el activismo monetario dentro de la región, dado que los niveles de inflación y las vulnerabilidades de los balances de las empresas recortan los márgenes de maniobra cambiaria y de tasas de interés de los que se gozó en 2008.

¿Pueden las medidas de política fiscal ofrecer una salvación al crecimiento bajo? Desafortunadamente, el análisis presentado sugiere que numerosos países no se encuentran en condiciones de seguir políticas fiscales anticíclicas. Más bien todo lo contrario: muchos de ellos lo que van a afrontar es la necesidad de consolidar sus posiciones fiscales. Precisamente por ello, el Informe esboza algunas sugerencias sobre cómo los países pueden ajustarse al nuevo y más hostil contexto económico global, al tiempo que mantienen o mejoran los importantes logros de las políticas e indicadores sociales. El Informe también llama a aplicar reformas de productividad para asegurar el aumento del crecimiento potencial.

Octavio Paz, (el escritor mexicano galardonado con el Premio Nobel en 1990) en su obra más famosa, *El laberinto de la soledad* declara que “la soledad es el fondo último de la condición humana. El hombre es el único ser que se siente solo y el único que es búsqueda de otro”. Si bien los factores externos, hoy y siempre, han sido sumamente importantes para definir el destino de América Latina y el Caribe, a los países hoy más que nunca les conviene hacer frente a estos retos con una perspectiva regional pero, en última instancia, sabiendo que tienen que apoyarse en sus peculiaridades, instituciones y cultura para maniobrar con destreza y salir del laberinto del bajo crecimiento. Ese, quizás, es el único camino para retomar la senda del desarrollo sostenible e incluso del continente.

José Juan Ruiz

Economista Jefe

CAPÍTULO 1

Visión general

Se espera que en los próximos años la región de América Latina y el Caribe crezca sólo a un ritmo moderado, dado el crecimiento relativamente lento en todo el mundo. Aunque Estados Unidos actualmente crece con más fuerza, lo que implica una probable subida de las tasas de interés en ese país, un aspecto tratado extensamente en el informe del año pasado, persisten los riesgos para el crecimiento en Europa y Japón, y puede que el crecimiento también disminuya más de lo previsto en China. El capítulo 2 analiza las implicaciones para la región de un escenario base, y un escenario más negativo para el crecimiento en Europa, Japón y China. Un shock positivo en el crecimiento de Estados Unidos, junto con precios del petróleo que se mantienen bajos sería un beneficio neto para la región y proporcionaría un impulso especial a países del Caribe y América Central. Otra conclusión es que, si bien la previsión de base implica un índice de crecimiento per cápita de aproximadamente 2,2% para esta década, la región tendría que aumentar significativamente la productividad para alcanzar índices de crecimiento per cápita tan altos como los de otras regiones exitosas.

Las recientes caídas de los precios de las materias primas probablemente tendrán graves consecuencias. Los resultados de los modelos econométricos analizados en el capítulo 3 señalan que una fuerte recuperación de los precios no es probable. Las proyecciones basadas en las previsiones de base para el crecimiento mundial señalan una leve recuperación en los precios del petróleo y del cobre, si bien el escenario negativo expuesto en el capítulo 2 sugiere un continuo descenso. Sin embargo, todas las previsiones están sujetas a una incertidumbre considerable. En un conjunto de países más dependientes de las materias primas, la línea de base guarda correlación con una disminución de los ingresos fiscales y de la Inversión Extranjera Directa (IED), que han sido muy importantes en los sectores de materias primas. Sin embargo, en numerosos países de América Central y el Caribe, la caída de los precios del petróleo es un beneficio neto importante para la balanza comercial y proporciona oportunidades para reformar los marcos tributarios con el fin de aumentar los ingresos fiscales.

Las perspectivas divergentes para Estados Unidos y Europa también implican políticas monetarias globales divergentes. La subida de las tasas de interés en Estados Unidos podría tener un impacto reducido si América Latina y el Caribe pueden explotar el financiamiento en euros a tasas que siguen siendo bajas. Dicho esto, el análisis presentado en el capítulo 4 indica que en el pasado las empresas de América Latina y el Caribe no han cambiado de moneda, en un sentido amplio o sistemático, en función de los diferenciales dólar-euro. Al contrario de

otras regiones, la moneda preferida del financiamiento ha sido sumamente estable y centrada en gran medida en el dólar de Estados Unidos. A su vez, esto implica que el costo del capital probablemente aumentará para las empresas de la región a medida que suban las tasas oficiales en Estados Unidos.

Un análisis más general de los balances de las empresas se aborda en el capítulo 5. El apalancamiento ha aumentado y otros indicadores se han deteriorado a medida que las emisiones en dólares de Estados Unidos se han disparado. Se prevé que las amortizaciones en dólares se duplicarán en los próximos años aunque, como se señala en el informe del año pasado, la información sobre los descalces reales de moneda es imperfecta. En el capítulo 5 también se incluye un análisis de la política monetaria y se sostiene que las disyuntivas se han vuelto más difíciles. En el pasado, las economías más grandes han utilizado el tipo de cambio para reaccionar ante los shocks negativos. Sin embargo, con la inflación rondando o superando las metas fijadas en diversos países, y teniendo en cuenta las inquietudes potenciales a propósito de los balances, puede que la política monetaria se vea limitada en el futuro. Por último, los mercados de crédito se han enfriado y el crecimiento del crédito ha disminuido, sobre todo el de los bancos privados. Un análisis de cómo los bancos mantienen ratios de capital estables a pesar de la volatilidad económica sugiere que los bancos probablemente limitarán el crecimiento del crédito o reducirán el riesgo para mantener los amortiguadores de capital. Si bien este comportamiento procíclico contribuye a proteger la estabilidad financiera, ahora que los mercados de créditos tienen un tamaño importante, puede que se produzca un efecto de realimentación en la economía real.

El capítulo 6 se trata de las posiciones fiscales y las alternativas de las políticas públicas. Las posiciones fiscales han seguido deteriorándose, los déficits fiscales estructurales han crecido y la deuda está aumentando, aunque hay diferencias considerables entre los países. En aquellos países con grandes déficits fiscales estructurales y donde las brechas del producto son cercanas a cero, ha llegado claramente el momento de introducir ajustes, e incluso para aquellos con brechas del producto negativas la política fiscal expansionista podría volverse contraproducente si los multiplicadores son bajos y las tasas de interés suben. Unos pocos países combinan brechas del producto negativas con una deuda baja que no está aumentando rápidamente y, por lo tanto, disponen de espacio fiscal para contemplar una política contracíclica. El capítulo analiza dónde se sitúan los países con respecto a estas dimensiones y considera más detalladamente los tipos de políticas que se podrían adoptar. También se aborda el caso de los países que se propongan afinar la composición y la velocidad de esa consolidación.

Si bien la mayoría de los países se enfrentan a un período de presupuestos rigurosos y consolidación fiscal, se pueden adoptar medidas específicas para proteger los importantes logros adquiridos en los indicadores sociales y para mejorar los incentivos de participación en los mercados formales, apoyando así la productividad. El capítulo 7 sostiene que hay espacio para mejorar los resultados del gasto social con el nivel actual de recursos y que hay mejores maneras de mantener la estabilidad de los ingresos de los trabajadores que las que ofrecen los actuales acuerdos, manteniendo simultáneamente la productividad agregada y, por lo tanto,

el crecimiento. El capítulo también recomienda cautela con respecto a aquellas políticas que pueden parecer atractivas en el corto plazo, sobre todo en un momento de bajo crecimiento económico, pero que acaban siendo más caras y permanentes. También deberían tenerse en cuenta los cambios demográficos a los que se enfrenta la región, ya que pueden multiplicar los costos en cuestión.

El título de este informe sugiere que la región se encuentra en un laberinto con soluciones potenciales para una fuerte recuperación y un crecimiento sostenible e incluyente, limitados por un conjunto de factores globales y nacionales. La investigación no pretende ser completa ni exhaustiva, si bien el espíritu del análisis consiste en intentar entender cada uno de los factores mencionados, lo que permitirá elaborar políticas para forjar una senda exitosa. El capítulo final reúne las diversas recomendaciones de políticas subrayadas en cada capítulo.



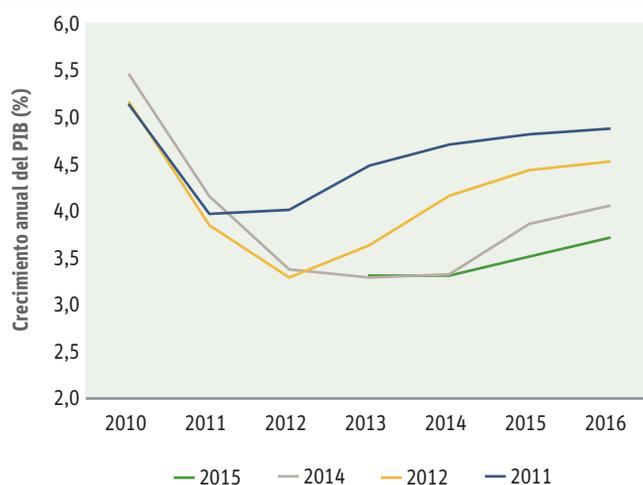
CAPÍTULO 2

Los riesgos para la economía global y las consecuencias para América Latina y el Caribe

A pesar de los mejores resultados de la economía de Estados Unidos, las perspectivas económicas globales siguen siendo moderadas para los próximos años. El crecimiento en Europa sigue siendo sólo marginalmente positivo y, hasta ahora, el crecimiento de Japón no ha arrancado significativamente. En China, la segunda economía más grande del mundo, el crecimiento ha disminuido y se espera que siga desacelerando. El Gráfico 2.1 ilustra como la recuperación de las perspectivas de la economía global se ha retrasado en relación con las proyecciones, y el Gráfico 2.2 muestra la composición de ese retraso en las cuatro grandes zonas económicas (Estados Unidos, Europa, Japón y China). Las proyecciones de crecimiento han sido rebajadas para todas estas economías en todas las fechas, con la única excepción de las últimas proyecciones para la economía de Estados Unidos. Si bien la reciente caída de los precios del petróleo puede impulsar la economía global, esa caída está parcialmente relacionada con la escasa demanda, y se prevé que una oferta superior a la prevista no será suficiente para justificar una revisión positiva de las perspectivas del crecimiento mundial.

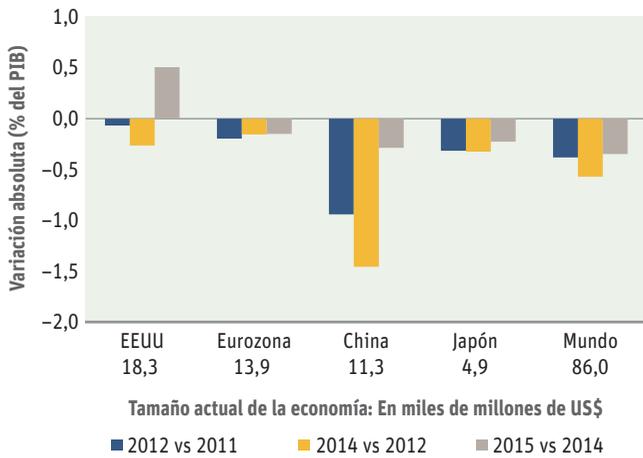
Suponiendo un ligero despegue de las tasas de interés oficiales de Estados Unidos para volver a niveles más normales, estas proyecciones económicas mundiales coinciden con una recuperación entre moderada y baja en América Latina y

GRÁFICO 2.1 CAMBIOS EN LAS PREVISIONES DE CRECIMIENTO GLOBAL



Fuente: FMI (2011, 2012, 2014b, 2015).

GRÁFICO 2.2 CAMBIOS EN LAS PREVISIONES DE CRECIMIENTO EN DISTINTAS REGIONES



Fuente: FMI (2011, 2012, 2014b, 2015).

crecimiento en Estados Unidos y el Reino Unido, aunque en algunos países el crecimiento se verá limitado por la continuación del ajuste fiscal.²

Además, persiste el riesgo de que la recuperación europea y la japonesa sigan retrasándose. El Banco Central Europeo (BCE) ha anunciado recientemente un programa de flexibilización cuantitativa, y hay interesantes paralelismos entre los riesgos financieros en algunos países periféricos de Europa y los problemas financieros que América Latina experimentó en el pasado.³ Si bien la actuación del BCE podría reducir esos riesgos, aún persiste una buena dosis de incertidumbre. En el caso de Japón, a pesar de grandes inyecciones monetarias y de las reformas fiscales, el bajo crecimiento y la baja inflación persisten, y existe el riesgo de que la recuperación proyectada pueda seguir retrasándose. También existen riesgos en las actuales rebajas de las proyecciones de los índices de crecimiento de China. El rápido aumento del crédito a instituciones públicas o cuasi públicas ha aumentado los temores de que surjan problemas provocados por un rápido aumento de los préstamos improductivos a medida que la economía se desacelera y el auge inmobiliario disminuye. China cuenta con numerosos instrumentos a su disposición, entre ellos más de US\$3,8 billones en reservas, pero pueden producirse problemas en el camino a medida que la economía se ajusta y encuentra un nuevo equilibrio con tasas de inversión más bajas y un consumo más alto.

A la luz de estas circunstancias, una pregunta importante para numerosos países en América Latina y el Caribe es si la economía de Estados Unidos es inmune a un crecimiento menor al esperado en

el Caribe.¹ Esta recuperación será mayor en los países de América Central vinculados a Estados Unidos e importadores de petróleo, y más lenta en América del Sur, cuyo crecimiento se verá limitado por el bajo crecimiento en Europa, la disminución del crecimiento en China y los precios más bajos de las materias primas. Los países importadores de petróleo en el Caribe también deberían beneficiarse de los precios más bajos y de un mayor

¹ El informe de América Latina y el Caribe del año pasado contemplaba un escenario de aumento de las tasas de Estados Unidos combinado con una brusca caída de los precios de los activos.

² Dado el alto ratio de deuda, es probable que el ajuste fiscal en varios países del Caribe continúe durante varios años; esto se abordará más en profundidad en el capítulo 6.

³ Cavallo *et al.* (2014).

Europa, Japón y China. Aunque Estados Unidos ha crecido con fuerza y sigue siendo una economía relativamente cerrada, no se puede suponer que no se verá afectado por un menor crecimiento en otras regiones del mundo. Si el crecimiento en Europa, Japón y China sufriera un shock de media desviación estándar de sus respectivas tasas de crecimiento, las simulaciones a partir de un modelo estadístico de la economía mundial revelan un impacto significativo en Estados Unidos, como se muestra en el Gráfico 2.3.⁴ Según el modelo, la tasa de crecimiento promedio de Estados Unidos disminuiría en aproximadamente 0,4% al año durante los próximos dos años.⁵

El impacto de los shocks negativos en relación con la tasa de referencia de crecimiento en Europa, Japón y China también sería significativo en América Latina y el Caribe. Un shock negativo de media

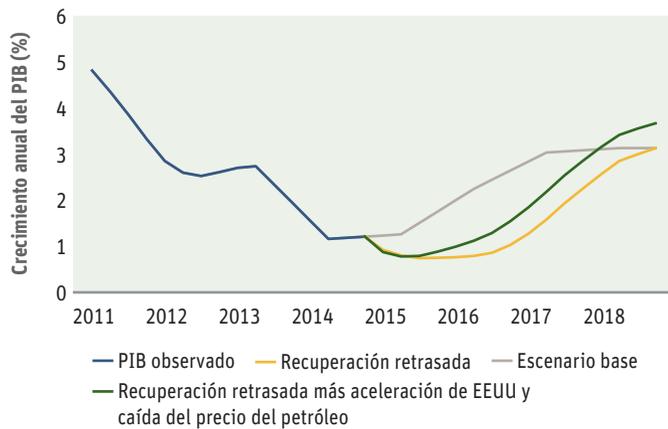
desviación estándar en estas tres zonas económicas provocaría una caída del crecimiento en la región de 1,4% al año durante los próximos dos años — de 2,4% a 1,0% al año en 2015 y 2016, como se muestra en el Gráfico 2.4. Además, prácticamente todas las economías de la

GRÁFICO 2.3 IMPACTO EN LA ECONOMÍA ESTADOUNIDENSE DE UNA RECUPERACIÓN RETRASADA EN EUROPA Y JAPÓN Y UN MAYOR ENFRIAMIENTO DE LA ECONOMÍA CHINA



Fuente: Estimaciones del personal técnico del BID basadas en FMI (2014b, 2015).

GRÁFICO 2.4 ESCENARIOS ALTERNATIVOS PARA AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE



Fuente: Estimaciones del personal técnico del BID basadas en FMI (2014b, 2015).

⁴ Media desviación estándar de crecimiento en Europa equivale al 0,95% y en Japón y China a 1,25% y 1,5%, respectivamente.

⁵ Para más detalles sobre el modelo estadístico de auto regresión vectorial global (GVAR) desarrollado en el Departamento de Investigación del BID, consultar Pesaran *et al.* (2004), di Mauro *et al.* (2013) y Cesa-Bianchi *et al.* (2012).

región se ven afectadas negativamente, en parte debido a los impactos a través de Estados Unidos, descritos más arriba.⁶

Sin embargo, también hay un riesgo al alza para la economía de Estados Unidos. Los recientes datos económicos han sido relativamente volátiles, y el crecimiento durante el tercer trimestre de 2014 superó el 5%, pero disminuyó a menos del 3% en el último trimestre. Las proyecciones de referencia suponen que el crecimiento anual de Estados Unidos llegará a aproximadamente un 3,3% y luego empezará a disminuir hasta 2,7% en 2019, si bien hay una clara posibilidad de que se superen esas cifras. Las proyecciones de referencia también suponen que los precios del petróleo aumentarán progresivamente (de US\$74/barril en 2018 para el precio del barril Brent) como lo señala la actual curva de futuros.⁷ Un escenario alternativo, en el que los precios del petróleo permanecen en sus bajos niveles actuales y la economía de Estados Unidos supera las expectativas hasta alcanzar media desviación estándar de crecimiento histórico, también se recoge en el Gráfico 2.4.⁸ Con esta alternativa, el crecimiento de la región sigue estando por debajo de la referencia, aunque el impacto de los precios del petróleo más bajos y un mayor crecimiento de Estados Unidos también tiene diferentes efectos en diferentes países. El crecimiento en América del Sur continúa, mientras que el crecimiento en América Central y el Caribe aumenta con más fuerza.

El cuadro 2.1 detalla las tasas de crecimiento para las subregiones y para grupos de países que dependen de las materias primas. La primera columna es sencillamente la referencia supuesta. La columna titulada escenario de recuperación retrasada supone un shock negativo de media desviación estándar en las tasas de crecimiento para Europa, Japón y China en relación con esta referencia. La columna final contiene los impactos de esos shocks negativos en el crecimiento mundial —pero con un shock positivo (una vez más, de media desviación estándar) en el crecimiento de Estados Unidos y un shock negativo en los precios del petróleo— para mantener esos precios aproximadamente en los valores actuales.

El escenario de recuperación retrasada es negativo en relación con la referencia para todos los grupos y subregiones. El crecimiento promedio (2015–2017) disminuye en aproximadamente 1% al año en América del Sur, 0,7% en América Central y México y 0,1% en la región del Caribe. El efecto en América Central y México se debe en parte al impacto de Europa, Japón y China en Estados Unidos. Los impactos en América del Sur son importantes, en parte debido a la influencia de China. Un shock positivo en Estados Unidos y los precios más bajos del petróleo mejoran las perspectivas de crecimiento para todos los grupos y subregiones. En efecto, en el Caribe, las proyecciones de crecimiento superan a la referencia en 0,2%. En el caso de los importadores de

⁶ Mientras la economía de Estados Unidos se ve afectada negativamente, esto podría implicar una menor apreciación del dólar de Estados Unidos, lo que tendería a mitigar el impacto en América Latina y el Caribe.

⁷ Bloomberg (febrero, 2015). En ciertas circunstancias, se puede pensar grosso modo en los precios futuros como la expectativa del mercado de los futuros precios al contado. Sin embargo, la incertidumbre en el mercado del petróleo es muy alta, lo cual implica que ésta o cualquier otra proyección podría de hecho contener escasa información en relación con los precios al contado finales. (Ver capítulo 3, más abajo).

⁸ Media desviación estándar de la tasa de crecimiento de Estados Unidos equivale a 0,95%.

CUADRO 2.1 CRECIMIENTOS ESPERADOS BAJO DISTINTOS ESCENARIOS

Crecimiento real del PIB, promedio 2015–2017	Escenario base	Escenario de recuperación retrasada	Escenario de recuperación retrasada más aceleración de EE.UU. y caída del petróleo
América del Sur	3,8	2,9	3,0
América Central y México	3,4	2,7	3,0
Caribe	2,0	1,9	2,2
Exportadores de petróleo	3,6	3,0	3,2
Exportadores de metales	4,6	3,6	3,8
Exportadores de otras materias primas	3,1	2,0	2,2
Importadores de materias primas	3,0	2,7	2,9
Promedio simple América Latina y el Caribe	3,7	2,7	2,9
Promedio ponderado por el PIB América Latina y el Caribe	2,7	1,0	1,3

Fuente: Estimaciones del personal técnico del BID basadas en FMI (2014b, 2015).

materias primas, este shock devuelve las proyecciones casi a los niveles de referencia. Para las otras dos subregiones, mejoran pero siguen estando por debajo de las proyecciones de referencia.

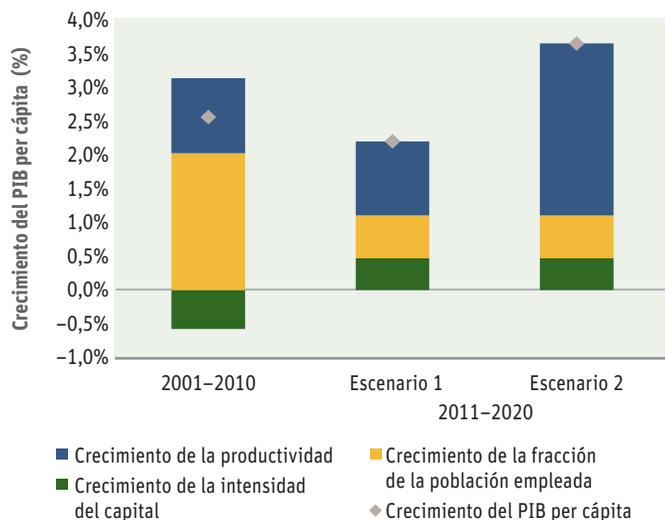
Proyecciones de crecimiento potencial a largo plazo

Las proyecciones de referencia muestran una recuperación en la región, pero no con las tasas de crecimiento experimentadas en el período anterior a la crisis financiera global. Como se sostiene en la edición anterior del Informe macroeconómico de América Latina y el Caribe, es probable que la región siga una senda de menor crecimiento durante varios años, con un crecimiento de la productividad subyacente más bien bajo. En realidad, si se considera la desagregación del crecimiento per cápita en cambios en la productividad total de factores (PTF) y cambios en los insumos de trabajo y capital, en el período 2001–2010, apenas un poco más del 1% del crecimiento per cápita se debió a cambios en la PTF.⁹ La región alcanzó un crecimiento per cápita relativamente alto debido a un aumento importante en el empleo, equivalente aproximadamente al 2% del crecimiento per cápita. Por otro lado, se observa una contribución de cero (o nula) —o incluso ligeramente negativa— del capital.¹⁰

⁹ Si bien este capítulo se centra fundamentalmente en el crecimiento del PIB, considerar un período más largo para el crecimiento per cápita es una medida más apropiada con el fin de tener en cuenta los cambios demográficos.

¹⁰ Nótese que estos cálculos controlan por los impactos de primera ronda de los precios de las materias primas, aunque no tendrían en cuenta el impacto que los cambios en estos precios tienen en la productividad a través de cambios en la composición sectorial. Ver Powell (2014), Apéndice A y Werning (2011), para un debate.



GRÁFICO 2.5 ESCENARIOS DE CRECIMIENTO POTENCIAL PARA AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE

Fuente: Estimaciones del personal técnico del BID basadas en las Penn World tables 8.0 y FMI (2014b, 2015).

Nota: La productividad corresponde a la PTF (productividad total de los factores). La fracción de la población empleada corresponde al número total de personas empleadas dividido por la población. La intensidad en capital es el capital total dividido por el producto.

decir, el Escenario 1.¹¹ Debe señalarse que esto implica que la intensidad del capital aumentaría muy sustancialmente. Quizá un comparador razonable para América Latina y el Caribe sea el grupo de países asiáticos del ASEAN.¹² El promedio de los seis países de este grupo tiene una proyección de la tasa de crecimiento per cápita de aproximadamente 3,5% al año para la década actual, y durante la década pasada estos países disfrutaron de un crecimiento de la PTF significativamente más rápido que América Latina y el Caribe. Una tasa de crecimiento per cápita de 3,5% parece un objetivo ambicioso pero potencialmente alcanzable en América Latina y el Caribe, y permitiría a la región progresar en el plano de los indicadores sociales. Suponiendo que el cambio en la parte del empleo está dado, la región tendría que aumentar sustancialmente ya sea la intensidad del capital o la productividad con el fin de alcanzar estas tasas de crecimiento. El Escenario 2 ilustra el nivel de crecimiento de la PTF que se requiere, dado el crecimiento de referencia de la intensidad del capital. El crecimiento de la PTF tendría que ser de casi un 2,7% al año.

Teniendo en cuenta las perspectivas para la década actual, las proyecciones de referencia arrojan un crecimiento per cápita de aproximadamente 2,2%. Utilizando las proyecciones relativas al empleo, la contribución del trabajo disminuirá considerablemente en comparación con 2001-2010. Utilizando proyecciones para las inversiones y suponiendo que el capital se deprecia a una tasa de 3,5% al año, la referencia coincide con un supuesto del crecimiento de la PTF de algo más del 1% al año, similar al de la década anterior; esto se ilustra en la segunda columna del Gráfico 2.5, es

¹¹ La tasa de depreciación de 3,5% se aplica siguiendo Sosa, Tsounta y Kim (2013), Ferreira, de Abreu Pessôa y Veloso (2013) y FIEL (2002).

¹² Los seis países del ASEAN usados como comparador son Indonesia, Malasia, Filipinas, Singapur, Tailandia y Vietnam.

Utilizando el modelo G-VAR también es posible simular una ola regional de reformas en América Latina y el Caribe. Pensemos en el caso de que cada país aumente el crecimiento individual en media desviación estándar. En promedio, esto representa un aumento del 0,5% en términos de crecimiento real per cápita. Las interacciones económicas en la región prácticamente duplicarían el efecto positivo de este impulso positivo para el crecimiento. Aunque las proyecciones de referencia contemplaban una tasa de crecimiento per cápita de 2,2% al año para el resto de la década, el resultado sería un promedio de 3,0% al año y la tasa de crecimiento llegaría a aproximadamente a un 3,5% per cápita en 2017. Este Informe macroeconómico no tiene en cuenta las reformas subyacentes y otras políticas necesarias para alcanzar este tipo de aumento requerido de la productividad, dado que esas reformas pueden variar sustancialmente de un país a otro, dependiendo de sus circunstancias y dificultades particulares. Sin embargo, otros informes recientes del BID han abordado el tema de cómo mejorar la productividad e impulsar el crecimiento desde una perspectiva más microeconómica.¹³

Como se muestra en el Gráfico 2.4, la tasa de crecimiento real ha disminuido todos los años desde 2011. Es probable que la región experimente sólo un crecimiento moderado en los próximos años, y significativamente menor que en el período anterior a la crisis. Además, existe un riesgo de continuar con un crecimiento muy bajo si la recuperación en la economía global vuelve a retrasarse. Como se analiza en el capítulo 6, en la mayoría de los países es poco probable que una política fiscal expansiva pueda ofrecer un camino para salir del laberinto; la mejor apuesta para impulsar el crecimiento en los años que vienen son más reformas estructurales fundamentales.

¹³ Ver Pagés (2010) sobre el tema general de la productividad en la región, y Crespi, Fernández-Arias y Stein (2014) sobre las políticas de desarrollo productivo. El Informe de América Latina y el Caribe de 2012 consideraba las reformas de los mercados laborales y las inversiones en infraestructuras como dos ámbitos para impulsar el crecimiento.



CAPÍTULO 3

Los precios de las materias primas

A medida que los precios de las materias primas aumentaron durante el período de la Gran Moderación en los países de la OCDE y durante los años de la Gran Expansión de China (2003–2008), los productos primarios se volvieron cada vez más importantes para América Latina y el Caribe en lo relativo a las exportaciones, los ingresos fiscales y el empleo. En realidad, cuando se desató la crisis económica global, los precios de las materias primas se encontraban cercanos a niveles récord y, en particular, había una inquietud considerable a propósito de una “crisis alimentaria” y sobre los impactos negativos de los altos precios en los países importadores y grupos vulnerables. El Gráfico 3.1 presenta los índices para los metales, los precios de los alimentos y el petróleo.

Se ha producido un intenso debate sobre si el auge de los precios representaba una burbuja, si estaba exacerbado por las bajas tasas de interés mundiales o si reflejaba el advenimiento y crecimiento de grandes fondos especializados de materias primas. Sin embargo, es difícil distinguir entre estas hipótesis y una versión más simple de la oferta y la demanda con

GRÁFICO 3.1 CAMBIOS RECIENTES EN LOS PRECIOS DE LAS MATERIAS PRIMAS



Fuente: Primary Commodity Prices, FMI.

almacenamiento racional y las respuestas de los precios no lineales que sugiere la teoría de los precios de las materias primas.¹

Como en anteriores auges de los precios, los altos precios estimularon una mayor oferta. En la agricultura, la producción aumentó a medida que los agricultores invertían con mayor intensidad en tecnologías de nuevas semillas y las cosechas aumentaron a medida que crecieron las superficies de cultivo.² En cuanto al petróleo, mejoraron los incentivos para invertir en nuevas tecnologías, entre ellas, la perforación horizontal y la perforación a altas presiones para extraer petróleo de las reservas de esquisto, y el resultado fue un aumento de la producción. En los metales, comenzaron varios nuevos grandes proyectos pero con los tiempos de entrega generalmente asociados con la minería.³

En Powell (2012), se subrayó el riesgo de importantes caídas de los precios de las materias primas, dado el comportamiento de los mercados de materias primas a largo plazo y, particularmente, debido a la desaceleración potencial en China. Se sostenía que los recientes precios altos se encontraban sustancialmente por encima de equilibrios establecidos anteriormente, y la historia sugería que los precios podrían por lo menos volver a la relación establecida previamente en relación con los precios de otros bienes a medida que disminuía la demanda (particularmente desde China).⁴

Después de la Gran Recesión, la demanda de la OCDE se estancó y finalmente la tasa de crecimiento de China comenzó a disminuir. Los precios de los metales fueron los primeros en caer desde sus precios máximos en el primer trimestre de 2011 y actualmente han disminuido en aproximadamente 38%. Los precios de los alimentos comenzaron a caer en el segundo trimestre de 2011 y actualmente han disminuido en aproximadamente 18%. Por último, los precios del petróleo han colapsado. Además de las importantes innovaciones en la producción del petróleo, los nuevos suministros de Irak y Libia y lo que parece ser una nueva postura política

¹ Ver la reseña en Powell (2012) sobre la teoría de los precios de las materias primas. Ver, por ejemplo, Deaton y Laroque (1996) sobre la dinámica no lineal de los precios de las materias primas, y ver Frankel (2014) para un reciente debate sobre los precios de las materias primas y la política monetaria. De hecho, durante gran parte del auge, se encontraba que los precios futuros se situaban por debajo de los precios actuales al contado (en “backwardation”) lo que señalaba que se esperaba que los precios disminuyeran, lo cual está más en consonancia con una historia de oferta y demanda y más bien va en contra de las explicaciones de tipo burbuja.

² Ver el World Agricultural Global Supply and Demand Estimates del USDA (2014), 10 de diciembre de 2014, que señala que “Las reservas mundiales de trigo para 2014–2015 aumentan en 1,9 millones de toneladas, y el aumento de la producción compensa las existencias iniciales más bajas. La producción mundial de trigo sigue manteniendo un máximo histórico y aumenta en 2,3 millones de toneladas, con un aumento de 1,8 millones de toneladas para Canadá...”, y “las proyecciones de las reservas globales de cereales secundarios para 2014–2015 son de 1,1 millones de toneladas más. La mayor producción de maíz en China y Estados Unidos, una mayor producción de centeno en Rusia y una mayor producción de avena en Canadá, compensan con creces la menor producción de maíz y cebada en Argentina...”, Y, por último “las proyecciones de producción global de oleaginosas para 2014-2015 son de un récord de 530,7 millones de toneladas, 1,8 millones de toneladas más que el mes anterior.”

³ Para más detalles sobre la respuesta de la oferta en el sector del petróleo y el cobre, ver, por ejemplo, el debate en el número de enero de Commodity Outlook publicado por el Banco Mundial (2015).

⁴ Ver también Mariscal y Powell (2014).

de Arabia Saudita de no recortar la producción con el fin de apoyar los precios a medida que éstos disminuían, acentuó la disminución de los precios. Hacia el final de 2014, los precios del petróleo se habían desplomado en aproximadamente 58% en relación con su máximo en el primer trimestre de 2012.

Una manera de pensar en estas caídas bruscas es, en realidad, como un retorno al equilibrio establecido anteriormente en los precios reales. Se puede pensar en esto como la curva de la demanda volviendo a niveles anteriores con una curva de la oferta no modificada. Sin embargo, si las importantes innovaciones han desplazado las curvas de la oferta (quizá el caso más relevante es el del petróleo), esto podría incluso implicar disminuciones de los precios por debajo de un equilibrio establecido anteriormente, lo que coincidiría con la experiencia después de los dos auges anteriores más importantes de las materias primas del siglo XX (1920–1921 y en los años setenta).

Hay diversas maneras de modelar los precios de las materias primas empleando diferentes técnicas y pensando en diferentes objetivos. En este caso, el objetivo es desarrollar modelos relativamente sencillos con estructuras comunes que luego permitirán el desarrollo de proyecciones basadas en diferentes escenarios para el crecimiento global y otras variables independientes supuestas, y luego considerar el impacto potencial de estos escenarios en América Latina y el Caribe.

Modelos sencillos para los mercados de las materias primas

Se desarrolló y luego se empleó un conjunto de modelos econométricos para los precios de las materias primas, para generar proyecciones de precios y estimar potenciales errores en las previsiones. El Apéndice A detalla las especificaciones econométricas de cada uno de los modelos empleados. El Gráfico 3.2 ilustra los precios reales de las cinco materias primas modeladas (petróleo, cobre, soya, maíz y trigo) a lo largo del periodo de estimación, así como las proyecciones basadas en las proyecciones económicas de referencia empleadas en el capítulo anterior. Los modelos se corresponden relativamente bien con los datos reales, incluyendo las recientes caídas de los precios de las materias primas en relación con sus máximos, aunque la gravedad de algunos colapsos (sobre todo de los precios del petróleo) sólo se captura introduciendo una ruptura en las series.⁵

Las proyecciones señalan que los precios reales de las materias primas no volverán a los antiguos niveles de precios. Los precios del petróleo y, en menor medida, los precios del cobre, en realidad muestran que se podría producir una recuperación parcial aunque en ambos casos se espera que sigan disminuyendo en el corto plazo.⁶ Se prevé que en los años siguientes los precios

⁵ Las pruebas indican una ruptura en el equilibrio de largo plazo para el petróleo, aunque debido a las rupturas hacia el final de esa serie, el poder de dichas pruebas es más bien escaso.

⁶ Comparando estas proyecciones con las del FMI y otras fuentes, las proyecciones para el petróleo son considerablemente más bajas, pero luego aumentan a niveles similares.

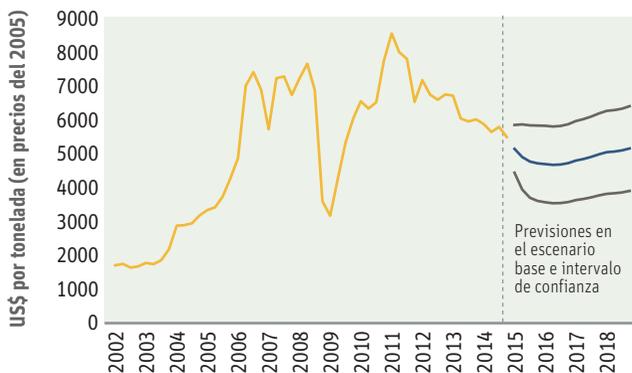


GRÁFICO 3.2 PRECIOS REALES DE LAS MATERIAS PRIMAS Y PREVISIONES EN EL ESCENARIO BASE

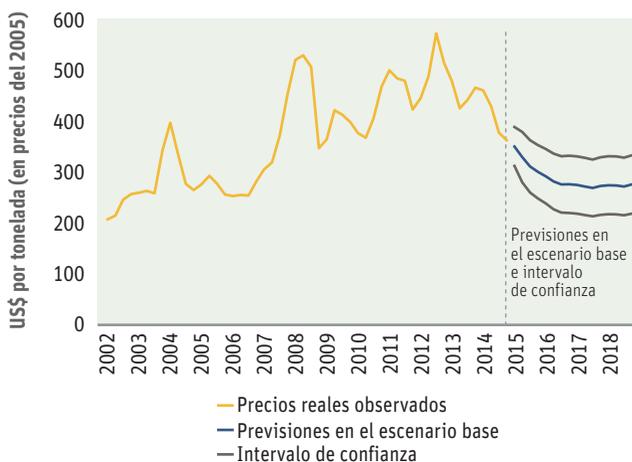
Precio real del petróleo



Precio real del cobre



Precio real de la soya



— Precios reales observados
— Previsiones en el escenario base
— Intervalo de confianza

(continúa en la página siguiente)

de los alimentos seguirán disminuyendo en relación con los niveles actuales. Estas proyecciones de línea de base son razonablemente parecidas a las de otras fuentes. En el caso del petróleo, diversas organizaciones han publicado proyecciones de los precios del petróleo con precios más altos en 2015 (es decir, una recuperación más rápida) pero teniendo en cuenta el mediano plazo, las proyecciones son similares.

Sin embargo, se debería señalar que los márgenes de error son realmente muy amplios. Por lo tanto, mientras la proyección central para los precios del cobre, por ejemplo, es de US\$5,867/tonelada en 2016, el intervalo de confianza de la proyección (ilustrado en los gráficos como la línea gris) implica que los precios oscilarán entre US\$4,450/tonelada y US\$7,280/tonelada.⁷ Los márgenes de error para el petróleo son en realidad incluso mayores en términos relativos, de tal manera que la proyección principal es de US\$46/barril y el intervalo de confianza oscila entre US\$38/barril

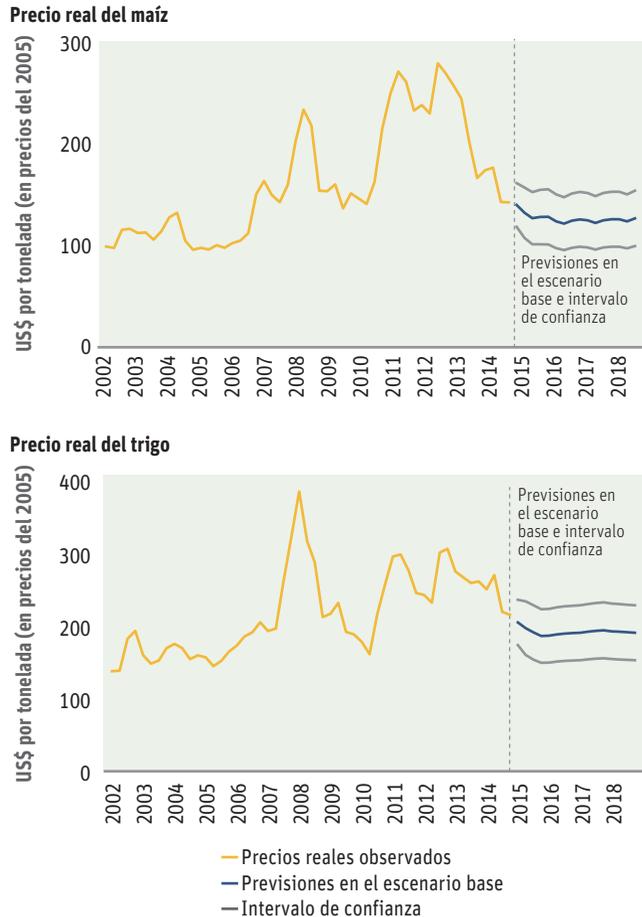
⁷ Los precios del cobre se expresan a menudo en términos de dólares por tonelada métrica.

y US\$55/barril. Estas proyecciones son consistentes con las altas volatilidades implícitas que se pueden calcular a partir de los precios de opción sobre las materias primas.⁸ En realidad, debería subrayarse que todas las proyecciones de los precios de las materias primas están sujetas a grandes errores potenciales. El objetivo aquí no consiste en proporcionar un precio específico para las proyecciones sino en explorar qué podrían significar los diferentes escenarios del crecimiento mundial para los precios de las materias primas. Los márgenes de error en torno a aquellas proyecciones también dan una idea de la incertidumbre en los precios que debería gestionarse. Las consecuencias para las políticas se debaten más abajo.

Utilizando los modelos estimados, también es posible simular lo que podría ocurrir con los precios de las materias primas bajo diferentes supuestos en relación con la trayectoria de las variables independientes empleadas en el modelo. En particular, pensemos en el caso de un crecimiento mundial por debajo del nivel de referencia debido a un menor crecimiento en Europa, Japón y China, como en el escenario de Recuperación Retrasada del capítulo anterior. El Gráfico 3.3 contrasta las proyecciones principales del escenario de referencia y el escenario de Recuperación Retrasada para el petróleo y el cobre. Como se esperaba, esto implica precios de las materias primas más bajos que en el escenario de referencia.

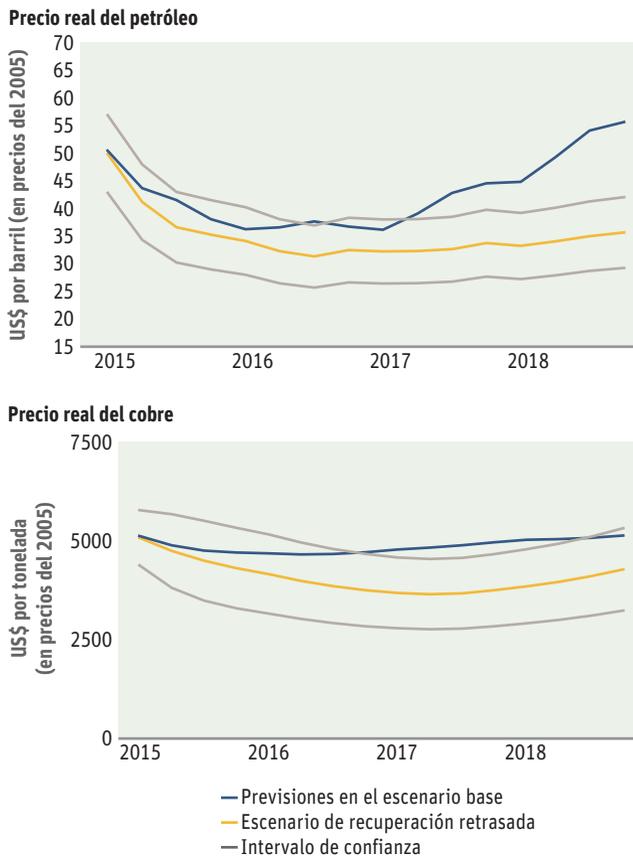
⁸ Las opciones son contratos contingentes comercializados en mercados de futuros de materias primas. Empleando un modelo teórico estándar de fijación de precios, se puede calcular la visión del mercado de la volatilidad futura de la materia prima en cuestión.

GRÁFICO 3.2 PRECIOS REALES DE LAS MATERIAS PRIMAS Y PREVISIONES EN EL ESCENARIO BASE (continuación)



Fuente: Estimaciones del personal técnico del BID y Commodity Prices Data (Pink Sheet), Banco Mundial.

GRÁFICO 3.3 DIFERENCIAS ENTRE EL ESCENARIO BASE Y EL ESCENARIO DE RECUPERACIÓN RETRASADA



Fuente: Estimaciones del personal técnico del BID y Commodity Prices Data (Pink Sheet), Banco Mundial.

Los precios del petróleo en el escenario de Recuperación Retrasada son significativamente inferiores, como sucede con los precios del cobre al final del período. Sin embargo, para los tres productos alimentarios, no hay una diferencia estadística entre la referencia y este escenario más negativo.

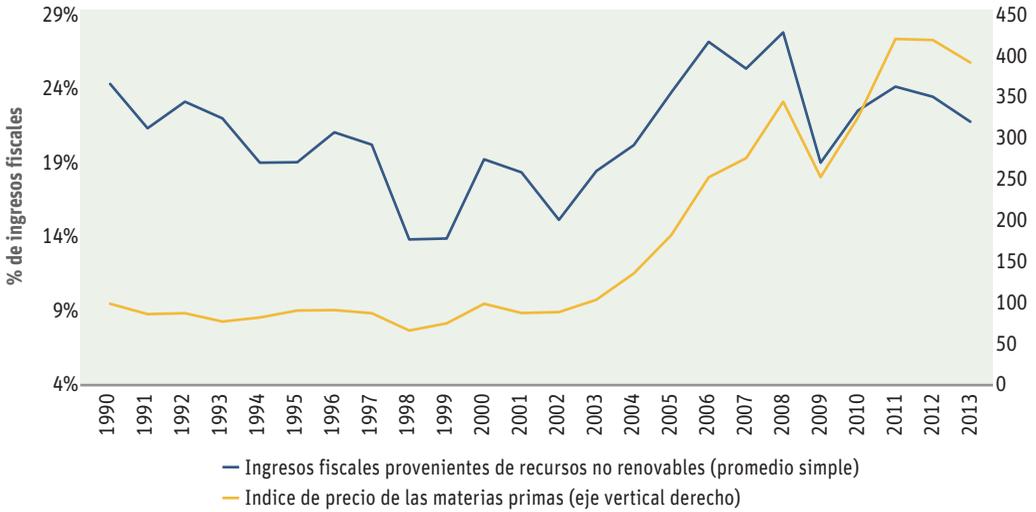
Consecuencias de la caída de los precios de las materias primas para los exportadores de América Latina y el Caribe

Los precios más bajos de las materias primas pueden tener un impacto significativo en los exportadores de materias primas de América Latina y el Caribe. Los impactos se harán sentir en las cuentas fiscales, en el

comercio y en los flujos de la inversión extranjera directa.

El Gráfico 3.4 ilustra cómo los ingresos fiscales de las materias primas no renovables (como porcentaje de los ingresos fiscales actuales totales) para el promedio de 10 países con una alta dependencia de los recursos no renovables han variado a lo largo del tiempo, junto con el promedio del índice de precios específico de las materias primas de un país para esos mismos países. Si bien los ingresos volátiles de las materias primas como porcentaje del total de los ingresos actuales disminuyeron entre 1990 y comienzos de la década del 2000, luego comenzaron a aumentar sostenidamente a medida que se dispararon los precios de las materias primas. La crisis financiera global de 2008–2009 provocó una brusca disminución de los ingresos fiscales totales, debido en gran parte a la brusca disminución de los ingresos por materias primas, pero se recuperaron rápidamente a medida que los precios de las materias primas volvían a subir. Dada

GRÁFICO 3.4 INGRESOS FISCALES Y PRECIO DE LAS MATERIAS PRIMAS



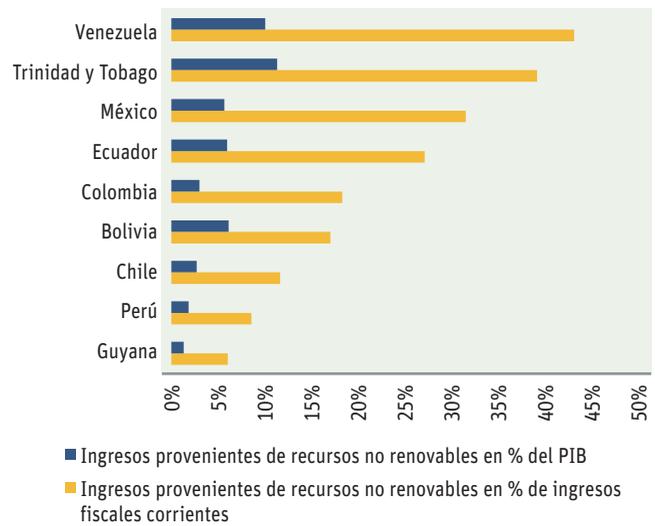
Fuente: Estimaciones del personal técnico del BID basadas en fuentes nacionales.
 Nota: Los nueve países son Bolivia, Chile, Colombia, Ecuador, Guyana, México, Perú, Trinidad y Tobago y Venezuela.

la disminución actual de los precios, los ingresos de las materias primas están disminuyendo.

Se observa una variación considerable en el porcentaje de los ingresos fiscales obtenidos de los recursos no renovables, incluso en estos 9 países más dependientes de las materias primas. Los ingresos de las materias primas no renovables como porcentaje del total de los ingresos fiscales actuales llegan a 43% en Venezuela y a más del 11% del PIB en el caso de Trinidad y Tobago (ver Gráfico 3.5).

Las cifras promedio para estos 9 países son de 22% para los ingresos de los recursos no renovables como porcentaje del total de los ingresos fiscales actuales y más del 5% del PIB si se consideran los últimos dos años.

GRÁFICO 3.5 INGRESOS FISCALES PROVENIENTES DE RECURSOS NATURALES NO RENOVABLES



Fuente: Estimaciones del personal técnico del BID basadas en fuentes nacionales.

Debido al alcance de las disminuciones reales y proyectadas en los precios de las materias primas, la disminución de los ingresos fiscales en algunos países será considerable. Al comparar el período 2015–2016 con los promedios de 2012–2013, estas proyecciones de referencia sugieren que los precios del petróleo podrían ser un 50% más bajos y que los precios de referencia del cobre, según las proyecciones, serían aproximadamente un 26% más bajos. El efecto en los ingresos fiscales puede ser significativo.

El impacto promedio de este grupo de países sería justo por debajo del 9% de los ingresos fiscales para la referencia y casi del 10% en el escenario de Recuperación Retrasada. Oscilan entre una disminución estimada de aproximadamente el 2% del total de los ingresos fiscales en el caso de Perú, hasta más de 10% en Trinidad y Tobago, Ecuador y Venezuela. Sin embargo, se requiere cautela al estudiar estas cifras. Una advertencia importante es que no tienen en cuenta el uso potencial de instrumentos de cobertura o de fondos de estabilización. En realidad, los impactos estimados sirven para subrayar la importancia de estos mecanismos cuando se trata de reducir la incertidumbre presupuestaria.⁹

Puede que también se produzcan impactos fiscales importantes en aquellos países que reciben financiamiento en condiciones favorables para la importación de petróleo a través de *Petrocaribe*.¹⁰ En general, estos países compran petróleo a Venezuela a precios de mercado pero reciben financiamiento bajo la forma de un préstamo para una parte importante de los costos a bajas tasas de interés y largos vencimientos. Con precios del petróleo más bajos, el país está en mejores condiciones desde una perspectiva de solvencia pero puede perder una parte del préstamo, lo cual dañaría la liquidez y ejercería una presión sustancial en el presupuesto actual. El financiamiento estimado para el país típico de los cuatro países (enumerados en la nota 10) que reciben financiamiento de *Petrocaribe* es aproximadamente el 3,7% del PIB; esta cifra puede caer a aproximadamente el 2,1% del PIB, dados los actuales precios del petróleo.

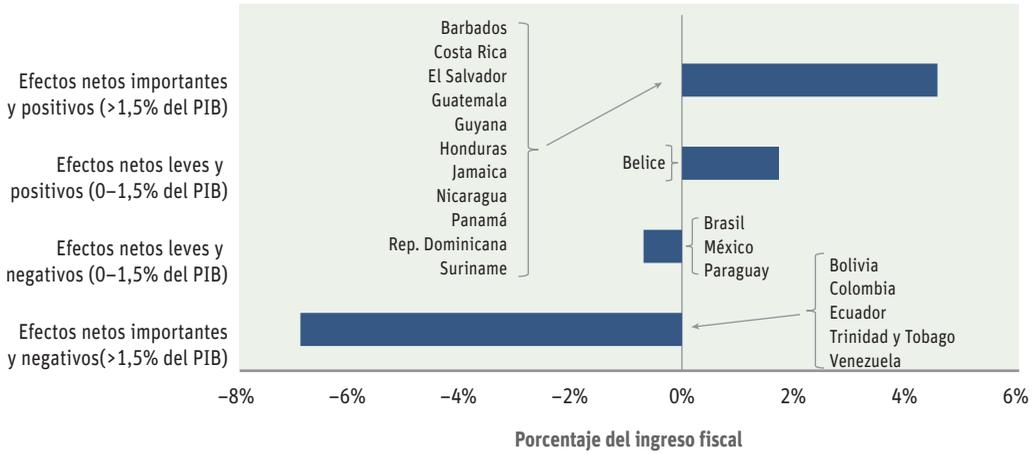
Las consecuencias para el comercio y la inversión externa directa

Las caídas bruscas de los precios de las materias primas tendrán un impacto sustancial en las balanzas comerciales de numerosos países de la región. Aquellos países que son importadores de materias primas y, en particular, de petróleo, ganarán, mientras que los países exportadores verán que sus balanzas comerciales disminuyen o se vuelven más negativas. El Gráfico 3.6 ilustra

⁹ Las estimaciones también suponen que los ingresos fiscales son una función lineal y proporcional de los precios, que las cantidades siguen siendo constantes y que el país en cuestión obtiene todos los ingresos por materias primas de su exportación de la materia prima más importante. Los cálculos también suponen que los tipos de cambios permanecen constantes; si el tipo de cambio del dólar de Estados Unidos local se deprecia a medida que disminuye el precio de la exportación de una materia prima, podría proporcionar un amortiguador contra los impactos fiscales. Por otro lado, esas depreciaciones pueden poner en peligro una meta de inflación.

¹⁰ *Petrocaribe* es un acuerdo de compra de petróleo entre Venezuela y un grupo de países. Está consagrado en un conjunto de tratados bilaterales incluyendo a Guyana, Haití, Jamaica y Nicaragua. En algunos países el financiamiento de *Petrocaribe* es para una agencia descentralizada y los impactos presupuestarios, si los hay, serían indirectos.

GRÁFICO 3.6 EL IMPACTO DE LA CAÍDA DEL PRECIO DE LAS MATERIAS PRIMAS EN LA BALANZA COMERCIAL (% DEL PIB)



Fuente: Estimaciones del personal técnico del BID basadas en fuentes nacionales.

los efectos potenciales teniendo en cuenta los precios de enero de 2015 en comparación con los precios de 2013 para dos grupos de países, suponiendo que las cantidades de las importaciones y exportaciones son constantes. Como se observa, los impactos positivos para los países de América Central y el Caribe son realmente muy importantes –casi el 7% del PIB en Jamaica y Honduras. También son muy negativos en algunos países exportadores de petróleo– más del 5% del PIB en Ecuador, Trinidad y Tobago y Venezuela.

Además, la reciente inversión extranjera directa en los sectores de materias primas ha sido muy considerable en América Latina y el Caribe. En Chile, Colombia y Argentina, la inversión extranjera directa en los sectores productores de materias primas ha superado el 40% del total de la inversión extranjera directa. En Brasil, la inversión extranjera directa en los sectores de materias primas representó aproximadamente el 25% del total de la inversión extranjera directa. Las cifras para la inversión extranjera directa en los sectores de materias primas han sido recogidas en el Cuadro 3.1.

CUADRO 3.1 INVERSIÓN EXTRANJERA DIRECTA (% DEL PIB)

Sector	Argentina	Brasil	Chile	Colombia	México	Perú
Agricultura y agroindustria	0,07%	0,21%	0,01%	0,08%	0,01%	0,00%
Actividades mineras	0,60%	0,21%	0,80%	0,78%	0,33%	2,25%
Producción y extracción energética	0,57%	0,53%	1,75%	1,44%	0,00%	0,62%
Otros	1,27%	2,01%	3,93%	1,94%	3,00%	1,72%
TOTAL	2,51%	2,95%	6,49%	4,24%	3,34%	4,59%

Fuente: Para Perú, datos privados son del banco de la reserva. Para los demás países, los datos vienen de bancos centrales nacionales y estimaciones del personal técnico del BID.



Conclusiones

Las recientes caídas de los precios de las materias primas desde sus máximos en 2012 han sido severas y han sido provocadas por una disminución de la demanda y un aumento de la producción. Hay escasa evidencia de que esas caídas de precios se revertirán y, si la recuperación global sigue retrasándose, es más probable que sigan cayendo en lugar de recuperarse. Los países exportadores deberían esperar que los precios actuales se mantengan y efectuar los ajustes correspondientes. Los actuales niveles de precios implican cambios importantes en el comercio, los flujos de capital y las cuentas fiscales en comparación con 2009–2010.

Dicho esto, los precios de las materias primas son sumamente volátiles y todas las proyecciones, incluyendo aquellas hechas por el mercado para los precios futuros, están sujetas a grandes errores. La volatilidad de los precios de las materias primas subraya la necesidad de buscar mecanismos para gestionar la incertidumbre. Algunos países han utilizado técnicas de cobertura financiera para tener una mayor seguridad en relación con los precios supuestos en el contexto de los presupuestos anuales. Si bien los precios han disminuido, las simulaciones señalan que los precios pueden seguir cayendo; por lo tanto, la cobertura todavía podría tener algún valor para los exportadores. Si las recientes caídas demuestran ser persistentes y reflejan un retorno a un nivel más cercano al equilibrio histórico en relación con otros precios, esto probablemente tendrá un fuerte impacto en la región en términos del comercio, los flujos de capital y los ingresos fiscales. Puede que a los importadores de materias primas también les convenga protegerse ante una recuperación potencial de los precios. Otras técnicas son el uso de fondos de estabilización para suavizar los ingresos volátiles de las materias primas. Las recientes caídas en los precios han subrayado la importancia de estas técnicas en el conjunto de instrumentos de las políticas en América Latina y el Caribe.



CAPÍTULO 4

Políticas monetarias divergentes en Estados Unidos y Europa

Las marcadas diferencias en los resultados del crecimiento entre Estados Unidos y Europa, cómo se analizó en el capítulo 1, requieren políticas monetarias cada vez más divergentes en Estados Unidos y en los países de la zona euro. Como se señalaba en el Informe macroeconómico de América Latina y el Caribe del año pasado, la subida de las tasas de interés oficiales de Estados Unidos es una crónica anunciada, y algunos analistas sugieren que podría producirse una primera subida en junio o septiembre de 2015. Hay considerables diferencias entre los miembros del Comité Federal de Mercado Abierto, de la Reserva Federal de Estados Unidos (FOMC, por su sigla en inglés, Federal Open Market Committee), y entre la mediana de la previsión del FOMC y las del mercado. Algunos sugieren que la tasa de corto plazo puede alcanzar 2,5% al final de 2016. Las tasas a más largo plazo ya han subido y los diferenciales en las deudas de los mercados emergentes también han aumentado (el diferencial general EMBI aumentó de 287 a 402 puntos básicos y el diferencial EMBI para América Latina y el Caribe aumentó de 340 a 500 en los últimos dos años).

Se vislumbra una postura muy diferente a partir de los recientes anuncios a propósito de las políticas por parte del Banco Central Europeo (BCE) y los comentarios de su presidente, Mario Draghi. El BCE ha anunciado recientemente un programa para comprar hasta 60.000 millones de euros de activos europeos al mes (incluyendo bonos del gobierno y bonos del sector privado), hasta un total de más de 1 billón de euros. Al anunciar esta política, el presidente Draghi declaró que el programa será “utilizado hasta que veamos un ajuste sostenido en la senda de la inflación que esté en consonancia con nuestro objetivo de alcanzar tasas de inflación en niveles cercanos pero por debajo del 2% en el mediano plazo.”¹

Este panorama financiero sin precedentes suscita varias preguntas importantes para la economía global, y particularmente para América Latina y el Caribe. ¿Provocará el aumento previsto de las tasas de interés oficiales por parte de la Reserva Federal de Estados Unidos una caída de las emisiones de bonos y un aumento del costo del financiamiento para América Latina y el Caribe, o acaso este impacto se verá mitigado por tasas de interés más bajas en la zona Euro? Si bien los gobiernos de América Latina y el Caribe han emitido bonos en dólares, euros

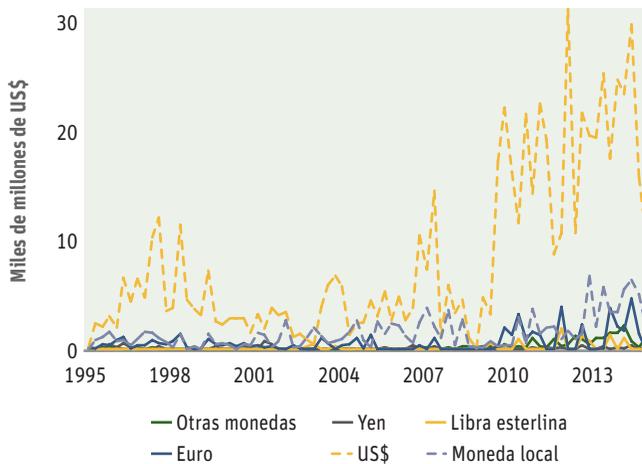
¹ Conferencia de prensa, 22 de enero de 2015, Banco Central Europeo, disponible en <https://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2015/html/is150122.en.html>.

y otras monedas en diversas ocasiones, se sabe menos acerca de las empresas de la región. ¿Cómo cambiará el costo del capital para las empresas a medida que suban las tasas de interés de Estados Unidos? ¿Hasta qué punto los emisores de América Latina y el Caribe sustituirán las emisiones en dólares por emisiones en euros? ¿Han hecho algo similar en el pasado cuando las tasas de interés y las monedas han variado?

Recientes desarrollos en la emisión de bonos de las empresas

El total de las emisiones de bonos de las empresas de América Latina y el Caribe ha disminuido desde un máximo de US\$33.000 millones en el segundo trimestre de 2014 a sólo US\$8.000 millones en el último trimestre de 2014 (ver Gráfico 4.1).² Sin embargo, la disminución parece ser proporcionalmente más marcada en los bancos de ALC-5, dado que el porcentaje de emisiones de los bancos en todas las empresas ha disminuido del 20% de las emisiones hacia el final del segundo trimestre de 2013 a sólo 2% a finales del cuarto trimestre de 2014. La disminución de las emisiones concuerda con datos recientes que señalan flujos de salida de capital de las carteras de bonos en la mayoría de los países de la región, lo cual señala un cambio potencial en el ape-

GRÁFICO 4.1 EMISIÓN DE BONOS INTERNACIONALES EN AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE POR MONEDA



Fuente: Dealogic y estimaciones del personal técnico del BID.

tito de riesgo, pero también sugiere que un crecimiento más lento de las economías de América Latina y el Caribe y una liquidez relativamente alta de los bancos y las empresas de la región pueden haber deprimido la demanda de emisiones de bonos. En el capítulo 5, más adelante, se aborda un análisis de los balances de las empresas.³ Ya sea impulsado por los aumentos en las tasas a más largo plazo de Estados Unidos, diferenciales más

² Los datos sobre las emisiones internacionales de bonos de las empresas privadas (financieras y no financieras) provienen de Dealogic. Las empresas de América Latina y el Caribe son aquellas que residen en la región. Los países con datos disponibles son Argentina, Belice, Bolivia, Brasil, Chile, Colombia, Costa Rica, Ecuador, El Salvador, Guatemala, Honduras, Jamaica, México, Paraguay, Perú, República Dominicana, Trinidad y Tobago, Uruguay y Venezuela.

³ Como se señala en el capítulo 5, las fuertes emisiones en dólares junto con la apreciación de la moneda de Estados Unidos son actualmente una preocupación particular para las empresas que no están cubiertas naturalmente o mediante contratos financieros.

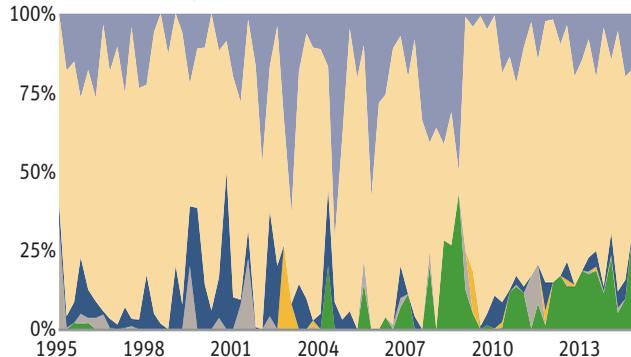
altos o una disminución de la demanda, el panorama actual ha conducido efectivamente a una caída significativa de las emisiones de bonos de las empresas, y hay escasos motivos para suponer que esto cambiará en los meses siguientes.

Composición por monedas en la emisión internacional de bonos y préstamos sindicados

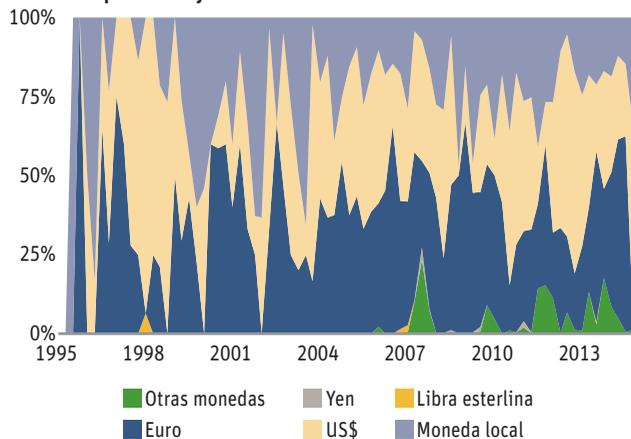
Teniendo en cuenta los datos trimestrales sobre las emisiones de bonos de las empresas, alrededor del 70% de todas las emisiones entre 1995 hasta la fecha, así como el 80% en el máximo más reciente de emisiones (que corresponde al segundo trimestre de 2014), han sido en dólares de Estados Unidos.⁴ Por otro lado, las emisiones en euros han sido de un promedio de sólo 6% — y de sólo en torno al 5% en el segundo trimestre de 2014. Las emisiones en moneda nacional equivalen a un promedio de 17% a lo largo de todo el período y de 5% hacia el final del segundo trimestre de 2014. El Gráfico 4.2, panel A, muestra la composición promedio de las emisiones en las principales monedas desde 1995 hasta la fecha.⁵

GRÁFICO 4.2 EMISIÓN DE BONOS INTERNACIONALES: COMPOSICIÓN MEDIA POR MONEDA

Panel A: América Latina y el Caribe



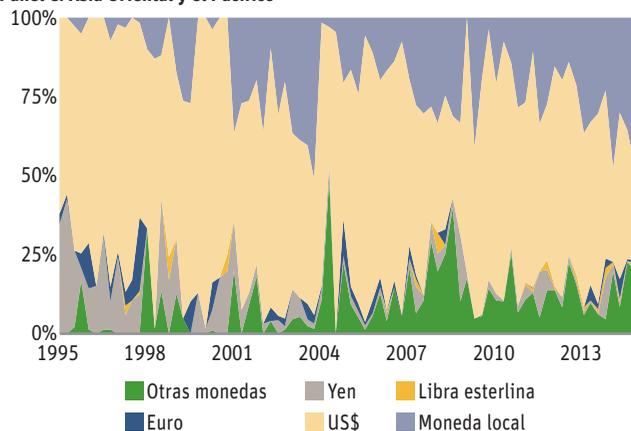
Panel B: Europa del Este y Asia Central



(continúa en la página siguiente)

⁴ Los porcentajes se calculan primero a nivel de país, y los porcentajes promedios de América Latina y el Caribe se obtienen de los porcentajes a nivel de país para los países que disponen de información.

⁵ Si bien Japón también sigue una política monetaria expansionista, las emisiones de bonos en yenes no se analizan específicamente en este capítulo, dado que sólo representan 2% en promedio a lo largo de todo el período analizado.

**GRÁFICO 4.2 EMISIÓN DE BONOS INTERNACIONALES: COMPOSICIÓN
MEDIA POR MONEDA (continuación)**
Panel C: Asia Oriental y el Pacífico


Fuente: Dealogic y estimaciones del personal técnico del BID.

dólares de Estados Unidos constituyen la mayor parte de las emisiones de bonos (un promedio de 60%, y de 50% en el segundo trimestre de 2014), seguidas de las emisiones en moneda nacional, que solían ser limitadas pero que representan el 30% en el segundo trimestre de 2014 (ver Gráfico 4.2, panel C), mientras que las emisiones en euros son insignificantes.

Los paneles en el Gráfico 4.2 demuestran claramente que la composición por monedas de las emisiones ha cambiado relativamente poco en América Latina y el Caribe, sobre todo desde 2009, cuando se compara con las otras dos regiones, e ilustran el número relativamente pequeño de bonos internacionales emitidos en moneda nacional en los años más recientes. El porcentaje de dólares de Estados Unidos en las emisiones de América Latina y el Caribe sí disminuyó considerablemente en el cuarto trimestre de 2008 (ver Gráfico 4.2, panel A), cuando la mayoría de las emisiones eran en moneda nacional y en monedas diferentes del dólar de Estados Unidos. Sin embargo, esto reflejaba la sequía a la que se enfrentaban las empresas privadas en mercados de crédito en dólares debido a la crisis financiera que comenzó en los mercados de Estados Unidos y a una caída drástica en las emisiones totales (ver Gráfico 4.1).

Mientras que la composición por monedas en las emisiones de América Latina y el Caribe no ha experimentado grandes cambios, Europa del Este y Asia Central han adoptado emisiones en euros más grandes, desde un mínimo de 18% en el cuarto trimestre de 2012 hasta un 60% hacia finales del tercer trimestre de 2014, y Asia Oriental y el Pacífico se han inclinado hacia emisiones en moneda nacional, de un mínimo de 14% en el tercer trimestre de 2012 al 35% en el tercer trimestre de 2014.

Los datos sobre los préstamos sindicados parecen reforzar estos patrones. La mayoría de las concesiones de préstamos en América Latina y el Caribe se denominan en dólares de

La composición por monedas de las emisiones de bonos en Europa del Este y Asia Central, y en Asia Oriental y el Pacífico son bastante diferentes. En Europa del Este y Asia Central, las emisiones en dólares de Estados Unidos son sólo el 35% del total, aproximadamente el mismo monto que las emisiones en euros, y la emisión en moneda nacional representa hasta el 24% (ver Gráfico 4.2, panel B). En Asia Oriental y el Pacífico, las emisiones en

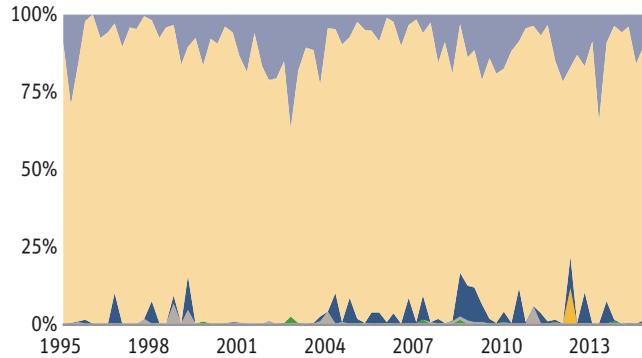
Estados Unidos (84% hacia el tercer trimestre de 2014) y prácticamente no hay préstamos denominados en euros (ver Gráfico 4.3, panel A). Estos resultados contrastan con los de Europa del Este y Asia Central, donde sólo el 49% de los préstamos se concedieron en dólares de Estados Unidos hacia el tercer trimestre de 2014, y aproximadamente el 48% en euros (ver Gráfico 4.3, panel B). El porcentaje de préstamos en dólares fue de 64% en Asia Oriental y el Pacífico hacia el tercer trimestre de 2014, si bien esa región también ha diversificado más sus préstamos en monedas locales (18%) y en otras monedas (17%) (ver Gráfico 4.3, panel C).

La sensibilidad de las emisiones de bonos y préstamos ante los diferenciales euro-dólar

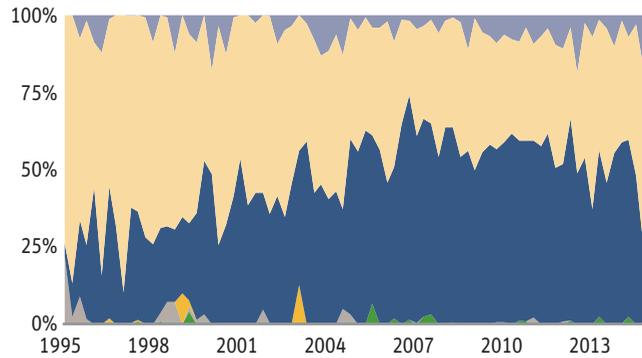
¿Qué determina la composición por monedas en la emisión de bonos? Suponiendo una paridad de tasas de interés (donde cualquier diferencia entre la tasa de interés en dos monedas diferentes se compensa por los movimientos *ex post* en el valor de las dos monedas), otros factores como los vínculos comerciales y financieros, las consideraciones

GRÁFICO 4.3 EMISIÓN DE PRÉSTAMOS SINDICADOS: COMPOSICIÓN MEDIA POR MONEDA

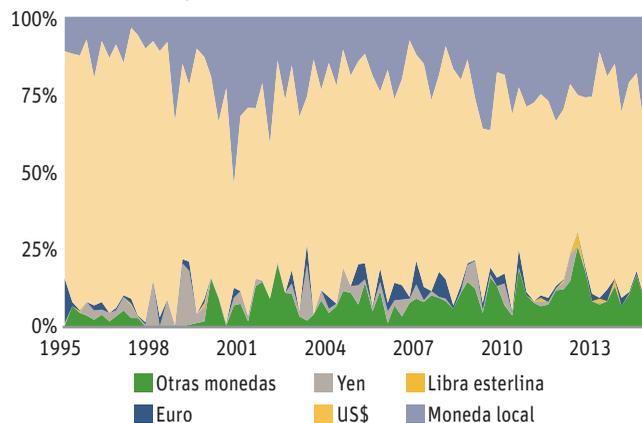
Panel A: América Latina y el Caribe



Panel B: Europa del Este y Asia Central



Panel C: Asia Oriental y el Pacífico



Fuente: Dealogic y estimaciones del personal técnico del BID.

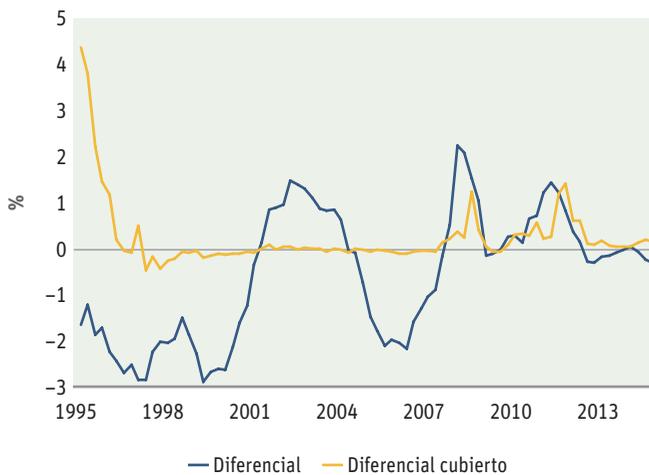
de liquidez y/o la capacidad de emitir en moneda nacional influirían en la decisión de la moneda del préstamo. Sin embargo, en general la paridad de tasas de interés no parece regir los mercados monetarios y, por otro lado, ciertas fricciones de mercado pueden incluso impedir que se mantenga la llamada paridad de tasa de interés cubierta (donde el diferencial entre las tasas al contado y a plazo entre dos monedas reflejan cualquier diferencial en la tasa de interés). En este caso, parece probable que el principal factor que influya en la decisión de la moneda sea las diferencias en las tasas de interés en relación con los movimientos, previstos o no, en las monedas.

El Gráfico 4.4 describe la evolución del diferencial euro-dólar de las tasas de interés interbancarias a un año para el período 1995–2014. Los diferenciales han oscilado entre 2,3% y –3%, y los dos grandes máximos en los diferenciales se han producido en 2008 y 2011. Sin embargo, puede que los prestatarios no se enfrenten sólo a los diferenciales sencillos sino también a los diferenciales cubiertos, es decir, diferenciales euro-dólar ajustados por la depreciación cubiertos en los mercados a plazo. El Gráfico 4.4 también muestra el diferencial de la tasa interbancaria a un año, pero esta vez ajustada para la depreciación implícita entre el euro y el dólar de Estados Unidos.⁶ Al contrario del diferencial, el diferencial cubierto es más pequeño a lo largo del período analizado y ronda el valor cero— lo cual señala que, en general, la condición de la paridad de

tasa de interés cubierta se mantiene, aunque los dos máximos en 2008 y 2011 indican desviaciones en relación con esta condición durante períodos de turbulencia financiera.⁷

La trayectoria del diferencial euro-dólar contrasta con el porcentaje de euros en el total de emisiones de bonos en euros más dólares en América Latina y el Caribe en el Gráfico 4.5, paneles A y B. No parece haber un patrón claro en el comportamiento

GRÁFICO 4.4 DIFERENCIALES DE LA TASA DE INTERÉS INTERBANCARIA



Fuentes: Bloomberg y estimaciones del personal técnico del BID.

⁶ La depreciación implícita se obtiene mediante la diferencia de porcentaje entre la tasa a un año plazo y la tasa al contado.

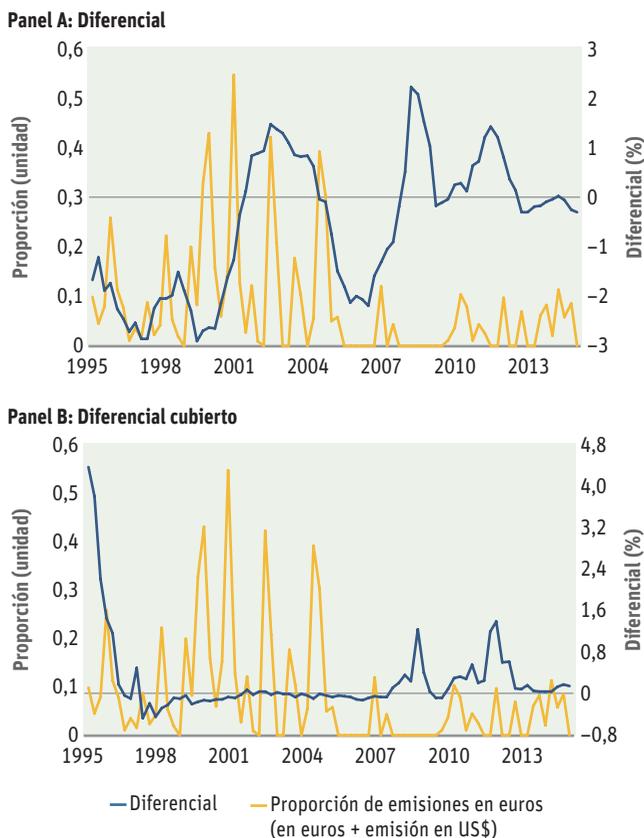
⁷ Ver, por ejemplo, Baba y Packer (2009) para evidencia sobre las desviaciones de la condición de paridad de tasa de interés cubierta al comienzo de la crisis financiera global, impulsadas por preocupaciones a propósito del riesgo planteado por contrapartes a los bancos e instituciones financieras en Europa y Estados Unidos en el mercado de swaps de divisas.

de los diferenciales euro-dólar y el porcentaje de emisiones en euro, exceptuando los períodos de turbulencia financiera de 2008 y 2011, y grandes diferencias en las tasas interbancarias en euros en relación con las tasas de Estados Unidos (aproximadamente 220 puntos básicos para diferenciales estándar, o 140 puntos básicos para diferenciales ajustados a plazos, cuando las emisiones en bonos eran prácticamente nulas). Esto suscita la pregunta de si los diferenciales tienen que ser lo bastante altos para que las empresas reaccionen ante la composición por monedas de las emisiones de bonos. Dicho esto, la correlación total en la muestra entre las participaciones en euro y los diferenciales euro-dólar estándar es de $-0,16$, mientras

que para los diferenciales cubiertos es casi cero. Cuando se analizan los préstamos sindicados, estas correlaciones también son prácticamente cero.

Aunque la correlación entre porcentajes y diferenciales de las monedas es baja, puede que las empresas decidan emitir en dólares o en euros, dependiendo sencillamente de que el diferencial sea positivo o negativo. Si el porcentaje de emisiones en dólares disminuye cuando el diferencial euro-dólar es positivo y aumenta cuando es negativo, esto indicaría una sensibilidad ante las tasas de interés. En el caso de América Latina y el Caribe, esta regla se cumple prácticamente la mitad de las veces, por lo cual no proporciona una evidencia concluyente a favor de un fuerte vínculo entre la composición de las emisiones de bonos y el signo de los diferenciales.⁸

GRÁFICO 4.5 EMISIÓN DE BONOS INTERNACIONALES EN AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE: PROPORCIÓN DE LAS EMISIONES EN EUROS (EN EUROS + EMISIÓN EN DÓLARES DE EE.UU.) Y DIFERENCIALES



Fuentes: Bloomberg, Dealogic y estimaciones del personal técnico del BID.

⁸ Estos resultados son para los diferenciales estándar y cubiertos. Se obtienen resultados similares para los préstamos sindicados.

Analizando más detalladamente la sensibilidad entre el porcentaje en euros y los diferenciales euro-dólar y la ampliación de la cobertura también a otras regiones, se aplicaron regresiones simples de los cambios en log de los porcentajes en euro en relación con los cambios en log de los diferenciales de la tasa de interés, controlando por efectos fijos de país y efectos estacionales, con el fin de obtener elasticidades de los porcentajes de euros ante los diferenciales euro-dólar (estándar y cubierto). Estas regresiones comprenden 68 países que cubren el período primer trimestre de 2000 –cuarto trimestre de 2014 (ver Apéndice B). Se interactuaron los diferenciales con variables ficticias regionales con el fin de evaluar las diferentes sensibilidades en las diferentes regiones (América Latina y el Caribe, EAP, ECA y OCDE). Los resultados son significativos para Europa del Este y Asia Central –una conclusión que coincide con la volatilidad en los porcentajes de las monedas presentadas más arriba– y también para la OCDE, pero no para América Latina y el Caribe.⁹ Puede que estos resultados señalen que hay más sensibilidad en las regiones más estrechamente vinculadas con la zona euro, como en el caso de Europa del Este y Asia Central, o donde las empresas son más grandes y más sofisticadas, como en el caso de la OCDE.

Un posible factor que subyace a la baja sensibilidad en América Latina y el Caribe podría ser la dependencia de las empresas colocadoras específicas para emitir bonos internacionalmente que, a su vez, pueden emitir en monedas específicas. En el caso de América Latina y el Caribe, por ejemplo, quizá los bancos de Estados Unidos sean dominantes y, por lo tanto, la mayoría de las emisiones son en dólares. Esta hipótesis se explora en el Apéndice B, si bien los resultados señalan que prácticamente no hay un sesgo marcado a favor de suscribir en la moneda nacional del banco colocador.

Conclusiones

Aunque la emisión de bonos ha disminuido, parece haber escasa sustitución euro-dólar hasta ahora en los países de América Latina y el Caribe, donde la mayoría de las emisiones se llevan a cabo en dólares de Estados Unidos y donde la sensibilidad ante los diferenciales euro-dólar de Estados Unidos parece ser baja, tanto en lo que se refiere a los bonos internacionales como en los préstamos sindicados. Aunque puede que el pasado no explique necesariamente el comportamiento en el futuro, la evidencia actual sugiere que otros factores han influido en las decisiones de las empresas sobre la composición por monedas de las emisiones de bonos y préstamos durante el período analizado. Sin embargo, se podría sostener que las empresas pueden reaccionar sólo ante grandes diferenciales y, en efecto, los resultados en este capítulo han demostrado que las emisiones en euro se interrumpieron cuando el diferencial euro-dólar se encontraba en su máximo. Aun así, estas interrupciones ocurrieron en tiempos de grandes turbulencias financieras, cuando las emisiones disminuyeron considerablemente y ofrecían escaso margen para el análisis de la sustitución de monedas en ese período. Puede que el futuro sea

⁹ Los resultados son significativos cuando se utilizan diferenciales cubiertos a tres meses (ver Apéndice B).

diferente en el sentido de que los grandes diferenciales de tasa de interés pueden permanecer estables en un período sin crisis, lo cual podría abrir la puerta a una mayor sustitución de las monedas. Dicho esto, la evidencia actual sugiere que la sustitución de las monedas en la emisión de bonos en la región puede seguir siendo baja.¹⁰ En este caso, y dado el gran apetito en América Latina y el Caribe por las emisiones en dólares de Estados Unidos, y el uso relativamente bajo de emisiones en moneda nacional en los últimos años, puede que las tasas de interés más altas en Estados Unidos tengan un impacto mayor, no sólo porque la sensibilidad ante los diferenciales euro-dólar es baja, sino también porque puede que el capital comience a fluir fuera de América Latina y el Caribe y hacia Estados Unidos a medida que suben las tasas de interés de este país.

¹⁰ Otro tema que debe ser analizado es si las grandes empresas o sectores particulares, como los bancos, pueden ser más sensibles a los diferenciales que las empresas promedio, en cuyo caso el impacto del aumento de las tasas de interés en Estados Unidos puede ser diferente en diferentes empresas.



CAPÍTULO 5

La evolución monetaria y financiera

América Latina y el Caribe sobrevivió relativamente bien a la crisis financiera global de 2007–08, debido en gran parte a la fortaleza de los sistemas financieros locales, a la existencia de importantes amortiguadores externos y, en las economías más grandes, debido a la flexibilidad otorgada por los tipos de cambio flotantes. En el contexto de las perspectivas de moderado crecimiento global y de la esperada subida de las tasas de interés en Estados Unidos, este capítulo analiza las fortalezas de la región, incluyendo los amortiguadores externos y el sector financiero, los cambios en los balances de las empresas y las disyuntivas de la política monetaria. La última sección discute las relaciones entre estos elementos y sus implicaciones de política.

Los amortiguadores externos

Las reservas internacionales proporcionan quizá el amortiguador más importante para que un país pueda soportar una amplia gama de shocks externos. Aunque el nivel de las reservas en las economías más grandes de la región se ha mantenido relativamente constante en niveles sustanciales a lo largo de los últimos años como porcentaje del PIB (Gráfico 5.1, panel a), ha disminuido en relación con otras variables. En relación con el volumen de deuda a corto plazo, por ejemplo, las reservas han disminuido de manera significativa. De hecho, la probabilidad estimada de una parada súbita de flujos de capital ha aumentado y, aunque todavía se encuentra por debajo del nivel de 1997, ha aumentado sostenidamente en los últimos tres años y es considerablemente superior a la del 2007 (ver Cuadro 5.1, panel c). Los niveles estimados de reservas óptimas también han aumentado, impulsados por cambios en los determinantes de la probabilidad y la severidad potencial de una parada súbita de flujos de capital (ver Cuadro 5.1, panel d). Concretamente, los balances fiscales se han deteriorado (como se trata más extensamente en el próximo capítulo) y se ha observado un aumento de la dolarización de pasivos.¹

Compensaciones de la política monetaria

Los países de la región son muy heterogéneos, con regímenes de política monetaria que van desde la dolarización hasta los tipos de cambio flexibles. En el Gráfico 5.1 se dividen los países en tres

¹ La probabilidad de una parada súbita de flujos de capital es modelada como una función del equilibrio fiscal, el equilibrio de la cuenta corriente y el nivel de dolarización de los pasivos (ver Calvo, Izquierdo y Loo-Kung [2013] y el Informe macroeconómico de América Latina y el Caribe del año pasado, Apéndice G, en Powell [2014] para más detalles).

CUADRO 5.1 NIVELES DE RESERVAS EN AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE

	(a)		(b)		(c)		(d)	
	Reservas como proporción del PIB		Reservas/Deuda de corto plazo		Razón de probabilidades de una parada súbita (relativa a 2007)*		Reservas óptimas como proporción del PIB	
	ALC-7 Mediana	ALC-5 Promedio	ALC-7 Mediana	ALC-5 Promedio	ALC-7 Mediana	ALC-5 Promedio	ALC-7 Mediana	ALC-5 Promedio
2012	15,6%	16,4%	1,96	1,78	1,16	1,11	26,8%	26,8%
2013	14,8%	15,9%	2,16	2,60	1,26	1,24	30,8%	30,8%
2014	15,1%	16,6%	1,50	2,20	1,38	1,25	32,3%	33,7%

Fuentes: FMI (EFI) y estimaciones del personal técnico del BID basadas en Calvo, Izquierdo y Loo-Kung (2013).
 *(Probabilidad en cada año)/(Probabilidad en 2007).



Fuente: Estadísticas financieras internacionales (FMI).
 Nota: La tasa de depreciación anual se calcula como el crecimiento anual de la tasa de cambio nominal.
 Los países con regímenes de inflación objetivo incluyen Brasil, Chile, Colombia, Guatemala, México, Paraguay, Perú y Uruguay.
 Los regímenes intermedios incluyen Argentina, Bolivia, Costa Rica, Guyana, Haití, Honduras, Jamaica, República Dominicana, Suriname, Trinidad y Tobago y Venezuela.
 Los países con tipo de cambio fijo incluyen Bahamas, Barbados, Belice, Ecuador, El Salvador, Nicaragua y Panamá.

grupos y se ilustra cómo algunos utilizaron la flexibilidad del tipo de cambio como amortiguador de los shocks durante momentos de tensiones. Durante la crisis financiera global, los tipos de cambio se depreciaron en promedio en un 25% en un año en el grupo de países con esquemas de inflación objetivo.

Sin embargo, puede que el uso del tipo de cambio como amortiguador resulte ser más limitado en el futuro. Aunque las brechas del producto han disminuido, las brechas de inflación han aumentado (ver cuadro 5.2 y el Apéndice C), que detalla las brechas de inflación para un

CUADRO 5.2 BRECHAS DE INFLACIÓN Y PRODUCTO EN AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE

Regímenes	Brecha del producto			Brecha de la inflación		
	2014	2013	Diferencia	2014	2013	Diferencia
Inflación objetivo	0,26	1,37	-1,11	1,81	0,91	0,90
Intermedios	-0,17	0,50	-0,67	4,00	1,85	2,14
Tipo de cambio fijo	-0,32	-0,10	-0,22	-1,15	-1,56	0,42

Fuente: FMI (2014b) y Latin Macro Watch (BID).

Nota: La brecha del producto se calcula como la desviación del logaritmo del producto del filtro de Hodrick y Prescott ($\lambda=100$). La brecha de la inflación se calcula como la diferencia entre la inflación observada y la mediana histórica de la inflación a partir de 2005 para los regímenes intermedios y de tipo de cambio fijo; Para los regímenes de inflación objetivo, la brecha de la inflación se calcula como la diferencia entre la inflación observada y la meta de inflación. Las columnas 2014 y 2013 reportan la última observación de la brecha de la inflación de 2014 y 2013, respectivamente.

conjunto de países con metas de inflación.² Un determinante común entre los países parece ser un mayor grado de transmisión desde las grandes depreciaciones de los tipos de cambio nominales en relación con el dólar a los precios internos.³ De hecho, durante la segunda mitad de 2014, varias economías registraron tasas de depreciación anualizadas de 10% o más. Además, la actividad económica se ha desacelerado. La brecha del producto (definida como la diferencia entre el PIB real observado y una tendencia estimada a largo plazo) es más negativa para los países con regímenes de inflación objetivo que para el promedio de otros regímenes monetarios.

Es ampliamente aceptado que una política monetaria con metas de inflación tiene el doble objetivo de reducir a la vez las brechas del producto y de la inflación (ver Svensson, 2010). Por consiguiente, una regla de política que use la tasa de interés como instrumento debería reaccionar a estas dos brechas simultáneamente. Si las dos brechas son positivas, las tasas de interés deberían subirse y viceversa. Sin embargo, si las brechas tienen diferentes signos, hay una clara disyuntiva de política. El Gráfico 5.2 compara las brechas de inflación y del producto de 2013 y 2014 en seis países con esquemas de inflación objetivo. Se ha producido un movimiento general hacia el cuadrante superior izquierdo de brechas positivas de inflación y brechas negativas del producto. Por ende, una postura más agresiva para combatir la inflación podría exacerbar las brechas negativas del producto. Al contrario, si se bajan las tasas de política para cerrar las brechas del producto, la inflación podría aumentar.

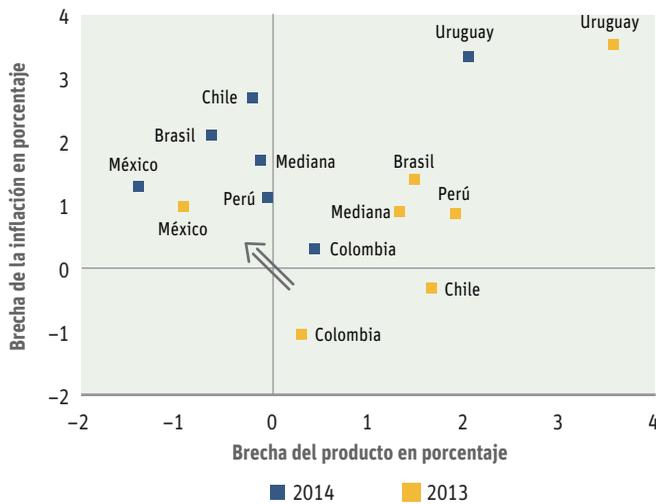
¿Cuán limitada está la política monetaria? Una manera de abordar esta pregunta consiste en simular cómo pueden cambiar las tasas de interés si la tasa de inflación disminuye. Las simulaciones sugieren que si la tasa de inflación disminuye por debajo del 1% habría margen para

² Dada la falta de una meta explícita de inflación en la mayoría de los países con tipos de cambio fijos y regímenes intermedios, las brechas de inflación para estos dos grupos se calculan como la diferencia entre la inflación anual observada y la tasa de inflación mediana desde 2005.

³ El Apéndice C presenta evidencia de que la correlación entre la inflación actual y las tasas de devaluación pasadas, que es un indicador aproximado de los niveles de transmisión desde los ajustes del tipo de cambio a los precios internos, aumentó durante la segunda mitad de 2014 en los países con esquemas de inflación objetivo.



GRÁFICO 5.2 DISYUNTIVA DE LA BRECHA DEL PRODUCTO Y DE LA INFLACIÓN



Fuente: FMI (2014b) y Latin Macro Watch (BID).

Nota: La brecha del producto se calcula como la desviación del logaritmo del producto del filtro de Hodrick y Prescott ($\lambda = 100$). La brecha de la inflación se calcula como la diferencia entre la inflación anual observada y la meta de inflación.

reducir las tasas oficiales en casi 100 puntos básicos a partir de los niveles actuales. El Apéndice C contiene más detalles sobre estas estimaciones. Esto sugiere que la política monetaria está en efecto restringida y puede continuar así a menos que bajen las tasas de inflación. Además, puede que la inflación no sea el único factor que limite la política monetaria en el futuro; en la siguiente sección se analiza el estado de las hojas de balance de las empresas.

El estado de las hojas de balance de las empresas⁴

Después de varios años de crecimiento económico robusto y de alto crecimiento del crédito, hacia finales de 2013 se observaban signos de cierto deterioro en las hojas de balance de las empresas en toda la región. Desde mediados de los años 2000, el ratio de deuda corporativa en relación con los activos totales se ha deteriorado en los cinco países con los mercados de capital más activos. El ratio de deuda a activos de la típica empresa de América Latina y el Caribe aumentó en 23%.⁵ Sin embargo, los datos para la empresa típica ocultan un deterioro más marcado en las hojas de balance de las empresas más débiles. Como se muestra en el Gráfico 5.3, la distribución del ratio de deuda a activos no sólo se ha desplazado hacia arriba en los últimos años, lo cual señala un nivel más alto de apalancamiento de la empresa típica, sino que la distribución también se ha ampliado

⁴ Este capítulo utiliza datos de los balances de una muestra de 757 empresas no financieras activas. La fuente de los datos es la base de datos de Worldscope, de Thomson-Reuters. La muestra se compone de 314 empresas en Brasil, 173 empresas en Chile, 47 en Colombia, 110 en México y 113 en Perú. Las empresas que no figuraban en la lista a diciembre de 2012, así como las empresas clasificadas por Thomson-Reuters como “financieras”, no fueron consideradas en el análisis.

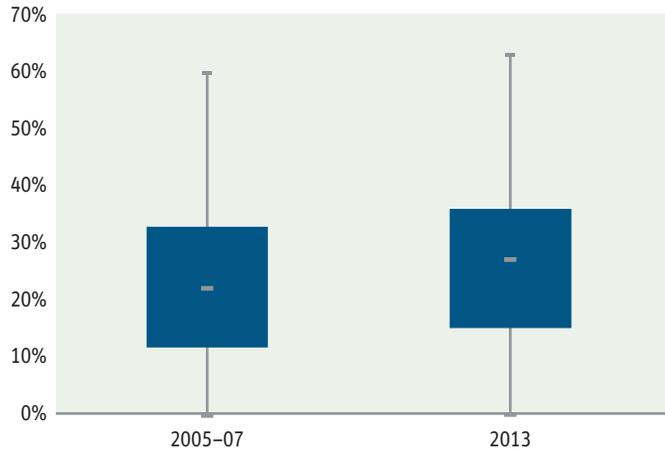
⁵ Un análisis anterior de González-Miranda (2012) basado en datos similares de los balances hasta finales de 2011 señala que ciertas vulnerabilidades han aumentado en las empresas de América Latina y el Caribe debido a un mayor apalancamiento y a un aumento de la exposición al tipo de cambio. El reciente análisis de Rodrigues Bastos, Kamil y Sutton (2015) también concluye que los ratios de apalancamiento de los balances en la región han aumentado a lo largo de los últimos años.

aun más. Esto significa que las empresas con un mayor apalancamiento constituyen una proporción más grande del conjunto de las empresas.⁶ Además, si el crecimiento económico y los grandes flujos de entrada de capital provocaron una subida de los precios de los activos, los ratios de deuda a activos pueden ocultar vulnerabilidades subyacentes mayores.⁷

La capacidad de las empresas para pagar su deuda se ha deteriorado

La capacidad de las empresas para pagar su deuda también se ha deteriorado. El ratio de cobertura de intereses (el ratio de los ingresos antes de intereses e impuestos en relación con los pagos de intereses) ha caído de forma más aguda para la empresa típica en Brasil, Chile y Perú (ver Gráfico 5.4). Además, la proporción de empresas en la muestra que tienen

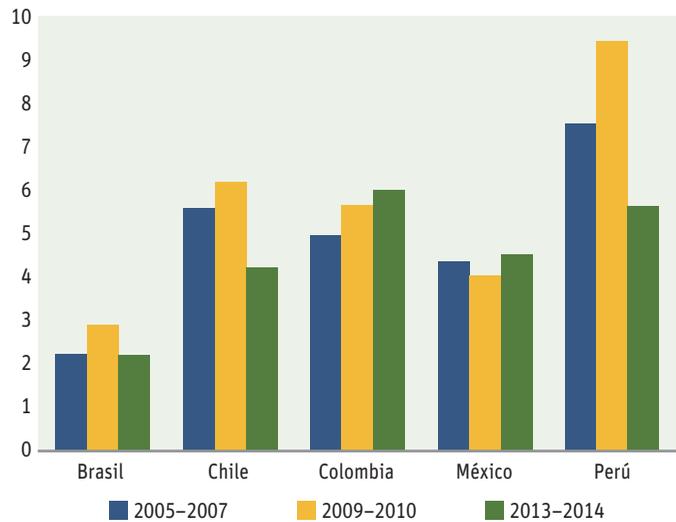
GRÁFICO 5.3 DISTRIBUCIÓN DEL RATIO ENTRE DEUDA Y ACTIVOS



Fuente: Estimaciones del personal técnico del BID y Worldscope (Thomson-Reuters).

Nota: Los valores atípicos en ambos períodos fueron removidos.

GRÁFICO 5.4 RATIO ENTRE LAS GANANCIAS BRUTAS Y LOS GASTOS POR INTERESES (EMPRESA TÍPICA EN CADA PAÍS)



Fuente: Estimaciones del personal técnico del BID y Worldscope (Thomson-Reuters).

⁶ Estas cifras se basan en los balances reportados por las empresas y pueden excluir la deuda adquirida a través de filiales en el extranjero. Cerca del 30% de todas las emisiones de bonos de las empresas de América Latina y el Caribe en 2013 y 2014 se produjo a través de filiales en el extranjero, siendo las empresas brasileñas las más activas. Shin (2013), Powell (2014) y Turner (2014) abordan en más detalle estos temas. Los activos en las filiales en el extranjero también pueden estar excluidos.

⁷ Debido a las diferencias en las estructuras corporativas en diferentes países, sectores y empresas, la literatura no ofrece una referencia o umbral para definir qué sería un nivel riesgoso de apalancamiento en una determinada

CUADRO 5.3 PROPORCIÓN DE EMPRESAS CON GANANCIAS POR DEBAJO DE LAS OBLIGACIONES DE DEUDA DE CORTO PLAZO (%)

	2005/2007	2013/2014
Brasil	24	33
Chile	8	18
Colombia	6	19
México	14	18
Perú	9	27
<i>Todos los países</i>	16	26

Fuentes: Estimaciones del personal técnico del BID y Worldscope (Thomson-Reuters).

de balance es que supone que la deuda a corto plazo será refinanciada (Rajan y Zingales, 1995). Una alternativa, y una medida de exposición de una empresa al riesgo de refinanciamiento, es el ratio de los ingresos o flujos de caja en relación con la deuda a corto plazo. Las empresas con un ratio inferior a uno pueden estar en riesgo en el caso de una parada súbita del financiamiento. En todos los países considerados, con la excepción de Perú, se ha observado un aumento en el porcentaje de las empresas con ratios inferiores a uno, como se muestra en el Cuadro 5.3.

Emisiones de deuda corporativa

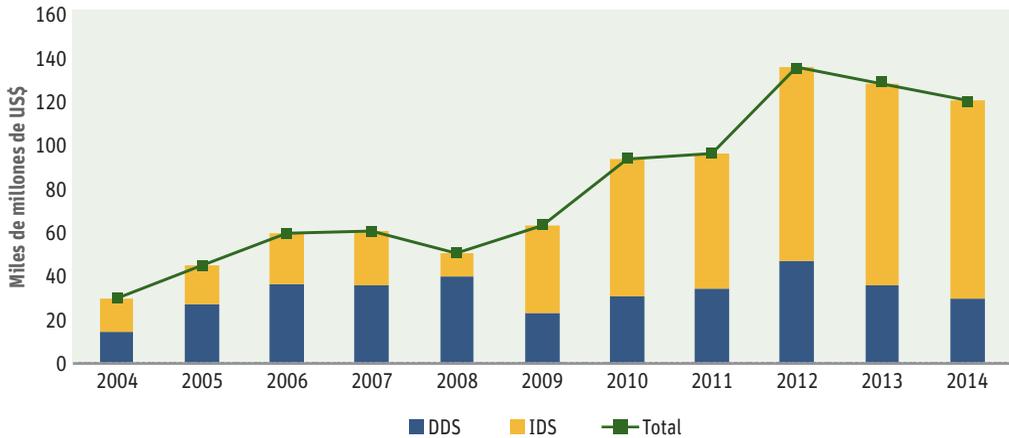
Como se detalló en el Informe macroeconómico de América Latina y el Caribe del año pasado (Powell, 2014), la emisión de deuda corporativa ha aumentado significativamente durante la última década. Las bajas tasas de interés y la alta liquidez global permitieron a las empresas emitir cantidades récord de bonos internacionales (ver Gráfico 5.5).⁸ Los bonos internacionales emitidos por empresas de América Latina y el Caribe llegaron a un récord de US\$91.000 millones, más de cuatro veces los niveles observados en 2007. Como se señaló en el capítulo 4, la emisión ha disminuido en los últimos meses y la mayoría de las emisiones internacionales son en dólares de Estados Unidos. Como se subrayó en Powell (2014), la emisión internacional en

empresa. Dicho esto, el actual ratio promedio de la deuda en relación con los activos no parece situarse fuera de las referencias internacionales (el promedio del G7 en 1991 fue de 26%, según informan Rajan y Zingales, 1995) y, para las empresas listadas en los EE.UU., permaneció dentro de una banda de entre 20% y 25% durante 2000–10 (ver Graham, Leary y Roberts, de próxima publicación).

⁸ Los datos sobre las emisiones de bonos usados en este informe se obtuvieron de Dealogic el 9 de enero de 2015. Un bono se clasifica como título internacional de renta fija (IDS, por su sigla en inglés, *International Debt Security*) si ha sido listado en un país diferente del país de la empresa matriz del emisor, o si la legislación que lo rige es diferente de su nacionalidad (para una explicación detallada, ver Apéndice D, en Powell, 2014). Las cifras sobre emisión de bonos incluyen la emisión de las empresas de propiedad estatal (como las empresas de servicios públicos, las compañías eléctricas, etcétera), pero excluyen las emisiones de los gobiernos centrales y subnacionales. Las emisiones incluyen los bonos emitidos por la empresa matriz y cualquier filial, independientemente de la jurisdicción donde se emitió el bono.

un ratio de cobertura de intereses inferior a uno, en cuyo caso los ingresos brutos son insuficientes para cubrir el pago de los intereses, ha aumentado sostenidamente y ha llegado al 23% en 2013 (en comparación con el 13% en 2005–2007).

Una de las críticas al uso de este ratio como medida de la salud de las hojas

GRÁFICO 5.5 EMISIÓN DE BONOS CORPORATIVOS PARA AMÉRICA LATINA (MILES DE MILLONES DE US\$)

Fuente: Estimaciones del personal técnico del BID y Dealogic.

Notas: DDS es la sigla de Domestic Debt Securities (títulos de deuda interna). IDS es la sigla de International Debt Securities (títulos de deuda internacional).

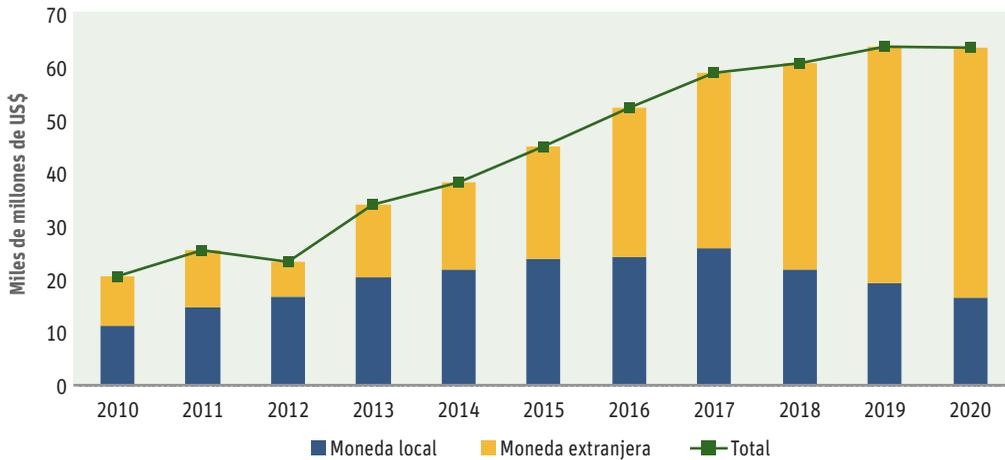
moneda extranjera ha sido significativa no sólo en sectores con una cobertura natural de tipo de cambio —como los sectores de materias primas y orientados a la exportación—, sino también entre las empresas orientadas al sector interno, donde las instituciones financieras juegan un rol importante.⁹

La amortización de bonos aumenta en las empresas de América Latina y el Caribe

El valor nominal de los bonos que vencen aumentará de US\$38.000 millones en 2014 a más de US\$60.000 millones en 2020 y posteriormente (ver Gráfico 5.6). Un gran porcentaje de estos bonos que vencen es en dólares. De hecho, dadas las políticas monetarias globales divergentes analizadas en el capítulo 4, una preocupación es que las amortizaciones de bonos denominados en dólares aumentarán de US\$16.000 millones en 2014 a US\$47.000 millones en 2020, junto con una fuerte apreciación del dólar. Además, como se analizaba en el capítulo 4 y se señala en el Gráfico 5.7, las emisiones también han disminuido recientemente, una tendencia que probablemente continuará a medida que las tasas de interés de Estados Unidos aumenten y que disminuyan los flujos de capital. Si bien las emisiones se han situado cómodamente por encima de la cuantía requerida para un refinanciamiento, es probable que ese ratio se deteriore en los próximos años.

⁹ La evidencia anecdótica sugiere que la emisión de renta fija internacional por parte de algunos bancos en la región fue un componente clave de su estrategia de internacionalización. Rodrigues Bastos, Kamil y Sutton (2015) sostienen que, en general, la emisión de bonos en la región tenía como objetivo sobre todo el refinanciamiento, más que proyectos de financiamiento de inversiones.

GRÁFICO 5.6 AMORTIZACIONES (MILES DE MILLONES DE US\$)

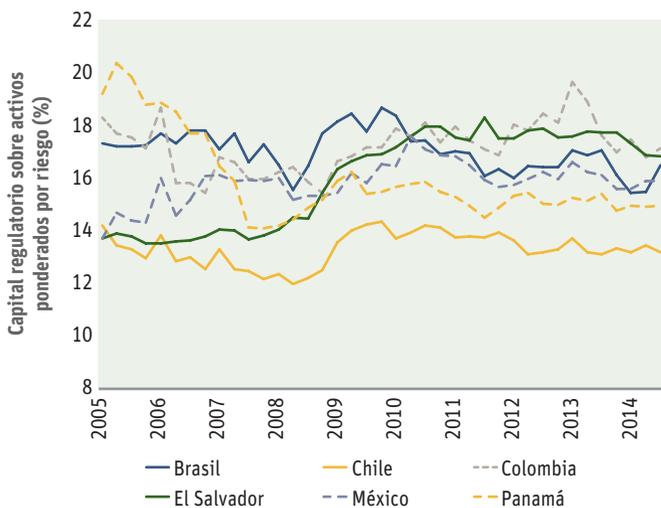


Fuente: Estimaciones del personal técnico del BID y Dealogic.

Diversas dimensiones de las hojas de balance de las empresas se han deteriorado. Los ratios de deuda han aumentado, la emisión de bonos en moneda extranjera ha aumentado y los ratios de cobertura han disminuido. Una característica particular de esta coyuntura es el monto de amortizaciones en dólares, sobre todo si la moneda de Estados Unidos se aprecia y disminuye el nivel de nuevas emisiones. Aparte de ser una preocupación en sí, las débiles hojas de balance de las

empresas también pueden limitar la política monetaria dado que las tasas de interés más altas para luchar contra la inflación podrían perjudicar a las empresas con deudas más elevadas. Además, las empresas también son los clientes de los sistemas financieros, tanto en términos de depósitos como de préstamos. Si la fortaleza financiera de las empresas disminuye, esto también puede afectar la estabilidad financiera. La siguiente sección aborda algunos desarrollos en el sector financiero.

GRÁFICO 5.7 EVOLUCIÓN DE LA SOLVENCIA EN AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE



Fuente: Estimaciones del personal técnico del BID e Indicadores de Estabilidad Financiera (FMI).

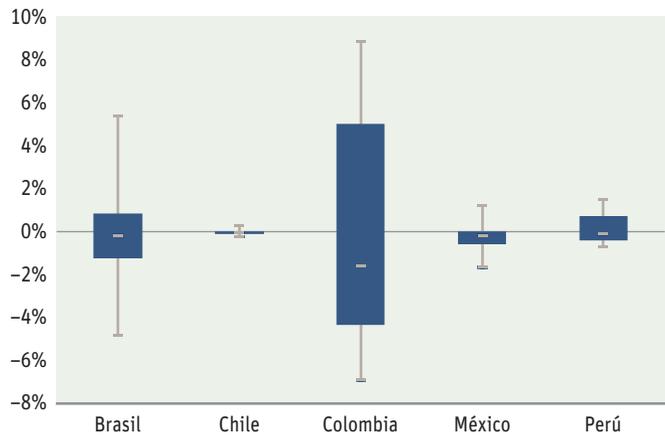
Desarrollos en el sector financiero

El suministro de crédito por parte de los bancos experimentó un fuerte crecimiento en toda la región durante los años de auge hacia finales de la década del 2000. Debido a los relativamente bajos niveles de penetración del crédito en la región, esto puede verse como un proceso positivo y natural de aumentar la disponibilidad de préstamos tanto a las empresas como a los hogares. En 2005, el volumen de los créditos al

sector privado como porcentaje del PIB para el país típico de América Latina y el Caribe era de 29%; hacia 2013 este porcentaje había aumentado a 40%.¹⁰ Para algunos países —sobre todo para los exportadores de materias primas de la región andina, el cono Sur y México— este ratio creció a un ritmo mucho mayor. En varios países, el tamaño del sector bancario en relación con la economía aumentó en más del doble en menos de una década. Los bancos privados y los bancos de propiedad estatal (o públicos) participaron por igual en la expansión del crédito durante los años del auge. En respuesta a la reciente desaceleración del crecimiento en la región, los bancos han comenzado a reducir el suministro de crédito. Esto se debe a una menor demanda, en la medida en que las empresas reducen sus necesidades de financiamiento y dado que los bancos comenzaron a ajustarse a un entorno menos favorable. Los bancos privados son los que se han ajustado más rápidamente.¹¹

Los sistemas bancarios en la región tienen coeficientes de solvencia estables y relativamente altos. El sistema bancario del país típico de América Latina tenía un ratio de capital regulatorio total en relación con los activos ponderados por riesgo de 15,6% en la segunda mitad de 2014, y el promedio del capital primario (Tier 1, por su sigla en inglés) es del 12,7% de los activos

GRÁFICO 5.8 CAMBIO EN LA SOLVENCIA EN LOS BANCOS DE ALC, 2013 VS. 2011 (DISTRIBUCIÓN DE BANCOS INDIVIDUALES)



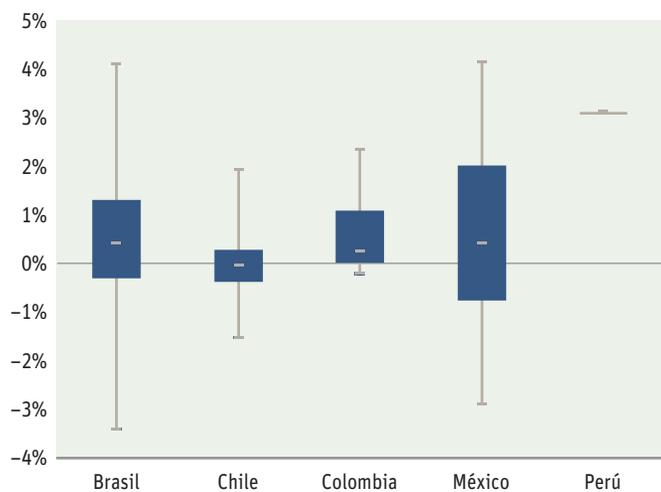
Fuente: Estimaciones del personal técnico del BID y Bankscope.

Notas: El gráfico muestra la distribución de los cambios en la razón de solvencia a nivel de banco entre 2013 y 2011 para una muestra de 112 bancos comerciales con datos disponibles. La caja con sombra muestra los valores entre los percentiles 25 y 75, y la línea delgada muestra cambios de hasta 1,5 veces el rango intercuartilico desde los cuartiles alto y bajo (el gráfico omite valores extremos).

¹⁰ Una medida común de la profundidad financiera es el suministro de crédito al sector privado por parte de bancos expresado como porcentaje del PIB (Čihák *et al.*, 2013). Estas cifras se calculan basándose en datos extraídos de la base de datos Latin Macro Watch (LMW). Se obtienen cifras similares si se emplean datos extraídos de la base de datos Indicadores de Desarrollo Mundial del Banco Mundial.

¹¹ Por ejemplo, en Brasil, el volumen de préstamos de los bancos privados se desplomó en los últimos meses de 2014. Ver Bonomo, Brito y Martins (2015) sobre el papel de los bancos públicos en Brasil.

GRÁFICO 5.9 CAMBIO EN EL RATIO DE LOS PRÉSTAMOS MOROSOS 2013 VS. 2011 (DISTRIBUCIÓN DE LOS BANCOS INDIVIDUALES)



Fuente: Estimaciones del personal técnico del BID y Bankscope.

Notas: El gráfico muestra la distribución de los cambios en la cartera vencida a nivel de banco entre 2013 y 2011 para una muestra de 122 bancos comerciales con datos disponibles. La caja con sombra muestra los valores entre los percentiles 25 y 75, y la línea delgada muestra cambios de hasta 1,5 veces el rango intercuartílico desde los cuartiles alto y bajo (el gráfico omite valores extremos).

ponderados por riesgo, superando las nuevas directrices de Basilea III del 7%, que deben implementarse para 2019.¹² Los ratios de capital promedio no sólo son relativamente altos sino también notablemente estables (ver Gráfico 5.7). El banco típico de la región tiene un amortiguador relativamente estable de más de siete puntos por encima del mínimo de 8% sugerido por las reglas de Basilea II. Hay que destacar que los bancos de la región fueron capaces de mantener estos amortiguadores de capital relativamente grandes incluso durante tiempos de

dificultades y de recesión, como en el período 2008–09.

Una pregunta clave es cómo están los bancos posicionados para soportar los shocks derivados de la desaceleración en las tasas de crecimiento y de potenciales presiones provenientes de empresas y hogares demasiado endeudados. Hay evidencia de que los coeficientes de solvencia han empeorado en los últimos años en muchos países, como se muestra en el Gráfico 5.8. El ratio de los préstamos morosos en relación con el total de préstamos (neto de provisiones) también aumentó en muchos de los bancos comerciales más grandes de la región (Gráfico 5.9). Sin embargo, las reservas de capital de los bancos siguen siendo significativas y el aumento de los préstamos morosos ha sido compensado por unas provisiones robustas en numerosos países. Hacia finales de 2013, las cifras señalan una alta capacidad media de los bancos de la región de absorber pérdidas mediante sus reservas de capital (FMI, 2014a).¹³

¹² Sin embargo, esto no significa necesariamente que todos los bancos satisfacen estos requisitos más estrictos. Además, debido al fuerte crecimiento del crédito en la región, las reservas de capital contracíclicas de Basilea III habrían añadido otro requisito regulatorio del capital primario si se hubiera implementado.

¹³ Los cálculos mostrados en FMI (2014a: 31) con datos de 2013 indican que tanto los ratios de tier 1 como las reservas de capital para absorber pérdidas de los bancos en Brasil, Chile, Colombia, México y Perú se sitúan por encima de las directrices mínimas recomendadas de Basilea III. Las reservas de capital para absorber pérdidas se calculan como capital de tier 1 más las reservas por préstamos fallidos, menos los préstamos morosos, todos divididos por los activos ponderados por riesgo.

Sin embargo, aún queda la pregunta de cómo mantendrán los bancos un nivel deseado de amortiguadores de capital en tiempos más difíciles. El Apéndice C detalla cómo los bancos mantuvieron estos ratios de capital estables a pesar del rápido crecimiento del crédito y de la volatilidad económica, y extrae las lecciones pertinentes. A medida que los bancos tengan ingresos retenidos más bajos, se enfrenten a un mayor aprovisionamiento ante los préstamos morosos y a condiciones más duras para obtener capital, es probable que el crecimiento de los préstamos disminuya, o que el carácter riesgoso de los préstamos disminuya con el fin de mantener ratios de capital a activos ponderados por riesgo fuertes. Además, ahora que los sistemas financieros tienen un tamaño significativo en relación con el PIB, este comportamiento naturalmente procíclico de los bancos, que contribuye a proteger sus amortiguadores de capital, puede implicar una reducción en la oferta de préstamos, especialmente a los mercados más riesgosos, y, por lo tanto, tener un efecto de realimentación negativo en la actividad económica.

Otro aspecto que se debe seguir de cerca en el futuro tiene relación con el financiamiento de los bancos. El ratio promedio de los depósitos en relación con el total de préstamos en los sistemas bancarios en la región era de 1,01 hacia mediados de 2014, lo cual sugiere un modelo comercial sólido en el que la totalidad de los activos están financiados a través de los depósitos. Sin embargo, este ratio ha disminuido desde 1,13 en 2005–07 y, como se señala en Powell (2014), los depósitos corporativos aumentaron significativamente en años recientes junto con la emisión internacional de corporaciones no financieras. Los depósitos de las empresas tienden a ser los menos estables ante los shocks y, si las tasas de interés en Estados Unidos aumentan y las emisiones corporativas disminuyen, esto podría implicar una mayor presión sobre el financiamiento de los bancos.

Conclusión

La evolución del sector monetario y financiero refleja la economía real de la región a medida que se desplaza hacia una fase de crecimiento más lento. Los amortiguadores externos siguen siendo fuertes según la mayoría de las medidas, pero se han debilitado en los últimos tiempos ya que los niveles de reserva óptimos estimados, reflejando los riesgos, han aumentado. Las disyuntivas para la política monetaria se han vuelto más difíciles a medida que las brechas de inflación han aumentado y las brechas del producto se han desplazado hacia territorio negativo. Aunque las economías más grandes han sido capaces de utilizar el tipo de cambio como un amortiguador de shocks, lo que se considera un logro importante durante la crisis de 2008–09, no queda claro si esa experiencia se puede repetir de la misma manera dado el actual estado de la disyuntiva con la inflación. Además, hay cada vez más evidencia de que los balances de las empresas están peor. Aunque todavía dentro de las normas internacionales, los ratios de deuda han aumentado, los ratios de cobertura han disminuido y el calendario de amortizaciones de bonos, sobre todo aquellos denominados en dólares de Estados Unidos que siguen apreciándose, pronto podría superar a las emisiones. Para responder a las necesidades de liquidez, puede que



las empresas tengan que acceder a sus ahorros, acumulados en los sistemas financieros locales. Sólo hay información imperfecta sobre los descalces de moneda de las empresas, pero si éstos son importantes pueden limitar aún más la política monetaria. Por último, si bien el coeficiente de solvencia y el ratio de liquidez de los bancos siguen siendo fuertes, actualmente hay cierta evidencia de que los ratios de capital comienzan a disminuir. Los bancos han mantenido ratios de capital altos y estables a través de una volatilidad económica considerable ajustando otras variables. Parece probable que en los próximos años de crecimiento moderado, los bancos limitarán el crecimiento de los préstamos y disminuirán el riesgo de sus carteras de crédito para asegurar que los ratios de capital regulatorio ajustados por riesgo sigan teniendo un colchón sustancial por encima de los requisitos. Ahora que los sistemas financieros tienen un tamaño importante, este comportamiento procíclico natural podría tener efectos de realimentación negativos importantes en la actividad económica.

Dados estos desarrollos, una tarea importante consiste en asegurar que los riesgos financieros sistémicos sean identificados y evaluados adecuadamente. Estos riesgos incluyen aquellos relacionados con las hojas de balance de las empresas no financieras, dado que estos riesgos pueden tener un impacto en los intermediarios financieros e incluso volverse sistémicos. La información sobre las actividades de cobertura de riesgo cambiario de las empresas sigue siendo parcial, y la mejora de la información sobre todos los vínculos entre el sector corporativo y el bancario podría tener un beneficio sustancial. Estos vínculos incluyen las actividades de cobertura o de otros instrumentos derivados, e incluyen igualmente los activos líquidos que las empresas tienen en el sistema financiero local, así como los créditos pendientes. Un riesgo clave es que, con un aumento en las tasas de interés de Estados Unidos y un dólar que sigue apreciándose, y las tendencias en las hojas de balance de las empresas subrayadas arriba, las empresas retiren los activos líquidos de los sistemas financieros locales para cumplir con las obligaciones de pago externas, ejerciendo una presión de financiamiento sobre los bancos. Para formular una respuesta adecuada, es crucial tener buenos sistemas de información para proporcionar alertas tempranas de éste y otros riesgos.



CAPÍTULO 6

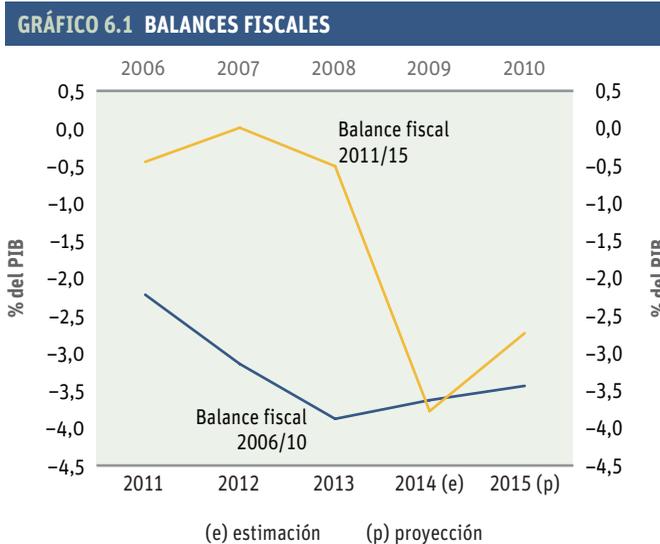
Posiciones fiscales y alternativas de política

Los balances fiscales han seguido deteriorándose en la mayoría de los países de América Latina y el Caribe durante 2014. Los resultados primarios y globales observados empeoraron en la mayoría de los países y los ratios de deuda pública siguieron aumentando. Diversos factores contribuyeron a estos resultados: tasas de crecimiento más bajas en toda la región, precios más bajos de las materias primas que afectaron negativamente a la mayoría de los países (aunque algunos países importadores de petróleo se beneficiaron) y el impacto acumulado de políticas fiscales expansivas adoptadas en la mayoría de los países durante 2009–10 en respuesta a la Gran Recesión. Debido a esta evolución, los países enfrentan opciones de política más difíciles. Este capítulo revisa la posición fiscal de la región y sugiere algunas alternativas de política para diferentes países.

Condiciones iniciales: comparación entre la posición anterior a la crisis de 2008–09 y la situación actual

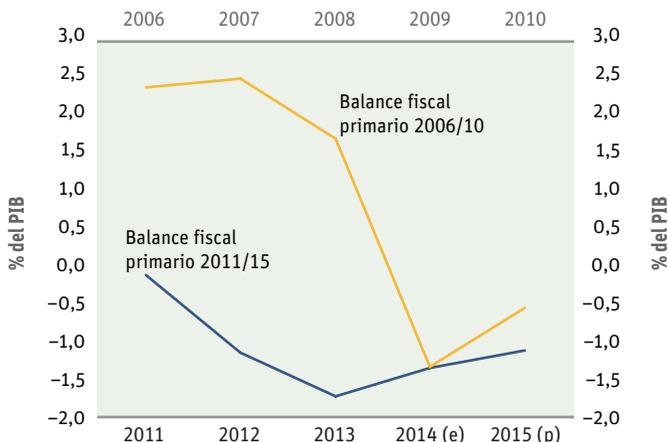
Las posiciones fiscales en la región antes de la crisis de 2008–09 eran considerablemente más fuertes de lo que son en la actualidad. El superávit fiscal primario para el país típico de América Latina y el Caribe era de aproximadamente 2% del PIB en 2008 y la posición

fiscal global estaba más o menos equilibrada. Al contrario, en 2013–14 el país promedio de la región registró un déficit total de 3,8% y un déficit primario de 1,5% del PIB. Los Gráficos 6.1



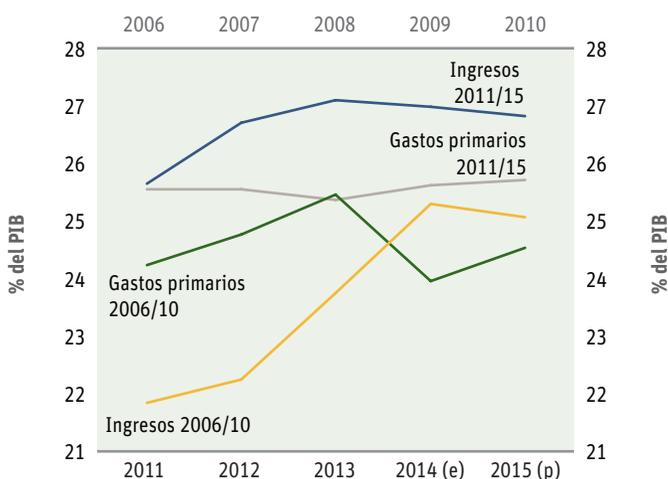
Fuentes: FMI (2014b) y estimaciones del personal técnico del BID.

GRÁFICO 6.2 BALANES FISCALES PRIMARIOS



Fuente: FMI (2014b).

GRÁFICO 6.3 INGRESOS FISCALES Y GASTOS PRIMARIOS



Fuentes: FMI (2014b) y estimaciones del personal técnico del BID.

y 6.2 comparan la trayectoria de los balances fiscales durante el período 2006–10 en relación con los del período que va desde 2011 hasta los valores estimados de 2015.

El deterioro persistente de los agregados fiscales en los años recientes ha sido fundamentalmente el producto de un aumento sostenido de los gastos primarios, los cuales se redujeron ligeramente en 2014. Los gastos primarios aumentaron en casi un 5% del PIB entre 2008 y 2014, mientras que los ingresos fiscales aumentaron en sólo un 1,5% del PIB. El Gráfico 6.3 compara los ingresos fiscales y los gastos a lo largo de los mismos dos períodos (2006–10 y 2011–15).

La evolución de los balances fiscales estructurales

Los déficits primarios estructurales estimados aumentaron sustancialmente en 2013 y las estimaciones sugieren aumentos mayores en 2014 (ver Gráfico 6.4). Los niveles de producción se mantuvieron cercanos a las estimaciones del producto potencial, aunque el país típico exhibió una brecha negativa estimada en 2014 (ver Gráfico 6.5).

Usando 2010 como punto de partida (el último año en que los balances estructurales se fortalecieron en el país típico), el balance fiscal primario estructural mejoró en sólo seis de los 20 países con información disponible, y hacia 2014, se mantenía en superávit o en equilibrio en sólo cinco países (ver Gráfico 6.6).

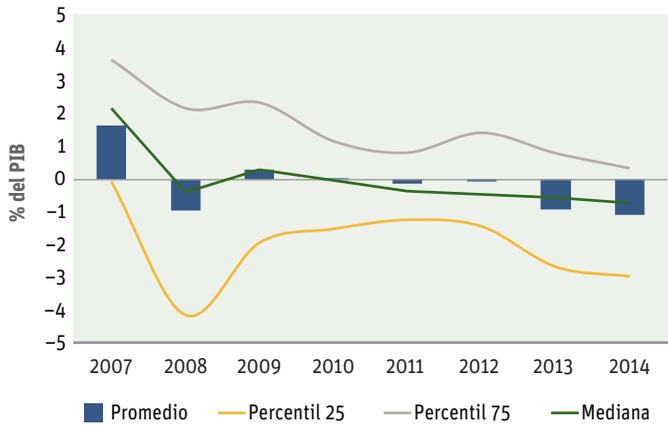
Dinámica y composición del gasto público

El fuerte aumento en el gasto primario se explica en gran parte por un aumento de sueldos y salarios, transferencias corrientes y subsidios (ver Gráfico 6.7). El gasto en sueldos y salarios como porcentaje del PIB aumentó en 19 países en la región y, en ocho países, los gastos de capital como proporción del PIB disminuyeron. Los gastos corrientes como porcentaje del PIB disminuyeron en sólo dos países en la región, dejando más espacio para la inversión pública.

En numerosos países hay margen para mejorar la composición del gasto público. La inversión pública, requerida para impulsar el crecimiento potencial y la productividad, es baja y ha disminuido a medida que se han disparado las partidas de gastos corrientes más rígidos e inflexibles. Al mismo tiempo, la región sigue teniendo una brecha de infraestructura, lo cual requeriría un aumento considerable de la tasa de inversión durante un período prolongado para converger con el nivel de infraestructura del país promedio en el Este Asiático.¹

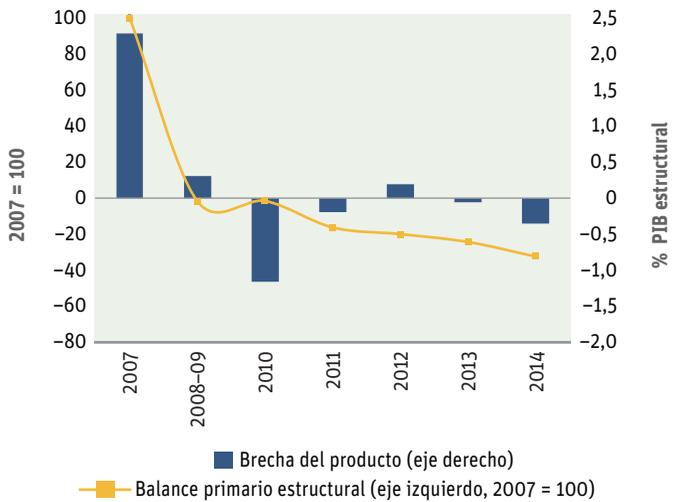
¹ Ver capítulo 7, en Powell (2013).

GRÁFICO 6.4 BALANES PRIMARIOS ESTRUCTURALES, 2007-14 (% DEL PIB)



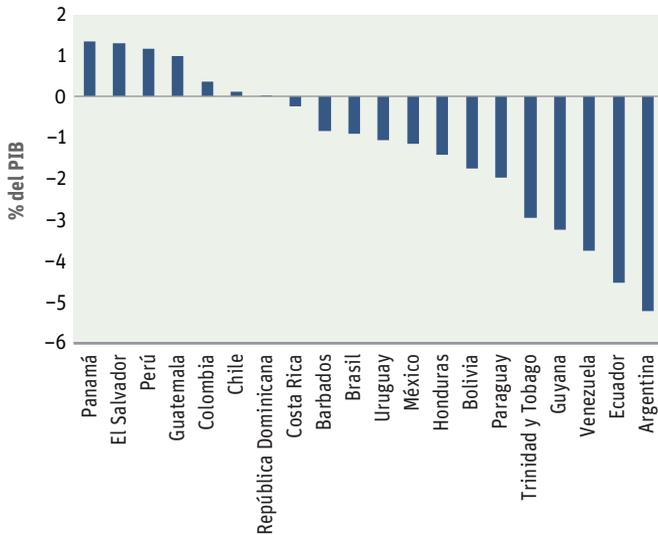
Fuente: Estimaciones del personal técnico del BID basadas en fuentes nacionales.

GRÁFICO 6.5 BRECHA DEL PRODUCTO Y BALANCE PRIMARIO ESTRUCTURAL EN EL PAÍS TÍPICO DE AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE



Fuentes: Estimaciones del personal técnico del BID basadas en fuentes nacionales y FMI (2014b).

GRÁFICO 6.6 CAMBIO EN EL BALANCE PRIMARIO ESTRUCTURAL, 2010–14 (% DEL PIB)

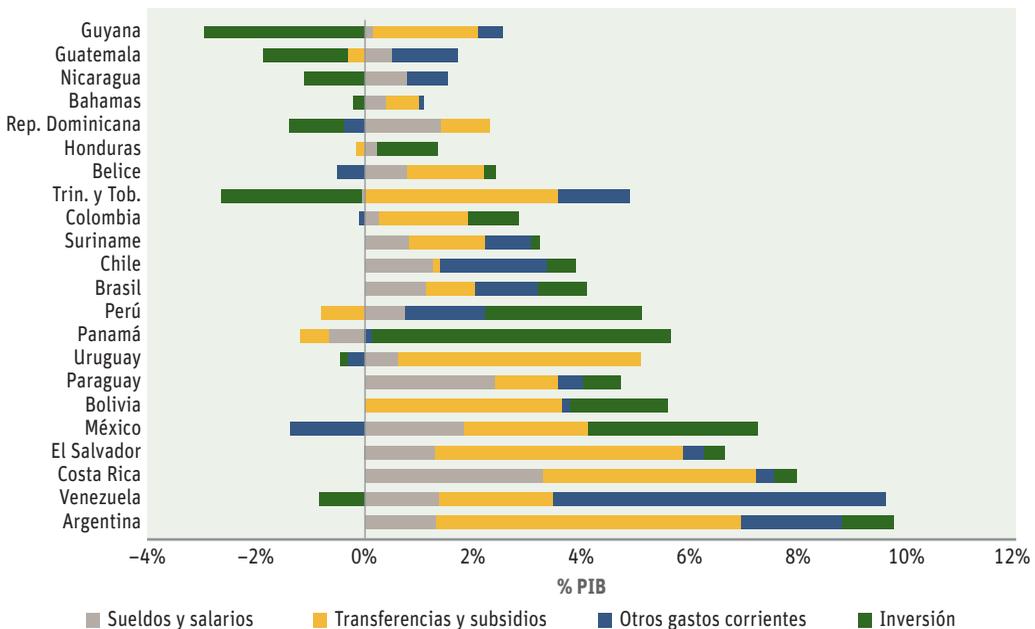


Fuente: Estimaciones del personal técnico del BID basadas en fuentes nacionales.

Alternativas de política fiscal

Hay al menos cuatro elementos claves que determinan una posición adecuada de políticas fiscales: i) el tamaño y el signo de la brecha del producto; ii) el tamaño y el signo del balance fiscal estructural; iii) el nivel del ratio deuda/PIB; y iv) la velocidad a la que aumenta (o disminuye) esa deuda según el esfuerzo requerido en el balance fiscal primario, para que el ratio de deuda sobre PIB se mantenga constante.² Los dos

GRÁFICO 6.7 CAMBIO EN EL GASTO PÚBLICO PRIMARIO 2007–14, POR CATEGORÍA DE GASTO (% DEL PIB)

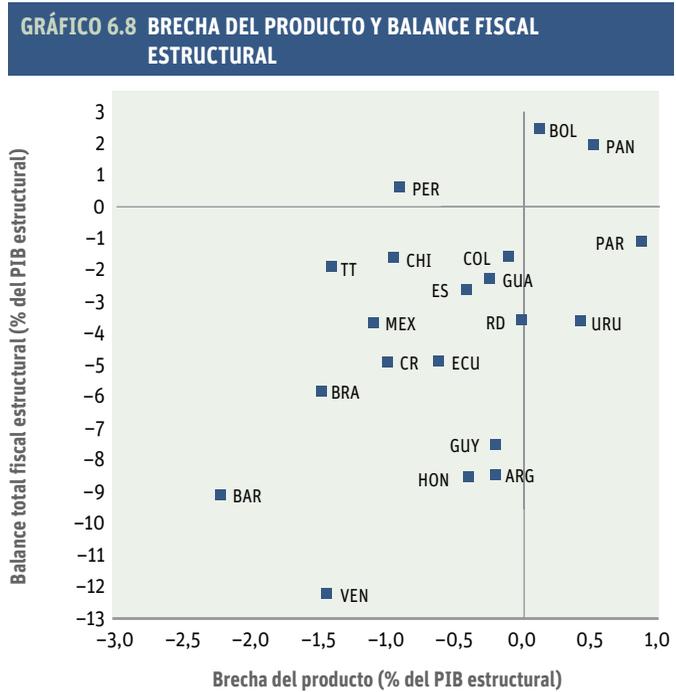


Fuente: Estimaciones del personal técnico del BID basadas en fuentes nacionales.

² El esfuerzo fiscal requerido se define aquí como la diferencia entre el balance primario promedio del período 2014–15 (valores observados para 2014 y la estimación del WEO, del FMI, para 2015) y el balance primario

primeros elementos están relacionados con la gestión de la política macro fiscal a corto plazo y pueden determinar a priori si una política contracíclica discrecional es apropiada, sobre todo dadas las limitaciones de los estabilizadores automáticos en la región. El tercer y cuarto elementos dependen de si un país tiene espacio fiscal para implementar una política contracíclica discrecional de ese tipo.³

El Gráfico 6.8 muestra las estimaciones de la brecha del producto en relación con el balance fiscal estructural estimado en 20 países en América Latina y el Caribe.



Fuentes: Estimaciones del personal técnico del BID basadas en fuentes nacionales y FMI (2014b).
 Nota: Las estimaciones de los déficits fiscales estructurales dependen de un conjunto de hipótesis (ver Ardánaz *et al.*, de próxima publicación).

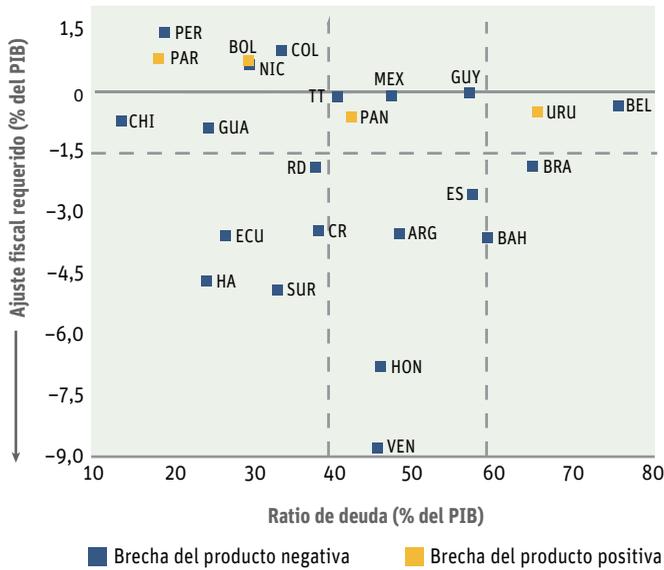
Los países con un balance fiscal estructural positivo y una brecha del producto positiva —el cuadrante superior derecho— están creciendo más rápidamente que su crecimiento potencial del PIB y la política fiscal es algo restrictiva: se trata de una política apropiada. Los países con una brecha del producto positiva y un déficit fiscal estructural (inferior derecho) están creciendo por encima de su potencial y la política fiscal es expansiva, lo que implica un peligro de sobre- calentamiento. Además, es probable que el ratio deuda/PIB esté aumentando, sobre todo en el mediano plazo, una vez que el crecimiento económico recupere su nivel potencial. Una política adecuada para estos casos sería moverse hacia una política fiscal más restrictiva.

Los países con balances fiscales estructurales positivos y una brecha del producto negativa (cuadrante superior izquierdo) tienen en la actualidad una política fiscal restrictiva pero puede que les convenga considerar la implementación de una política contracíclica. Sólo un país (Perú) aparece en este cuadrante. De hecho, la mayoría de los países están situados en el cuadrante

requerido para mantener un ratio constante de deuda/PIB, suponiendo que el crecimiento es igual al potencial. Un signo negativo indica que la deuda está aumentando y que se requiere un esfuerzo fiscal para mantener un ratio constante de deuda, mientras que un signo positivo indica que la deuda está disminuyendo.

³ Otro elemento importante es la existencia de fondos soberanos o de estabilización, particularmente en los países exportadores de materias primas. Este elemento se menciona más abajo al abordar las alternativas de las políticas.

GRÁFICO 6.9 CARGA DE LA DEUDA Y ESPACIO FISCAL CON EL PIB EN SU CRECIMIENTO POTENCIAL



Fuentes: Estimaciones del personal técnico del BID y FMI (2014b).

inferior izquierdo, con brechas del producto negativas (el crecimiento se sitúa por debajo del potencial) y con déficits fiscales estructurales. Algunos países tienen déficits fiscales estructurales sólo moderados y pequeñas brechas del producto y, si la deuda es baja, puede que les convenga seguir una política fiscal contracíclica moderada. En esos casos, deberían tomarse las provisiones para asegurarse que dichas políticas sean verdaderamente contracíclicas. Chile y Trinidad y Tobago son dos países en esta categoría

y los dos tienen fondos de estabilización que se pueden utilizar para financiar esas políticas. Sin embargo, varios países en este cuadrante tienen déficits fiscales estructurales más grandes y brechas del producto negativas importantes; en estos casos, se requiere un análisis del espacio fiscal más detallado.

El Gráfico 6.9 ilustra la carga de la deuda actual y el inverso del esfuerzo requerido en el balance fiscal para mantener el ratio de deuda/PIB constante; como se explica en la nota 2 de este capítulo, esto puede ser visto como una medida del espacio fiscal. Un país situado en el cuadrante superior izquierdo tiene una deuda relativamente baja y el ratio de deuda está disminuyendo (dado que el esfuerzo fiscal requerido para mantener la deuda constante es negativo). Si la brecha del producto es negativa, puede que a estos países les convenga considerar políticas contracíclicas y quizá tengan espacio para hacerlo sin poner en peligro la sostenibilidad de la deuda en el mediano plazo. Sin embargo, no hay un umbral universalmente aceptado para establecer un nivel seguro de deuda, y un concepto de ese tipo probablemente depende de un conjunto de variables particularmente específicas de los países. Para fines de ilustración, el gráfico define los cuadrantes izquierdos como aquellos países con menos de 60% de deuda sobre PIB o con menos de 40% de deuda sobre PIB.

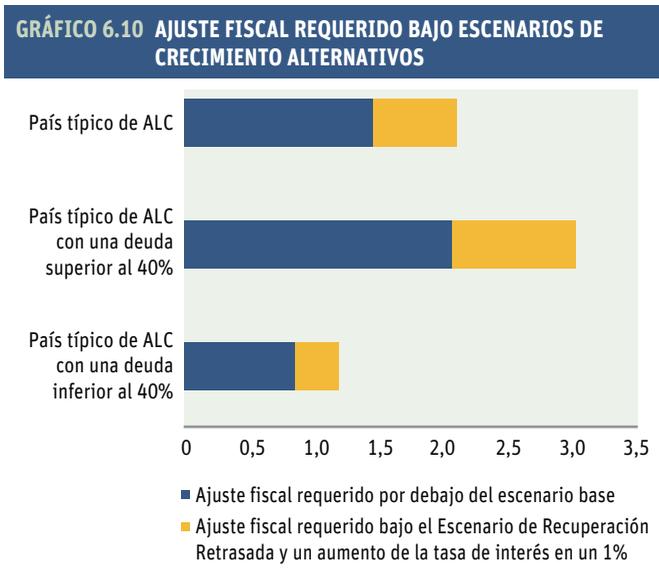
Los países en el cuadrante inferior izquierdo tienen niveles de deuda relativamente bajos, si bien todavía requieren un esfuerzo fiscal positivo para asegurarse que sus niveles de deuda no aumenten. Si la deuda es suficientemente baja y el ajuste requerido no es demasiado grande, puede que haya espacio para implementar algún tipo de política contracíclica. Sin embargo,

en la mayoría de los países en este cuadrante, la combinación de los niveles de deuda y los esfuerzos fiscales requeridos limita severamente el espacio fiscal. Un peligro es que un ratio creciente de deuda y las percepciones de riesgo provoquen una subida de las tasas de interés, con lo cual cualquier política fiscal contracíclica se vuelve contraproducente. Dadas las tendencias antes mencionadas en el gasto público, estos riesgos aumentan si la orientación de la política no es clara y creíblemente transitoria. Además, como se señala más abajo, es probable que una política prudente sea más adecuada en el actual contexto económico, debido a los riesgos de una demora mayor en la recuperación global y a un probable aumento de las tasas de interés internacionales.

Los países que requieren de un esfuerzo fiscal mayor para mantener constante el ratio de la deuda y parten de niveles de deuda elevados están situados en el cuadrante inferior derecho del Gráfico 6.9. Los intentos para adoptar políticas “contracíclicas” serían inadecuados y probablemente contraproducentes.

En el análisis anterior, el esfuerzo fiscal requerido se calcula con una estimación del crecimiento potencial pero, como se ha señalado, la mayoría de los países están creciendo por debajo de su potencial — tienen una brecha del producto negativa. Si el esfuerzo fiscal requerido se calcula utilizando las proyecciones de crecimiento de base 2015–18, en promedio el esfuerzo fiscal requerido es de aproximadamente un 1,9% del PIB para el país típico. Si Europa, China y Japón tuvieran que enfrentarse a un escenario de “retraso de la recuperación”, la tasa de crecimiento de América Latina y el Caribe se reduciría y el esfuerzo fiscal requerido sería mayor. Además, si también suben las tasas de interés, por ejemplo en un 1%, se requeriría un esfuerzo fiscal adicional: 2,5% del PIB para el país típico sólo para mantener constante el nivel de deuda. Sin embargo, en la región hay una heterogeneidad considerable. En un país típico, con una deuda sobre PIB superior al 40%, los esfuerzos fiscales requeridos son considerablemente mayores, más del 2,5% del PIB en el escenario base y casi el 4% del PIB en el escenario negativo (ver Gráfico 6.10).

Por lo tanto, los países con una brecha del producto positiva no requerirían políticas contracíclicas dado que están creciendo por encima de su potencial, y si



Fuentes: Estimaciones del personal técnico del BID basadas en fuentes nacionales y FMI (2014b, 2015).

actualmente tienen déficits fiscales estructurales, deberían adoptar una política más restrictiva para evitar el sobrecalentamiento. Sin embargo, la disyuntiva más difícil es cuando las brechas del producto son negativas y se requiere de un ajuste fiscal para asegurar que el ratio de deuda se mantenga constante. En estos casos, se requiere un ajuste a lo largo del tiempo, pero una pregunta válida es: ¿cómo y cuándo debería tener lugar esto? Esta pregunta será abordada más adelante en este capítulo. Los países con una brecha del producto negativa, un superávit fiscal estructural (o pequeño déficit), y una carga de deuda relativamente baja y cercana a un superávit primario que mantendría el nivel de la deuda constante, podrían pensar en adoptar una política fiscal contracíclica. En estas circunstancias, es crucial asegurar que las políticas sean verdaderamente contracíclicas y que no incluyan medidas que aumentan permanentemente los gastos. ¿Sin embargo, qué tipo de política se debería considerar?

Política fiscal contracíclica

Los principales desafíos al considerar una respuesta contracíclica son: (i) la magnitud del multiplicador fiscal; (ii) la duración de las medidas; (iii) los rezagos de implementación; y (iv) las instituciones o medidas necesarias para impedir que las políticas temporales no se conviertan en permanentes. El mantenimiento y la reparación de la infraestructura productiva (como las carreteras, los caminos, puertos, hospitales y escuelas) y los programas de empleo juvenil temporales de formación en la empresa son dos ejemplos de medidas de políticas potenciales. Un tercer ejemplo podría ser una reducción temporal de la tasa del IVA. Sin embargo, los ajustes de las tasas tributarias a menudo requieren aprobación parlamentaria y puede que sea difícil revertirlos.

Consolidación fiscal: ¿cómo?

Aun así, la mayoría de las economías de América Latina y el Caribe no se encuentran en posición de pensar en políticas contracíclicas y actualmente contemplan cómo reducir los déficit fiscales. Sin embargo, ¿cómo pueden reducir los déficit fiscales sin sacrificar el crecimiento y convertir en éxito una consolidación fiscal que conlleve a una verdadera disminución de la deuda?⁴

La composición de un programa de consolidación fiscal adecuado depende de diversas características del país, incluyendo la estructura y el tamaño de la carga tributaria y el nivel y la composición del gasto público. En países con elevadas cargas fiscales y donde el sistema tributario puede distorsionar los incentivos, un aumento mayor de las tasas impositivas probablemente sería contraproducente, dado que se verían perjudicadas las inversiones privadas y la competitividad. La ampliación de la base tributaria o la reducción de partidas de gastos menos

⁴ Hay un debate creciente acerca de las consecuencias de la consolidación fiscal en las economías avanzadas. Ver Alesina, Favero y Giavazzi (de próxima publicación) y Alesina y de Rugy (2013) para un análisis y referencias.

eficientes seguramente serían más eficaces para reducir los ratios de deuda. Por otro lado, los países con bajas cargas fiscales y bajos niveles de gasto público, como es el caso de varios países en América Central, quizá tengan dificultades para reducir más los gastos.

También hay oportunidades en la región para aumentar los ingresos mejorando la administración tributaria (ver Corbacho, Fretes Cibils y Lora, 2013). El porcentaje de contribuyentes registrados que no presentan su declaración es de hasta una tercera parte de todos los contribuyentes activos, tanto para el IVA como para el impuesto sobre la renta (personal e impuesto de sociedades) y el porcentaje de contribuyentes que son inspeccionados y auditados son sólo una pequeña fracción de los contribuyentes activos. Los países en la región que han implementado las facturas electrónicas son la excepción más que la regla y, en la mayoría de estos casos, sólo se requiere que éstas sean utilizadas por una pequeña parte de los contribuyentes. Por lo tanto, la evasión tributaria sigue siendo alta. Un uso más generalizado de las facturas electrónicas podría reducir la evasión, sobre todo en relación con el IVA.⁵

El diseño de cualquier programa de consolidación fiscal también puede depender de la composición del gasto por niveles de gobierno. En algunos casos, el gobierno central puede tener la oportunidad para mejorar la eficiencia del gasto y, en otros casos, estas oportunidades se pueden concentrar más en los gobiernos subnacionales, en los sistemas de seguridad social (incluyendo las pensiones), las empresas de propiedad estatal u otras entidades públicas descentralizadas. Numerosos países de la región pueden focalizar una consolidación fiscal en un ámbito específico, que minimice a la vez el impacto en el crecimiento. Como se debate detalladamente en Corbacho, Fretes Cibils y Lora (2013), el total de los gastos tributarios en la región oscila entre el 2% y el 8% del PIB, y puede que haya diversas oportunidades para obtener beneficios fiscales sin sacrificar el crecimiento racionalizando las excepciones y otros subsidios tributarios.

Un segundo ámbito consiste en mejorar la focalización del gasto incluyendo el gasto social. Sólo en la región de América Central, los beneficios de reducir las filtraciones y limitar los beneficios a quienes se sitúan en el 40% más bajo de la distribución del ingreso crearían ahorros fiscales de aproximadamente 0,5% del PIB (Izquierdo, Loo-Kung y Navajas, 2013). Las reformas de los parámetros de los sistemas de seguridad social, si van acompañadas de una mejor fijación de metas, también podrían reducir las transferencias requeridas del gobierno central a los fondos de pensión. En el próximo capítulo, se vuelve a abordar el gasto social. Además, existen oportunidades para introducir ahorros fiscales racionalizando el sistema de transferencias entre diferentes niveles de gobierno y ejerciendo un mejor seguimiento y control.⁶

Por último, el actual contexto de precios del petróleo más bajos ofrece una oportunidad única para reducir la dependencia de los subsidios a la energía, cuyos beneficios favorecen desproporcionadamente a los hogares de más altos ingresos y, también, para perseguir objetivos ambientales. Las estimaciones preliminares entre una muestra de 16 países importadores

⁵ Se recomienda consultar BID, CAPTAC-DR y CIAT (2013).

⁶ Un ejemplo es la centralización en 2013 de la nómina de los maestros en todos los niveles de gobierno en México.



de petróleo en la región indican que si los precios de los combustibles líquidos se mantienen a nivel del precio de referencia de US\$1,01/litro, en lugar de bajarlo cuando el precio del petróleo disminuye, cobrando una tasa tributaria promedio de US\$0,33/litro, podrían disponer de ingresos adicionales promedio de aproximadamente el 1,3% del PIB.⁷ Si un grupo de cuatro exportadores de petróleo aumentara sus precios internos hasta esa misma referencia internacional, los ahorros fiscales llegarían a aproximadamente el 3,2% del PIB (entre el 0,7% del PIB en México, al 6,4% del PIB en Venezuela). Una simulación para América Central, Panamá y la República Dominicana indica ahorros fiscales potenciales de un 0,3% adicional del PIB, debido a las caídas en los precios del petróleo y suponiendo que los precios de la electricidad doméstica se mantienen iguales.

Al diseñar un programa de consolidación fiscal, la inversión en infraestructura productiva debería protegerse todo lo posible para salvaguardar el crecimiento. Sin embargo, mejorar la eficiencia de estos programas podría permitir ahorros de costos o mayores inversiones para impulsar la producción.

Es evidente que no existe un programa estandarizado aplicable a todos los casos. Además, los programas de consolidación fiscal pueden ser menos contractivos (o incluso pueden aumentar el crecimiento) cuando se ven acompañados por reformas más fundamentales (como bajar los impuestos sobre el trabajo o el capital) y por otras reformas estructurales que promueven la competitividad, el comercio y la flexibilidad del mercado laboral.

La consolidación fiscal: ¿cuándo?

¿Cuál es el momento y la velocidad adecuados de un programa de consolidación fiscal? En un país que no tiene brecha del producto (el crecimiento se encuentra en su nivel potencial) pero que tiene un alto déficit fiscal estructural y paga altas tasas de interés sobre un nivel de deuda importante, la respuesta es clara. Los esfuerzos fiscales deberían ser inmediatos y relativamente rápidos dado que el ahorro en el pago de intereses implica que el país tendrá que realizar un ajuste más pequeño y con una brecha del producto cerrada, los efectos multiplicadores en el crecimiento deberían ser limitados. Por otro lado, si un país tiene una brecha del producto negativa importante y paga tasas de interés relativamente bajas pero necesita introducir ajustes, ese ajuste debería ser más progresivo, dado que los ahorros en intereses son menores y que los efectos multiplicadores pueden ser mayores. Un caso más complicado es un país que necesita introducir ajustes pero tiene una brecha del producto negativa y paga una tasa de interés sobre la deuda relativamente alta. La velocidad adecuada del ajuste sería un delicado equilibrio entre la consolidación fiscal y, por ende, una disminución de la deuda, y de ahí los gastos en intereses, versus

⁷ El precio de referencia de Estados Unidos para 2013 es de US\$1,01/litro. Para estimaciones de los niveles actuales de los subsidios a la energía, véase Clements *et al.* (2013) y Parry *et al.* (2014). Debe señalarse que si no hay subsidios y que existe un impuesto ad valorem sobre las ventas, los ingresos fiscales disminuirían si no se introduce ningún cambio tributario y hay una caída del precio del petróleo.

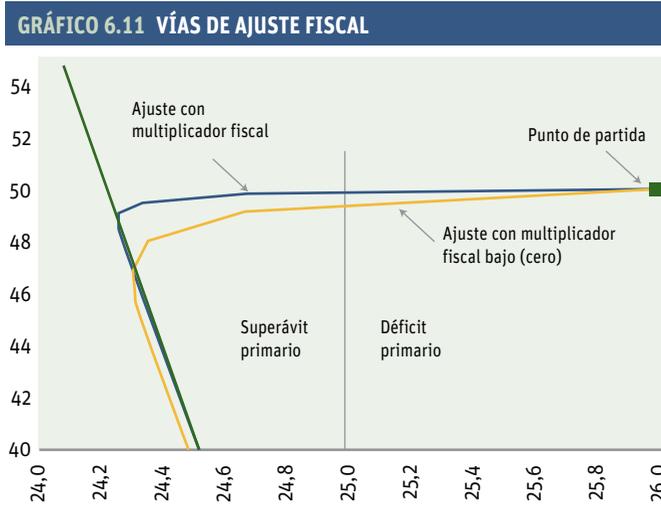
el impacto negativo en el crecimiento que podría tener dicho programa.

Pensemos en un país típico en la región que requiere un programa de consolidación fiscal, tiene un ratio deuda/PIB de 48%, un crecimiento potencial de 3% al año y paga una tasa de interés real de 3,5% sobre la deuda, obtiene el 25% del PIB en recaudación pero tiene gastos primarios equivalentes al 26% del PIB y un déficit primario de 1%.

Suponiendo un multiplicador fiscal bajo (cero), este país podría, por ejemplo, alcanzar un ratio de deuda/PIB potencial de 40% en 10 años mediante un programa de consolidación fiscal.⁸ Durante la transición, el ratio deuda/PIB disminuye cada año y el país debe generar un superávit fiscal primario. A su vez, los gastos deben caer por debajo de los niveles de los ingresos durante varios años pero pueden eventualmente volver a aumentar a medida que la deuda disminuye.

Si hay un efecto multiplicador del gasto, el proceso de consolidación podría tardar bastante más. Por ejemplo, supongamos que el multiplicador fiscal es 0,5 bajo supuestos similares, incluyendo la velocidad del proceso de consolidación, llegar a un 40% del ratio potencial del PIB tardaría 14 años en lugar de 10. Con el fin de alcanzar un ratio de deuda de 40% en 10 años, se requeriría un ajuste fiscal más agudo — concretamente, las simulaciones sugieren un 1,9% del PIB en el primer año en lugar de un 1,7% del PIB. El Gráfico 6.11 ilustra posibles vías de ajuste.

Sin embargo, supongamos que las tasas de interés aumentan en 1% y el crecimiento disminuye a 2,5%, lo que refleja un escenario más negativo. En el caso de un multiplicador fiscal bajo (cero), el programa de ajuste fiscal original lograría un ratio de deuda de 40% en 12 años en lugar de 10. Y en el caso de un multiplicador fiscal de 0,5, sólo se alcanzaría la meta en 22 años. Además, si el multiplicador fiscal fuera aún más alto (1,25), la deuda no convergería de ninguna manera. Se requeriría un programa de consolidación mucho más agresivo para asegurar que el ratio deuda/PIB converja en un nivel inferior.



Fuente: Estimaciones del personal técnico del BID basadas en Miller y Zhang (2013).

⁸ Para estas simulaciones utilizamos el modelo definido en Miller y Zhang (2013). El Apéndice C define el modelo más detalladamente. Debe señalarse que la versión del modelo se basa en otros ingresos y que sólo se tienen en cuenta los ingresos fiscales. El multiplicador fiscal se define como la respuesta del PIB a los shocks de gasto público (ver Blanchard y Perotti (2002), para una discusión).

Estas simulaciones ilustran algunas de las disyuntivas y peligros de los programas de consolidación fiscal y sugieren que el país típico que requiere de tal programa podría entrar en un terreno riesgoso si no se actúa rápidamente. Lo fundamental es que los países consideren los programas de consolidación fiscal más temprano que tarde y más rápido en lugar de progresivamente para reducir el riesgo de caer en una aritmética de deuda desagradable.

Conclusiones

Los países se están enfrentando a decisiones de política más difíciles. Para un país que se encuentra cerca o en el nivel de producto potencial pero con un alto déficit fiscal estructural y una deuda creciente, la recomendación de política es clara: se requiere de un programa de consolidación fiscal. Para aquellos pocos países con una brecha del producto negativa y una posición fiscal sólida, se podría considerar algún tipo de política contracíclica, pero esa política debería ser verdaderamente contracíclica y no sencillamente expansiva, como demostró ser la respuesta a la Gran Recesión en la región. Los casos de países con una brecha del producto negativa pero con un déficit fiscal estructural y una deuda relativamente alta son más complejos. Un factor crucial es sondear la reacción del mercado ante cada decisión de política. Una política fiscal prudente podría ser la respuesta adecuada para asegurar tasas de interés más bajas y evitar el aumento de la deuda, sobre todo en el contexto de los riesgos actuales para el crecimiento global y las tasas de interés crecientes en Estados Unidos, y especialmente en países que se enfrentan a ingresos fiscales provenientes de las materias primas considerablemente inferiores.

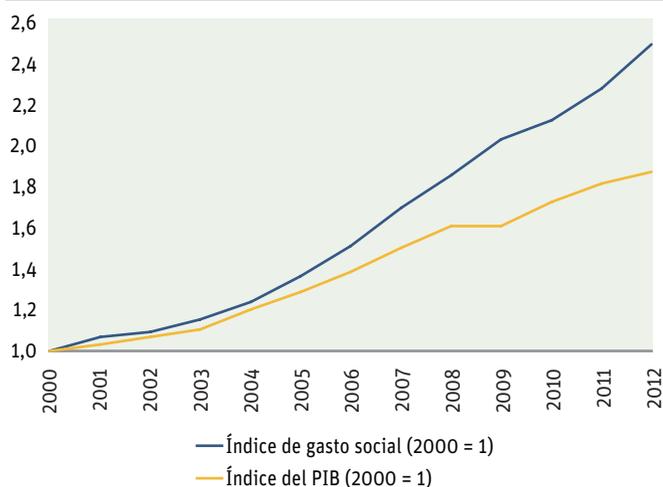
CAPÍTULO 7

Los retos macroeconómicos de las políticas sociales

A lo largo de la última década y media, la región de América Latina y el Caribe ha logrado notables progresos en la reducción de la pobreza y en la mejora de los indicadores sociales. La extrema pobreza disminuyó en más de una tercera parte, de 19,3% en 2002 a 12,0% en 2014;¹ Y la desigualdad, según el coeficiente de Gini, disminuyó de 0,56 a 0,51.² Paralelamente, la mortalidad infantil disminuyó de 32 a 18 muertes por cada 100.000 nacidos vivos entre 2000 y 2013 (ver UN IGME, 2014). Hacia 2013, las tasas de matrícula escolar entre los niños de 6–11 años alcanzaron el 98%, y entre los 12 y los 17 años aumentaron hasta el 87%.³ A pesar de que persisten las brechas entre diferentes niveles de ingreso y grupos demográficos, los mayores progresos en la reducción de la desnutrición crónica y en el aumento de las tasas específicas de matrícula escolar por edad beneficiaron a los niños de los niveles socioeconómicos más bajos.

Muchos de estos logros fueron impulsados por el aumento considerable en el gasto público tratado en el capítulo anterior. Como se puede ver en el Gráfico 7.1, entre 2000 y 2012, el

GRÁFICO 7.1 GASTO SOCIAL Y PIB EN AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE 2000–12



Fuentes: CEPAL (2014) y FMI (2014b). Todos los cálculos tienen pesos por tamaño poblacional. Se utilizan los mismos 11 países para los cuales están disponibles los datos de gasto social en CEPAL (2014).

¹ CEPAL (2014). Se predice la tasa de pobreza para 2014.

² Cálculos ponderados por la población de las Encuestas armonizadas de los hogares, del BID, para el período 2003–2013.

³ Encuestas armonizadas de los hogares, del BID/SCL – 16 países con datos de 2000–2013, promedio ponderado por la población.

gasto social total aumentó a un ritmo mucho más rápido que el PIB; de hecho, a lo largo de este período el gasto social como porcentaje del PIB aumentó del 14% a casi el 19%. El rápido aumento del PIB per cápita también contribuyó directamente a mejorar los resultados sociales. La descomposición de la reducción de la desigualdad se atribuye entre una tercera parte y la mitad a la mejora de los ingresos salariales de los pobres asociados a un crecimiento más rápido (Levy y Schady, 2013). Este informe sugiere que estos dos canales de mejora de los resultados sociales —aumento rápido del gasto social y altos índices de crecimiento— podrían ser menos favorables en los próximos años. El espacio fiscal al que se enfrentan la mayoría de los países es cada vez más limitado, junto con una posible prolongación del período de menor crecimiento, indica que es poco probable que la tendencia de aumentos en el gasto social sea sostenible en los próximos años. Si bien hay diferencias entre países, es probable que muchos se enfrenten a presiones para lograr más con un nivel de recursos similar o inferior.

En este contexto, es esencial evitar retroceder las mejoras recientes en los resultados sociales. De hecho, pareciera que el progreso en la reducción de la pobreza ya se ha estancado. Es necesario desplegar políticas para consolidar y aumentar los logros sociales. Más específicamente, la región se enfrenta a dos retos: (i) asegurar que el entorno macroeconómico menos favorable no se traduzca en una mayor desigualdad y pobreza; y (ii) diseñar políticas sociales que contribuyan a aumentar la productividad y acelerar el crecimiento de mediano plazo. A pesar de sus mejores intenciones, las políticas sociales que no se alineen con la productividad situarán a América Latina y el Caribe en una senda de menor bienestar. Un gasto social más inteligente debe ser una respuesta clave al desafío que supone el escenario de bajo crecimiento prolongado —promoviendo mercados laborales más eficientes, estimulando la acumulación de capital humano, ayudando a los trabajadores a ser más efectivos en sus funciones y, eventualmente, como se señala en el capítulo 2, cerrando las brechas de productividad con otras regiones.

Este capítulo trata de cómo se pueden diseñar aspectos de las políticas sociales en los ámbitos de los mercados laborales y la seguridad social, programas contra la pobreza, salud y educación para proteger los importantes beneficios sociales alcanzados y mejorar la posición de la región para un crecimiento a largo plazo. El debate se centra en tres ámbitos:

- mejorar la eficiencia centrándose en la calidad,
- promover la estabilidad y protección de los ingresos sin distorsionar los incentivos de los trabajadores,
- proceder con cautela en relación con la aprobación de compromisos potencialmente costosos e irreversibles.

Mejorar la eficiencia centrándose en la calidad

En América Latina y el Caribe hay un amplio espacio para mejorar la eficiencia del gasto y conseguir más con la misma cantidad de recursos. En sectores como la salud, la protección social,



la capacitación laboral y la educación, la calidad de los servicios sigue siendo el principal reto que hay que afrontar.

La salud

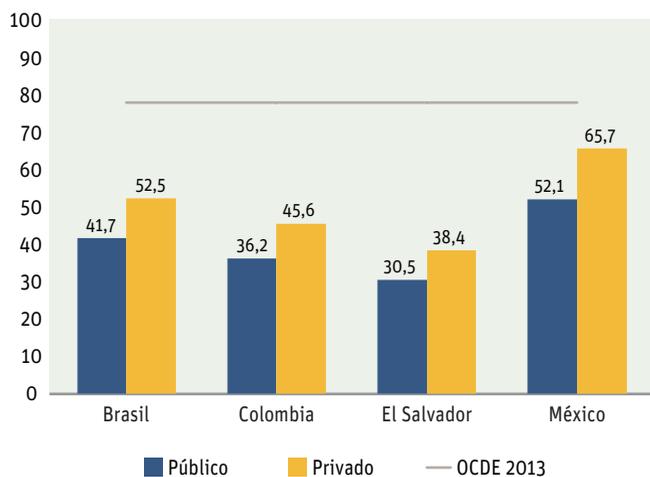
Los sistemas de salud de la región se enfrentan a presiones debido al envejecimiento de la población, al aumento de las enfermedades crónicas, a las demandas para ampliar la cobertura y a la adopción de avances tecnológicos. En un escenario fiscalmente limitado, la prioridad consiste en adoptar políticas para aumentar la eficiencia técnica y de asignación sin sacrificar la cobertura y la calidad. Las políticas deberían centrarse en dos ámbitos: (i) gastar mejor, y (ii) desplazar más recursos hacia los servicios preventivos.

Un análisis de 191 países encontró que América Latina y el Caribe se encuentra entre 12 y 44 puntos porcentuales por debajo de los países más eficientes en la producción de una esperanza de vida saludable — Evans *et al.* (2000). Marinho, de Souza Cardoso y de Almeida (2012) revelan grandes discrepancias en los rendimientos a la inversión de los países de la región expresadas en indicadores como la esperanza de vida, la tasa de mortalidad infantil y los años de vida recuperados por enfermedades contagiosas y no contagiosas, y a causas externas. Las ineficiencias se relacionan con los recursos humanos, la tecnología de la salud y los fármacos, la organización de proveedores, el mal uso de recursos y los paquetes de intervención inadecuados.

Entre las medidas para mejorar la eficiencia se incluye: (i) cerrar las brechas entre la planificación y la asignación presupuestaria adoptando enfoques de compras estratégicas o de óptima relación calidad/precio, en los que las decisiones de financiamiento de la salud se basen en criterios de priorización explícitos, en evidencia sobre la relación costo efectividad de las intervenciones y en la calidad y eficiencia de los proveedores; y (ii) proporcionar incentivos a la productividad, la calidad y la innovación a través de mecanismos de pago como el financiamiento basado en resultados.

Por otro lado, la implementación de servicios preventivos —clave para reducir la tasa de crecimiento del gasto en salud y contener la incidencia creciente de las enfermedades crónicas— es una etapa incipiente en la región. Un estudio del BID de usuarios regionales, que replica una metodología aplicada en los países de la OCDE, encontró que sólo el 31%–52% de los usuarios de los servicios de salud pública en los países encuestados informaron tener un conjunto mínimo actualizado de medidas de prevención de salud, en contraste con un promedio del 80% entre los países de la OCDE. Ver Gráfico 7.2 y Guanais *et al.*, de próxima publicación). En siete países de la región, se estimaba que el 20% de las hospitalizaciones podrían evitarse con un buen sistema de atención primaria (Guanais, Gómez-Suárez y Pinzón, 2012). El fortalecimiento de la capacidad de respuesta y la calidad de la atención temprana, como puerta de entrada al sistema de salud, pueden disminuir la necesidad de servicios complejos y caros (OCDE, 2010; Smith, 2012).



GRÁFICO 7.2 CALIDAD DE LA ATENCIÓN: PORCENTAJE DE MEDIDAS DE PREVENCIÓN AL DÍA

Fuente: Guanais et al. (de próxima publicación).

Nota: La OCDE es la media de los 11 países de la OCDE en el Estudio de Políticas de Salud Internacional.

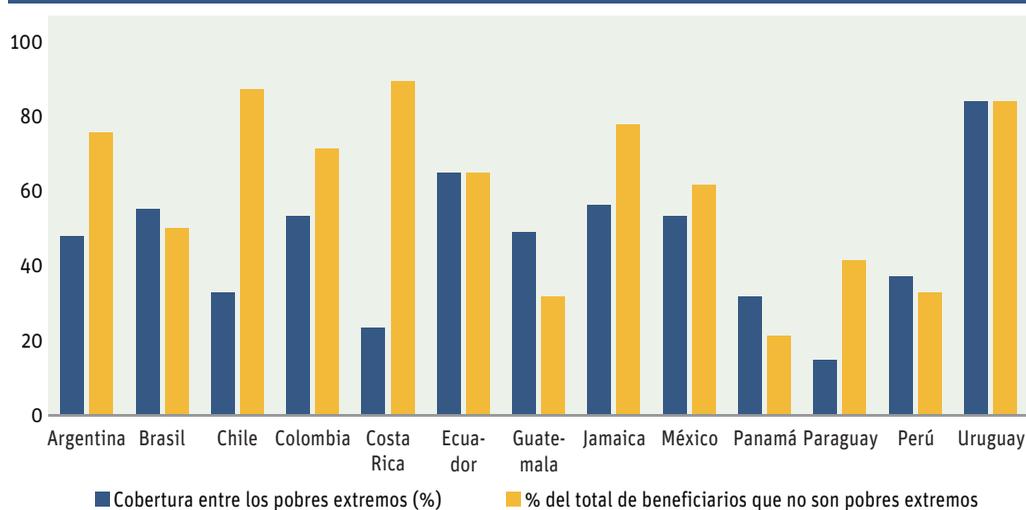
La protección social: Los programas de transferencias monetarias condicionadas (TMC)

Desde los años noventa, cuando las transferencias de efectivo se complementaban con los mecanismos de corresponsabilidad para estimular la acumulación de capital humano, las TMC han aumentado rápidamente en la región. En 2010, aproximadamente 129 millones de personas en 18 países en América Latina y el Caribe

—24% de la población— recibían transferencias que representaban un promedio de 20%–25% de los ingresos familiares. Las TMC han sido efectivas para reducir la incidencia y, sobre todo, la intensidad de la pobreza. También han mejorado la asistencia escolar y han disminuido el trabajo infantil, contribuyendo así a la progresión escolar (ver Levy, 2009; Fiszbein y Schady, 2009; Saavedra y García, 2012). También han promovido el uso de los servicios de salud y han reducido la mortalidad en grupos de edad específicos (Gaarder, Glassman y Todd, 2010).

Sin embargo, es necesario abordar al menos tres cuestiones. En primer lugar, la ampliación de la cobertura ha generado más beneficios para el pobre no extremo, mientras que la cobertura de los que viven en la extrema pobreza se encuentra por debajo del nivel universal. De esta manera, aunque en general las TMC han definido los objetivos más eficientemente que los programas anteriores, hay dificultades actuales de fuga de los programas y de cobertura insuficiente, como se muestra en el Gráfico 7.3 y en Stampini y Tornarolli (2012). Para mantener su efectividad como instrumento de lucha contra la pobreza, las TMC deberían centrarse prioritariamente en los grupos más pobres, sobre todo en las zonas rurales donde la pobreza es crónica.

En segundo lugar, en varios países el valor real de las transferencias, medido como porcentaje de los beneficiarios de los ingresos familiares, ha aumentado hasta el 40% del ingreso de los hogares (Stampini y Tornarolli, 2012; Levy y Schady, 2013). Los niveles de transferencia deberían ser de una magnitud razonablemente modesta —no superior al 20%–25% del ingreso promedio de los hogares de los beneficiarios antes de la transferencia. Los aumentos de los niveles de transferencia deberían estudiarse cuidadosamente en el contexto de su potencial como incentivo negativo en el mercado laboral. Por último, en algunos países los beneficios han llegado

GRÁFICO 7.3 TRANSFERENCIAS MONETARIAS CONDICIONADAS EN AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE

Fuente: Stampini y Tornarolli (2012).

Nota: TMC son transferencias monetarias condicionadas.

a depender de la forma de participación de los trabajadores en el mercado laboral, en particular, de su condición de informales. Esto ha generado incentivos para seguir siendo informal, lo cual resulta perjudicial para los ingresos de los trabajadores y la productividad de la economía.

La capacitación

La productividad laboral está parcialmente determinada por las capacidades que un empleado aporta al trabajo y cómo estas capacidades son utilizadas por las empresas. Décadas de políticas educativas deficientes han dejado en la región una fuerza laboral con capacidades relativamente bajas, un cuello de botella importante tanto para la adopción de nuevas tecnologías como para el uso productivo de las ya existentes. Invertir en los trabajadores puede aumentar la productividad laboral y, con ello, el potencial de crecimiento económico (Bassanini *et al.*, 2005). La capacitación puede ser particularmente relevante durante los períodos de desaceleración económica, cuando el costo de oportunidad es menor.

Todos los países de la región tienen impuestos al trabajo para financiar la capacitación de los trabajadores que oscilan entre el 0,25% en Uruguay y el 3% del total del salario en Jamaica. Sin embargo, en muchos casos hay escasa o nula información sobre los rendimientos y no hay rendición de cuentas. Un reciente estudio del BID llega a la conclusión de que la capacitación en el lugar de trabajo parece aumentar la productividad, pero sólo en el caso de las grandes empresas. Un aumento de un punto porcentual en la proporción de empleados capacitados aumenta la productividad en un 0,8% de las empresas de más de 100 empleados (Flores-Lima, González-Velosa y Rosas-Shady, 2014). El estudio también demuestra que la gran mayoría de las

empresas autofinancian su capacitación en lugar de utilizar recursos públicos. Sólo el 14%–19% de las empresas declararon haber utilizado fondos públicos para capacitación en los últimos tres años, mientras que el 78%–94% declararon utilizar el autofinanciamiento.⁴ Esto subraya la necesidad de revisar la cobertura, la definición de objetivos y la relevancia de los instrumentos públicos en la región que apoyan la capacitación en la empresa.

Se podría lograr un impacto mayor invirtiendo esos recursos en: (i) desarrollar mecanismos para alinear la capacitación con las necesidades de las empresas y los trabajadores; (ii) mejorar la calidad de la capacitación ofrecida; y (iii) establecer sistemas de monitoreo y evaluación. Una mejora de la calidad de la capacitación promovería aumentos en la productividad y potencialmente reduciría las pérdidas de empleos.

La educación

Durante las tres últimas décadas, América Latina y el Caribe ha logrado enormes progresos en la matrícula escolar. Algunos países de la región también experimentaron un progreso modesto en el aprendizaje de los alumnos. Sin embargo, los alumnos de América Latina y el Caribe siguen teniendo resultados que se sitúan en el cuartil inferior en la distribución de las puntuaciones de las pruebas en la mayoría de las evaluaciones internacionales, particularmente el más reciente Programa para la Evaluación Internacional de Alumnos (PISA). En PISA 2012, los resultados de los alumnos de los siete países de América Latina y el Caribe que participaron se encontraban entre los últimos 14 de 65 países (Bos, Ganimian y Vegas, 2014).

Los malos resultados en términos de calidad contrastan con los datos presupuestarios. El gasto en educación ha aumentado de 4,2% del PIB en 2000 a 5,6% en 2013 (CEPAL, 2014). Sin embargo, no hay evidencia consistente de que el gasto en insumos como infraestructura física, tecnología en las aulas, becas de financiación para la educación flexible o tamaños más pequeños de las clases mejore los resultados de aprendizaje de los alumnos. La efectividad de los maestros es el principal instrumento para mejorar el aprendizaje de los alumnos y una creciente evidencia señala que el desempeño de los maestros en las aulas y la calidad de las interacciones maestro-alumno determinan los resultados del aprendizaje (Hamre *et al.*, 2014; Araujo *et al.*, 2014). Para mejorar la calidad de la enseñanza, puede que la región tenga que: (i) introducir procesos selectivos para reclutar a los individuos más talentosos en la profesión docente; y (ii) fortalecer los mecanismos para motivar a los maestros para rendir óptimamente, incluyendo el desarrollo y apoyo profesional permanente, así como instrumentos para recompensar la excelencia docente. Estos factores no requieren un mayor gasto, sino un gasto con objetivos mejor definidos.

Al mismo tiempo, las tendencias demográficas en relación con alumnos y maestros presentan una oportunidad para mejorar la eficiencia. Por un lado, la composición global de los

⁴ Esta gama representa la diferencia entre el promedio de las empresas pequeñas y grandes. En otras palabras, el 14% de las empresas pequeñas declaró haber usado recursos públicos para actividades de capacitación, comparado con el 19% de las empresas grandes.

alumnos seguirá alejándose de la escuela primaria; por otro, aproximadamente una sexta parte de la fuerza docente llegará a la edad de jubilación en los próximos cinco años. Será importante monitorear los cambios demográficos para planificar los tamaños adecuados de las clases y desplegar maestros nuevos donde sea necesario y con las habilidades adecuadas. Dados estos cambios, en algunos países existen oportunidades para reasignar el gasto más eficientemente fusionando las clases, los colegios y/o los distritos escolares.

Con el fin de identificar estas oportunidades, el monitoreo futuro del gasto requiere fortalecer diversos sistemas de gestión de datos sobre la educación (lo que incluye censos de alumnos, maestros, colegios y evaluaciones del aprendizaje de los alumnos). A su vez, esto requerirá un fortalecimiento institucional de las oficinas de educación en todos los niveles.

La promoción de la estabilidad y protección de los ingresos sin distorsionar los incentivos de los trabajadores

Existen incentivos comprensibles, sobre todo durante los períodos de desaceleración económica, para ampliar la cobertura de seguridad social y para proteger a los trabajadores contra la pérdida de sus ingresos. Sin embargo, algunas de estas políticas pueden volverse involuntariamente permanentes y ser perjudiciales para el crecimiento a largo plazo. Esta sección aborda las opciones de política que son compatibles con la promoción de la estabilidad de los ingresos a la vez que mantienen los incentivos para participar en el sector formal con el fin de aumentar la productividad a largo plazo.

Mejorar la cobertura por pérdida de empleo

En general, la región cuenta con un sistema precario y truncado de protección contra la pérdida del empleo que aumenta los costos de las crisis e impide la estabilización automática de los ingresos. Casi todos los países de América Latina y el Caribe tienen sistemas obligatorios de indemnización por despido, pero sólo ocho proporcionan un seguro de desempleo (11 si se incluye aquellos que cuentan con sistemas de capitalización individual obligatorios). Sin embargo, estos instrumentos sólo están disponibles para grupos selectos de trabajadores asalariados formales, que constituyen sólo el 42% de la fuerza laboral.⁵ De esta manera, la mayoría de los trabajadores no cuentan con un mecanismo de protección preestablecido en caso de desempleo.

En un sistema de indemnización, la suma total pagada a un trabajador formal despedido se acumula a lo largo del tiempo y sólo se aplica en caso de despido improcedente, lo cual proporciona a las empresas incentivos para acortar la permanencia en el puesto de trabajo por debajo de los niveles óptimos, o para embarcarse en litigios a propósito de la causa del despido. Un sistema

⁵ La media para 19 países en 2013, del Sistema de indicadores del mercado laboral y la seguridad social del BID. La cifra representa la proporción de trabajadores asalariados formales en relación con el total de la población activa (trabajadores empleados y desempleados).



de pago por despido también puede generar distorsiones al alentar a las empresas a contratar trabajadores permanentes con contratos temporales, lo cual ha demostrado reducir la productividad (Dolado y Stucchi, 2008). Hay espacio considerable para mejorar la cobertura y el diseño de instrumentos de protección del empleo hacia aquellos modelos que mejoran la productividad a largo plazo como el seguro de desempleo, y alejarse de los sistemas de pago por despido que pueden perjudicar sin querer la productividad y desalentar la creación de empleos formales.

El seguro por desempleo puede ayudar a las familias a aliviar la pérdida de ingresos a la vez que proporciona incentivos consistentes a trabajadores y empresas en relación con la capacitación en el lugar de trabajo y la retención de trabajadores experimentados y productivos. Una reforma de las políticas por despido reduciría el costo laboral asociado con la incertidumbre debida al alto grado de litigación, lo que a su vez promovería un empleo más formal de mayor duración. El aumento de los contratos de empleo formal de duración indefinida tendría el beneficio añadido de mejorar la cobertura de la pensión contributiva y de los programas de salud, proporcionando más espacio fiscal a largo plazo. A su vez, una mayor formalidad y un menor grado de empleo temporal generarían aumentos de productividad.

En el caso de los trabajadores formales, hay ventajas en alejarse de un instrumento estándar de pago por despido hacia un instrumento mixto que incluya la compensación en caso de despido, así como cuentas de capitalización individual, financiadas por las empresas (y, posiblemente, por los trabajadores) que estarían disponibles para el trabajador en caso de renuncia voluntaria o despido. Los ahorros mejorarán la efectividad del instrumento, particularmente durante períodos de desaceleración económica.

Una acción complementaria consistiría en fortalecer los servicios de empleo público de modo que el seguro de desempleo y el pago por despido/cuentas individuales puedan vincularse con políticas activas de capacitación y de búsqueda de empleo. Los programas se pueden integrar a través de “ventanillas únicas”, que consolidan los servicios y proporcionan sinergias a quienes buscan un empleo con el objetivo último de alcanzar la reintegración rápida y efectiva de los trabajadores.

En el caso de una crisis, los programas de empleo temporal (PET) o de obras públicas a menudo se dirigen a trabajadores sin certificación y/o escasas habilidades. Estos programas pueden ser efectivos para proporcionar protección por la pérdida de empleo de los trabajadores informales, pero no deberían renunciar a sentar las bases de sistemas efectivos de protección en el largo plazo, es decir, a promover la formalidad. También es importante aprender de la experiencia pasada con los PET, a saber, el diseño de proyectos fáciles de implementar, minimizando los costos administrativos de manera que los recursos lleguen la mayor parte a los trabajadores, y la fijación de un nivel bajo de transferencias que incentive la autoselección de la oferta laboral (entrada y salida del trabajo).

Reducir los impuestos al trabajo para promover empleos en el sector formal

Como se analizaba en el capítulo anterior, puede que subir los impuestos no sea la forma más adecuada de ajuste fiscal. Esto es particularmente cierto en el caso de los impuestos al trabajo



que tienden a promover la informalidad. De hecho, hay una relación negativa entre el costo del trabajo y la tasa de creación de empleos formales y, si bien esta elasticidad varía de un país a otro, es claro que los impuestos más altos al trabajo pueden provocar una destrucción del empleo formal (Bosch, Melguizo y Pagés, 2013). Como se señalaba en el Informe macroeconómico de América Latina y el Caribe de 2014, la disminución de los impuestos al trabajo puede aumentar la productividad y el crecimiento a mediano plazo reduciendo parcialmente la informalidad.

La promoción de la participación de la mujer en la fuerza laboral

Aumentar la participación de la mujer en la fuerza laboral también puede mejorar la productividad, promover la igualdad de género y aumentar el ingreso per cápita. Las estimaciones de la región indican que la pérdida por la baja participación femenina oscila entre un 3,4% del PIB en el caso de México y un 17% del PIB en Honduras (Mateo Díaz y Rodríguez-Chamussy, 2015). Las estimaciones de los países de la OCDE incluyen un 5% del PIB para los EE.UU. y un 9% del PIB para Japón (Elborgh *et al.*, 2013). A pesar de que América Latina y el Caribe es la región que experimenta el mayor crecimiento de la participación de la mujer en la fuerza laboral en el mundo (un aumento del 49% en 2000 al 54% en 2013) los niveles de participación de la mujer aún acusan un retraso con respecto al Este asiático y al Pacífico (54% contra 63% en 2013). Las cohortes más jóvenes de mujeres están alcanzando niveles de logros educativos similares o superiores a los hombres en la mayoría de los países de la región. La inversión en el cuidado del niño y en los programas escolares extracurriculares de calidad, la promoción de fórmulas de empleo flexible y la revisión de la legislación sobre el trabajo y el seguro social para asegurar el trato igual de las mujeres puede reducir las barreras y, a su vez, promover la inserción laboral.

Cautela al aprobar compromisos costosos e irreversibles

Como se señala en el capítulo anterior, debido a motivos de economía política, puede que las medidas aprobadas por los responsables de las políticas como transitorias resulten muy difíciles de cambiar, creando compromisos irreversibles. Además, algunas de estas políticas pueden ser sumamente caras, sobre todo si se consideran los cambios demográficos que experimenta la región. Esta sección aborda algunas políticas selectas particularmente vulnerables en este sentido.

Políticas de salario mínimo

Los salarios mínimos siguen creciendo en términos reales en América Latina y el Caribe, y generan importantes beneficios para algunos trabajadores. Sin embargo, los salarios mínimos también generan perdedores, a saber, aquellos que no pueden encontrar un empleo formal ni cualquier otro tipo de empleo, dados los altos costos laborales asociados con el salario mínimo.



Un porcentaje considerable de la fuerza laboral asalariada gana sueldos por debajo del salario mínimo en la región, que oscilan entre un 15% y un 17% en México y Uruguay, respectivamente, y entre un 61% y un 74% en Guatemala y Honduras. Estas cifras aumentan a medida que el nivel del salario mínimo sube en relación con el salario medio. Es importante mostrarse cautos antes de subir el nivel del salario mínimo con el fin de evitar que el desempleo aumente y el empleo formal disminuya, perjudicando el crecimiento y la productividad a largo plazo, en detrimento de los propios trabajadores.

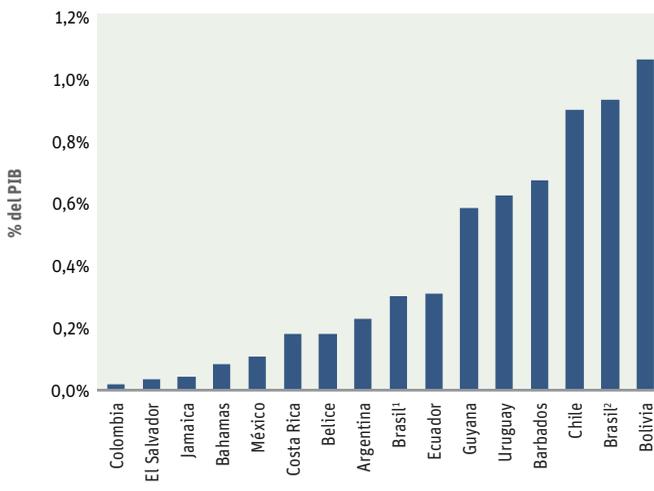
Mecanismos de ajuste y niveles de las pensiones no contributivas

Sólo cuatro de cada 10 adultos de 65 años o más reciben una pensión contributiva en América Latina y el Caribe. La baja cobertura de las pensiones contributivas ha generado una rápida expansión de las llamadas pensiones no contributivas (PNC) que, desde luego, al final alguien debe pagar. Esto ha permitido aumentar la cobertura de los adultos mayores que reciben una pensión. Todos los países han instituido alguna u otra forma de pensión no contributiva para abordar el problema de la pobreza en la población de edad avanzada. Si se suman los dos tipos, el porcentaje de adultos mayores que reciben una pensión aumenta del 4 al 6 sobre 10 y el número de personas que reciben una PNC sigue aumentando rápidamente en la región.

Si bien esto es positivo desde el punto de vista de la reducción de la pobreza, si no se adoptan medidas adecuadas, las PNC pueden volverse insostenibles desde una perspectiva fiscal y económica. Esto refleja a la vez el peso de las tendencias demográficas y los incentivos que

pueden generar las PNC para abstenerse de cotizar para las pensiones. En los próximos 35 años, el porcentaje de adultos de 65 años o más aumentará del 7% al 20% de la población total. A la luz de este cambio en la pirámide poblacional, los costos fiscales de las PNC se triplicarán. Por lo tanto, es importante establecer medidas para salvaguardar su sostenibilidad. Como se puede ver en el Gráfico 7.4, hay una considerable heterogeneidad entre los países en el nivel de transferencias de

GRÁFICO 7.4 GASTO PÚBLICO EN PENSIONES NO CONTRIBUTIVAS EN 2012 (COMO PORCENTAJE DEL PIB)



Fuente: Bosch, Melguizo y Pagés (2013).

¹ Benefício de Prestação Continuada.

² Pensão Rural.

las PNC. Mientras que en ocho países el costo total de las PNC es actualmente menos del 0,5% del PIB, en Bolivia, los gastos equivalen a más del doble, con un porcentaje superior al 1% del PIB. Si la pensión actual se ajusta en términos reales, el gasto corriente en las PNC pasará de aproximadamente el 1% en Bolivia y en las zonas rurales de Brasil a más del 2% o 3% del PIB hacia 2050 (Bosch, Melguizo y Pagés, 2013). En este contexto, es crucial diseñar mecanismos de ajuste automático e instituciones sólidas capaces de salvaguardar el volumen de las pensiones en relación con las presiones de corto plazo asociadas con el proceso político.

Por otro lado, si las PNC no están diseñadas correctamente, suelen producir incentivos no deseados. Esto es concretamente lo que sucede cuando la elegibilidad para una PNC se limita a aquellos individuos que carecen de una pensión contributiva; esto puede proporcionar un desincentivo para participar en las pensiones contributivas y aumentar la informalidad, lo que es claramente indeseable desde el punto de vista de la productividad. En términos más generales, es importante integrar los componentes no contributivos y contributivos de las pensiones y buscar una manera de aumentar la cobertura del sistema contributivo. *Mutatis mutandis*, se pueden formular comentarios similares a propósito de los programas de seguros de salud no contributivos.



CAPÍTULO 8

Conclusiones y recomendaciones para las políticas

Aunque se espera que la economía global se recupere, impulsada por el reciente crecimiento más fuerte en Estados Unidos, América Latina y el Caribe gozará de sólo una recuperación moderada del crecimiento, hasta alcanzar tasas muy inferiores a las del período 2003–2008. La reciente caída de los precios del petróleo puede ser un factor favorable, pero no se espera que mejore el crecimiento lo suficiente para cambiar de manera fundamental esta perspectiva. Además, existe el riesgo de que la recuperación siga retrasándose, sobre todo en Europa y Japón, mientras que el crecimiento en China puede ser más lento de lo previsto.

América Latina y el Caribe se enfrentan a varios años de crecimiento relativamente lento y a algún riesgo macroeconómico potencialmente graves. La analogía empleada en este informe es la de un laberinto complicado por un conjunto de obstáculos económicos globales que la región debe superar con éxito para encontrar una salida apropiada y concretar perspectivas económicas más sólidas.

El primer obstáculo es la previsible subida de las tasas de interés en Estados Unidos que se verá acompañada por una política monetaria expansionista convencional y no convencional en Europa. Las políticas monetarias globales divergentes pueden ofrecer una oportunidad para un financiamiento continuado de bajo costo cambiando de dólares a euros, aunque los patrones históricos sugieren que para muchas de las empresas de América Latina y el Caribe es probable que esta oportunidad sea limitada y no sistemática, por lo que es probable que el resultado neto sea un aumento del costo del financiamiento.

Un segundo conjunto de obstáculos está relacionado con los balances de las empresas y el sector financiero. Los balances más débiles, el aumento de la emisión de bonos y las crecientes amortizaciones en dólares de Estados Unidos, justo cuando se espera una apreciación del dólar, podrían suponer a mayores riesgos y deberían vigilarse atentamente. Además, dado que estas empresas son los clientes de los sistemas financieros locales, puede que se produzcan efectos que repercutan en la estabilidad financiera. Por otra parte, a medida que aumenten las tasas de interés en Estados Unidos empresas pueden extraer los activos líquidos para pagar obligaciones externas, creando presiones de financiación para los bancos. Es cierto que, por el momento los coeficientes de solvencia de los bancos son sólidos y se han mostrado notablemente estables, pero a medida que los bancos se ajusten para asegurar que se mantengan los amortiguadores

de capital, es probable que se produzca un efecto de realimentación en la economía real. Hay información todavía imperfecta sobre los descalces de moneda de las empresas y sobre los impactos de la prociclicidad bancaria y, dado que los mercados de crédito han crecido actualmente hasta alcanzar un tamaño significativo, se trata de aspectos importantes para el futuro.

Estos riesgos también tienen repercusiones potenciales en la política monetaria. La capacidad de las economías más grandes de la región para utilizar la depreciación del tipo de cambio con el fin de reaccionar a los shocks negativos ha sido un logro importante. Sin embargo, en varios países la inflación ha superado las metas y las vulnerabilidades anteriormente mencionadas pueden limitar la respuesta en el futuro. Dado que se han cerrado las brechas del producto, la política monetaria se encuentra en un equilibrio delicado y las disyuntivas se han vuelto más difíciles. Los bancos centrales desearán mantener una credibilidad valiosa y ganada a costa de mucho esfuerzo ante el aumento de los precios, con el fin de ser capaz de desplegar una política monetaria creíble en el futuro.

Un tercer obstáculo es la posición fiscal de la región, dado que los balances fiscales estructurales y reales se han debilitado. Esto se ha debido en gran parte a un gasto fiscal creciente en ámbitos — inflexibles. La región ha sido testigo de un período prolongado de expansión fiscal, impulsada en parte por la respuesta a la crisis financiera global y, quizá en algunos países, por costos financieros más bajos e ingresos más altos por materias primas. En los países que han alcanzado o se encuentran cerca del PIB potencial y con déficits fiscales estructurales relativamente grandes, es evidente que ha llegado la hora de introducir ajustes y, de hecho, algunos países ya han empezado a hacerlo. Para aquellos con brechas del producto negativas pero donde la deuda es relativamente alta y sigue aumentando, también es procedente un ajuste fiscal. Sólo aquellos países con brechas del producto negativas y una deuda relativamente baja que no está aumentando rápidamente deberían contemplar una política fiscal contracíclica. En este último grupo de países, se requiere un cuidadoso análisis para asegurar que las políticas aplicadas sean verdaderamente contracíclicas.

En la mayoría de los países de la región, se requiere un ajuste fiscal. La composición precisa de dicho ajuste dependerá de un conjunto de características de cada país. En numerosos países con altos ingresos tributarios, aumentar los impuestos que tienden a distorsionar los incentivos económicos podría ser contraproducente, y sólo la disminución del gasto puede tener éxito para reducir la deuda. Sin embargo, en algunos países donde el gasto público es bajo, la ampliación de la base tributaria o la mejora de la eficiencia de la administración tributaria podrían ser las primeras políticas adecuadas que se deben contemplar. En numerosos países hay espacio para mejorar la eficiencia del gasto público, lo cual incluye definir mejor las metas. Las recientes caídas de los precios de las materias primas también pueden ofrecer oportunidades potenciales. En algunos países, los subsidios a los combustibles son altos; por lo tanto, la caída de los precios del petróleo proporciona una oportunidad para recortar esos gastos y evitar la regresividad que suele caracterizar aquellos programas. En otros países, no hay subsidios propiamente dichos, pero existe una oportunidad para introducir o aumentar los impuestos de tal manera que la caída del precio del petróleo sea traspasada sólo parcialmente a los hogares y las empresas. Esto



podría generar ingresos fiscales considerables y también puede impulsar objetivos ambientales proporcionando incentivos para desarrollar energías más limpias. Sin embargo, en aquellos países que dependen de las materias primas para los ingresos fiscales, el efecto neto de la reciente caída de los precios probablemente pondrá de relieve la necesidad de ajustes.

La programación en el tiempo y la velocidad del ajuste fiscal también son consideraciones importantes. En un país donde se requiere ajustes pero donde no hay una brecha del producto negativa, es probable que los multiplicadores fiscales sean bajos; si las tasas de interés son altas, el ajuste debería ser rápido para minimizar el volumen del ajuste realmente necesario. Pero en un país con una brecha del producto negativa y un multiplicador fiscal más alto, puede que sea aconsejable esperar para minimizar el impacto en el crecimiento; si las tasas de interés son relativamente bajas, el tamaño del ajuste requerido quizá no aumente demasiado. Sin embargo, en varios países en la región hay una combinación de una brecha del producto negativa con tasas de interés más altas. En este caso, la velocidad apropiada es un equilibrio adecuado: demasiado rápido puede poner en peligro el crecimiento, pero demasiado lento con tasas de interés más altas puede requerir ajustes mayores. Sería conveniente maximizar la predecibilidad y la credibilidad del proceso de ajuste, dado que esto probablemente significaría tasas de interés más bajas y, por lo tanto, reduciría el tamaño del ajuste necesario.

Si bien el ajuste fiscal es necesario en numerosos países y puede ser visto como un obstáculo considerable, existen medidas para proteger los importantes logros sociales de los últimos años y aumentar la productividad. Hay un espacio considerable para mejorar la eficiencia del gasto social en numerosos sectores, entre ellos la salud, la educación, la capacitación y los programas de lucha contra la pobreza. Comparada con otras regiones, América Latina y el Caribe sufre un retraso en términos de la eficiencia del gasto en estos ámbitos y los resultados se pueden mejorar con niveles de gastos similares, mejorando la definición de metas y aumentando el monitoreo, el control y la evaluación. También hay oportunidades para proporcionar una mayor estabilidad del ingreso a los trabajadores, pero al mismo tiempo reducir las medidas que desincentivan la participación en el mercado laboral formal, más productivo. Unas reformas apropiadas podrían realmente impulsar los ingresos y el crecimiento. Por último, hay un conjunto de políticas con las que debería observarse una extrema cautela. Algunas de estas políticas quizá parezcan atractivas en el corto plazo, pero puede que sea políticamente muy difícil revertirlas. Pueden llegar a ser sumamente caras, sobre todo teniendo en cuenta los cambios demográficos que la región experimenta actualmente.

Este informe se ha centrado en diversos obstáculos a los que se enfrenta la región. Con el fin de seguir apoyando un crecimiento adecuado, mejorar el nivel de vida y conservar los logros sociales, la región debe superar estos retos y seguir adelante con reformas más fundamentales. Es necesario que la región impulse la productividad subyacente para obtener tasas de crecimiento de mediano plazo similares a las de otras regiones exitosas. La evidencia sugiere que hay amplio espacio para mejorar las políticas, conseguir un mayor impacto con la misma cantidad de recursos y adoptar reformas con medidas que tengan efectos significativos en el crecimiento.



Referencias

- Ahumada, H. y M. Cornejo. "Explaining Commodity Prices by a Cointegrated Time Series-Cross Section Model." *Empirical Economics*. Disponible en <http://rd.springer.com/article/10.1007/s00181-014-0827-5>. Consultado en marzo de 2015. De próxima publicación.
- Ahumada, H., M. Cornejo y A. Powell. "Commodity Prices and Implications for Latin America and the Caribbean." Documento de trabajo del BID. Banco Interamericano de Desarrollo, Washington, DC. No publicado.
- Alesina, A. y V. de Rugy. 2013. "Austerity: The Relative Effects of Tax Increases versus Spending Cuts." Mercatus Center, George Mason University, Arlington, VA. Disponible en <http://mercatus.org/publication/austerity-relative-effects-tax-increases-versus-spending-cuts>. Consultado en febrero de 2015.
- Alesina, A., C. Favero y F. Giavazzi. "The Output Effect of Fiscal Consolidations." *Journal of International Economics*. De próxima publicación.
- Alzúa, M. L., G. Cruces y L. Ripani. 2013. "Welfare Programs and Labor Supply in Developing Countries: Experimental Evidence from Latin America." *Journal of Population Economics* 26(4) octubre: 1255–84.
- Araujo, M. C., P. Carneiro, Y. Cruz-Aguayo y N. Schady. 2014. "A Helping Hand? Teacher Quality and Learning Outcomes in Kindergarten." Banco Interamericano de Desarrollo, Washington, DC. Inédito.
- Ardánaz, M., A. Corbacho, A. González-Castillo y N. Tolsa. "Structural Fiscal Balances in Latin America and the Caribbean: New Dataset and Estimations." Documento de trabajo del BID. Banco Interamericano de Desarrollo, Washington, DC. De próxima publicación.
- Baba, N. y F. Packer. 2009. "Interpreting Deviations from Covered Interest Parity during the Financial Market Turmoil of 2007–08." *Journal of Banking and Finance* 33(11) noviembre: 1953–62.
- Banco Mundial. 2015. "Commodity Markets Outlook." Informe trimestral. Enero. Banco Mundial, Washington, DC.
- Barajas, A., R. Steiner, L. Villar y C. Pabón. 2014. "Inflation Targeting in Latin America." Documento de trabajo del BID no. 473. Banco Interamericano de Desarrollo, Washington, DC.
- Bassanini, A., A. Booth, G. Brunello, M. de Paola y E. Leuven. 2005. "Workplace Training in Europe." Documento de discusión del IZA no. 1640. Institute for the Study of Labor, Bonn, Alemania.
- BID (Banco Interamericano de Desarrollo), CAPTAC-DR (Centro Regional de Asistencia Técnica para América Central, Panamá y República Dominicana) y CIAT (Centro Interamericano

- de Administraciones Tributarias). 2013. *Estado de la administración tributaria en América Latina: 2006–2010*. Washington, DC: BID.
- Blanchard, O. y R. Perotti. 2002. “An Empirical Characterization of the Dynamic Effects of Changes in Government Spending and Taxes on Output.” *Quarterly Journal of Economics* 117(4) noviembre: 1329–68.
- Bonomo, M., R. Brito y B. Martins. 2015. “Macroeconomic and Financial Consequences of the after-Crisis, Government-Driven Credit Expansion in Brazil.” Documento de trabajo del BID no. 551. Banco Interamericano de Desarrollo, Washington, DC.
- Bos, M. S., A. J. Ganimian y E. Vegas. 2014. “América Latina en PISA 2012: ¿cómo se desempeñan los varones y las mujeres?” Brief no. 5. Banco Interamericano de Desarrollo, Washington, DC.
- Bosch, M., Á. Melguizo y C. Pagés. 2013. *Mejores pensiones, mejores trabajos: hacia la cobertura universal en América Latina y el Caribe*. Washington, DC: Banco Interamericano de Desarrollo.
- Caballero, R. J. y A. Krishnamurthy. 2003. “Excessive Dollar Debt: Financial Development and Underinsurance.” *Journal of Finance* 58(2) abril: 867–93.
- Calvo, G., A. Izquierdo y R. Loo-Kung. 2013. “Optimal Holdings of International Reserves: Self-Insurance against Sudden Stops.” *Monetaria* [Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos] I(1) enero-junio: 1–35.
- Cavallo, E. A., E. Fernández-Arias y A. Powell. 2014. “Is the Euro-Zone on the Mend? Latin American Examples to Analyze the Euro Question.” *Journal of Banking and Finance* 47(C) octubre: 243–57.
- CEPAL (Comisión Económica para América Latina y el Caribe). 2014. *Panorama social de América Latina, 2014*. Santiago: CEPAL.
- Cervantes, R., P. Jeasakul, J. F. Maloney y L. L. Ong. 2014. “Ms. Muffet, the Spider(gram) and the Web of Macro-Financial Linkages.” Documento de trabajo del FMI no. 14/99. Fondo Monetario Internacional, 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.
- Čihák, M., A. Demirgüç-Kunt, E. Feyen y R. Levine. 2013. “Financial Development in 205 Economies, 1960 to 2010.” *Journal of Financial Perspectives* [EY Global Financial Services Institute] 1(2) julio: 17–36.
- Clements, B., D. Coady, S. Fabrizio, S. Gupta, T. Alleyne y C. Sdralevich, eds. 2013. *Energy Subsidy Reform: Lessons and Implications*. Washington, DC: Fondo Monetario Internacional.
- Cohen, B. H. y M. Scatigna. 2014. “Banks and Capital Requirements: Channels of Adjustment.” Documento de trabajo del BIS no. 443. Banco de Pagos Internacionales, Basilea, Suiza.
- Corbacho, A., V. Fretes Cibils y E. Lora, eds. 2013. *Recaudar no basta: los impuestos como instrumento de desarrollo*. Serie Desarrollo en las Américas. Washington, DC: Banco Interamericano de Desarrollo y Nueva York: Palgrave Macmillan.

- Crespi, G., E. Fernández-Arias y E. Stein, eds. 2014. *¿Cómo repensar el desarrollo productivo? Políticas e instituciones sólidas para la transformación económica*. Serie Desarrollo en las Américas. Washington, DC: Banco Interamericano de Desarrollo y Nueva York: Palgrave Macmillan.
- Deaton, A. y G. Laroque. 1996. "Competitive Storage and Commodity Price Dynamics." *Journal of Political Economy* 104(5): 896–923.
- 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.
- Dolado, J. J. y R. Stucchi. 2008. "Do Temporary Contracts Affect TFP? Evidence from Spanish Manufacturing Firms." Documento para discusión del IZA no. 3832. Institute for the Study of Labor, Bonn, Alemania.
- Elborgh-Woytek, K., M. Newiak, K. Kochhar, S. Fabrizio, K. Kpodar, P. Wingender, B. Clements y G. Schwartz. 2013. "Women, Work, and the Economy: Macroeconomic Gains from Gender Equity." Nota de debate del FMI no. 13/10. Fondo Monetario Internacional, Washington, DC.
- Ericsson, N. R. y J. G. MacKinnon. 2002. "Distributions of Error Correction Tests for Cointegration." *Econometrics Journal* 5(2) diciembre: 285–318.
- Evans, D. B., A. Tandon, C. J. L. Murray y J. A. Lauer. 2000. "The Comparative Efficiency of National Health Systems in Producing Health: An Analysis of 191 Countries." Documento para discusión de la GPE no. 29. EIP/GPE/EQC, Organización Mundial de la Salud, Ginebra, Suiza.
- Ferreira, P. C., S. de Abreu Pessôa, and F. A. Veloso. 2013. "On the Evolution of Total Factor Productivity in Latin America." *Economic Inquiry* 51(1) enero: 16–30.
- FIEL (Fundación de Investigaciones Económicas Latinoamericanas). 2002. *Productividad, competitividad, empresas: los engranajes del crecimiento*. Buenos Aires: FIEL.
- Fiszbein, A. y N. Schady (con F. H. G. Ferreira, M. Grosh, N. Keleher, P. Olinto y E. Skoufias). 2009. *Conditional Cash Transfers: Reducing Present and Future Poverty*. Washington, DC: Banco Mundial.
- Flores-Lima, R., C. González-Velosa y D. Rosas-Shady. 2014. *Cinco hechos: sobre la capacitación en firma en América Latina y el Caribe*. Washington, DC: Banco Interamericano de Desarrollo.
- FMI (Fondo Monetario Internacional). 2011. *Perspectivas de la economía mundial. Desaceleración del crecimiento, agudización de los riesgos*. Septiembre. Washington, DC: FMI.
- . 2012. *Perspectivas de la economía mundial. Hacer frente a los altos niveles de deuda y al lento crecimiento*. Octubre. Washington, DC: FMI.
- . 2014a. "Making the Transition from Liquidity —to Growth-Driven Markets." En *Global Financial Stability Report: Moving from Liquidity— to Growth-Driven Markets*. Abril. Washington, DC: FMI.
- . 2014b. *World Economic Outlook: Legacies, Clouds, Uncertainties*. Octubre. Washington, DC: FMI.
- . 2015. "World Economic Outlook Update: Cross Currents." 19 de enero. Disponible en <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2015/update/01/pdf/0115.pdf>. Consultado en febrero de 2015.



- Frankel, J. A. 2014. “Effects of Speculation and Interest Rates in a “Carry Trade” Model of Commodity Prices.” *Journal of International Money and Finance* 42(C) abril: 88–112.
- Gaarder, M. M., A. Glassman y J. E. Todd. 2010. “Conditional Cash Transfers and Health: Unpacking the Causal Chain.” *Journal of Development Effectiveness* 2(1) marzo: 6–50.
- González-Miranda, M. 2012. “Nonfinancial Firms in Latin America: A Source of Vulnerability?” Documento de trabajo del FMI no. 12/279. Fondo Monetario Internacional, Washington, DC.
- Graham, J. R., M. T. Leary y M. R. Roberts. “A Century of Capital Structure: The Leveraging of Corporate America.” *Journal of Financial Economics*. De próxima publicación.
- Guanais, F. C., R. Gómez-Suárez y L. Pinzón. 2012. “Series of Avoidable Hospitalizations and Strengthening Primary Health Care: Primary Care Effectiveness and the Extent of Avoidable Hospitalizations in Latin America and the Caribbean.” Documento para discusión del BID no. 266. Banco Interamericano de Desarrollo, Washington, DC.
- Guanais, F. C., J. Macinko, P. Mullachery y G. Jiménez. “Results from the IDB Survey on Primary Health Care and Health System Performance in Latin America and the Caribbean.” Documento de trabajo del BID. Banco Interamericano de Desarrollo, Washington, DC. De próxima publicación.
- Hamre, B., B. Hatfield, R. Pianta y F. Jamil. 2014. “Evidence for General and Domain-Specific Elements of Teacher-Child Interactions: Associations with Preschool Children’s Development.” *Child Development* 85(3) mayo/junio: 1257–74.
- Harvey, A. C. 1985. “Trends and Cycles in Macroeconomic Time Series.” *Journal of Business and Economic Statistics* 3(3) julio: 216–27.
- Hendry, D. F. 2006. “Robustifying Forecasts from Equilibrium-Correction Systems.” *Journal of Econometrics* 135(1–2) noviembre/diciembre: 399–426.
- Izquierdo, A., R. Loo-Kung y F. Navajas, coords. 2013. *Resistiendo el canto de las sirenas financieras en Centroamérica: una ruta hacia un gasto eficiente con más crecimiento*. Washington, DC: Banco Interamericano de Desarrollo.
- Johansen, S. 1996. *Likelihood-Based Inference in Cointegrated Vector Autoregressive Models*. Nueva York: Oxford University Press.
- Levy, S. 2009. *Pobreza y transición democrática en México: la continuidad de Progresá-Oportunidades*. San Diego, CA: Fondo de Cultura Económica.
- Levy, S. y N. Schady. 2013. “Latin America’s Social Policy Challenge: Education, Social Insurance, Redistribution.” *Journal of Economic Perspectives* 27(2) primavera: 193–218.
- Marinho, A., S. de Souza Cardoso y V. V. de Almeida. 2012. “Avaliação de eficiência em sistemas de saúde: Brasil, América Latina, Caribe e OCDE.” Documento para discusión del IPEA no. 1784. Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada, Río de Janeiro, Brasil.
- Mariscal, R. y A. Powell. 2014. “Commodity Price Booms and Breaks: Detection, Magnitude and Implications for Developing Countries.” Documento de trabajo del BID no. 444. Banco Interamericano de Desarrollo, Washington, DC.

- Mariscal, R., A. Powell y P. Tavella. 2014. "On the Credibility of Inflation Targeting Regimes in Latin America." Documento de trabajo del BID no. 504. Banco Interamericano de Desarrollo, Washington, DC.
- Mateo Díaz, M. y L. Rodríguez-Chamussy. 2015. "Cashing in on Education: Women, Childcare, and Prosperity in Latin America and the Caribbean." Banco Interamericano de Desarrollo, Washington, DC. Inédito.
- Miller, M. y L. Zhang. 2013. "Fiscal Consolidation: Dr. Pangloss Meets Mr. Keynes." Documento de trabajo no. 159. University of Warwick, Coventry, Reino Unido.
- OCDE (Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos). 2010. "Health Care Systems: Getting More Value for Money." Nota de política, Departamento de Economía de la OCDE no. 2. OCDE, París.
- Paes-Sousa, R., F. Regalia y M. Stampini. 2013. "Condiciones para el éxito de la puesta en práctica de programas de transferencias monetarias condicionadas: lecciones de América Latina y el Caribe para Asia." Resumen de políticas del BID no. 192. Banco Interamericano de Desarrollo, Washington, DC.
- Pagés, C., ed. 2010. *La era de la productividad: cómo transformar las economías desde sus cimientos*. Serie Desarrollo en las Américas. Nueva York: Palgrave Macmillan y Washington, DC: Banco Interamericano de Desarrollo.
- Parry, I., D. Heine, E. Lis y S. Li. 2014. *Getting Energy Prices Right: From Principle to Practice*. Washington, DC: Fondo Monetario Internacional.
- 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(2) abril: 129–62.
- Powell, A., coord. 2012. *El mundo de los senderos que se bifurcan: América Latina y el Caribe ante los riesgos económicos globales*. Informe macroeconómico de América Latina y el Caribe 2012. Washington, DC: Banco Interamericano de Desarrollo.
- , coord. 2013. *Replantar las reformas: cómo América Latina y el Caribe puede escapar del menor crecimiento mundial*. Informe macroeconómico de América Latina y el Caribe 2013. Washington, DC: Banco Interamericano de Desarrollo.
- , coord. 2014. *La recuperación global y la normalización monetaria: ¿cómo evitar una crónica anunciada?* Informe macroeconómico de América Latina y el Caribe 2014. Washington, DC: Banco Interamericano de Desarrollo.
- Powell, A., M. Salazni y V. Mercer-Blackman. "Fiscal Consolidation in Latin America and the Caribbean." Documento de trabajo del BID. Banco Interamericano de Desarrollo, Washington, DC. No publicado.
- Rajan, R. G. y L. Zingales. 1995. "What Do We Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data." *Journal of Finance* 50(5) diciembre: 1421–60.



- Rasella, D., R. Aquino, C. A. T. Santos, R. Paes-Sousa y M. L. Barreto. 2013. “Effect of a Conditional Cash Transfer Programme on Childhood Mortality: A Nationwide Analysis of Brazilian Municipalities.” *The Lancet* 382(9886) julio: 57–64.
- Rodrigues Bastos, F., H. Kamil y B. Sutton. 2015. “Corporate Financing Trends and Balance Sheet Risks in Latin America: Taking Stock of ‘The Bon(d)anza’.” Documento de trabajo del FMI no. 15/10. Fondo Monetario Internacional, Washington, DC.
- Saavedra, J. E. y S. García. 2012. “Impacts of Conditional Cash Transfer Programs on Educational Outcomes in Developing Countries: A Meta-Analysis.” Documento de trabajo no. WR-921-1. Labor and Population, RAND Corporation, Santa Monica, CA.
- Shin, H. S. 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: Prospects for Asia and the Global Economy, del 3 al 5 de noviembre, San Francisco, CA.
- Smith, P. C. 2009. “Measuring Value for Money in Healthcare: Concepts and Tools.” Informe. The Health Foundation, Londres.
- . 2012. “What Is the Scope for Health System Efficiency Gains and How Can They Be Achieved?” *Eurohealth Observer* 18(3): 3–6.
- Sosa, S., E. Tsounta y H. S. Kim. 2013. “Is the Growth Momentum in Latin America Sustainable?” Documento de trabajo del FMI no. 13/109. Fondo Monetario Internacional, Washington, DC.
- Stampini, M. y L. Tornarolli. 2012. “The Growth of Conditional Cash Transfers in Latin America and the Caribbean: Did They Go Too Far?” Documento de políticas del IZA no. 49. Institute for the Study of Labor, Bonn, Alemania.
- Svensson, L. E. O. 2010. “Inflation Targeting.” En B. Friedman y M. Woodford, eds., *Handbook of Monetary Economics*. Volumen 3B. Ámsterdam: North-Holland.
- Turner, P. 2014. “The Global Long-Term Interest Rate, Financial Risks and Policy Choices in EMEs.” Documento de trabajo del BIS no. 441. Departamento Monetario y Económico, Banco de Pagos Internacionales, Basilea, Suiza.
- UN IGME (Inter-Agency Group for Child Mortality Estimation). 2014. “Levels and Trends in Child Mortality: Report 2014.” Fondo de las Naciones Unidas para la Infancia, Nueva York.
- USDA (United States Department of Agriculture). 2014. “World Agricultural Supply and Demand Estimates Report.” 10 de diciembre. USDA, Washington, DC. Disponible en <http://usda.mannlib.cornell.edu/usda/waob/wasde//2010s/2014/wasde-12-10-2014.pdf>. Consultado en febrero de 2015.
- 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 2015.

APÉNDICE A

Modelos econométricos para los precios de las materias primas

Hay diversas maneras de modelar los precios de las materias primas. En este informe, se elabora un conjunto de modelos de corrección de errores para los precios reales de cinco materias primas. Estos modelos permiten detectar los determinantes de largo plazo así como realizar análisis de dinámicas de corto plazo. Se citan los resultados de los modelos estimados, se describen los principales rasgos de la especificación econométrica y se detallan los supuestos para las proyecciones de precios recogidas en el Capítulo 3.

Especificaciones econométricas

Los modelos de corrección de errores (MCE) estimados para las proyecciones se obtuvieron siguiendo un enfoque del dominio general al específico. Una ventaja de los MCE es que ofrecen una manera natural de abordar el comportamiento a largo plazo y a corto plazo. Además, en este contexto pueden incorporar el impacto de los cambios en la oferta, la demanda y los efectos de los cambios en los inventarios y las variables financieras. El enfoque MCE permite especificar las variables en niveles y/o en los cambios, dependiendo del nivel de integración de la variable y las relaciones de cointegración (equilibrio).¹ El cuadro A1 recoge las estimaciones de coeficientes de las ecuaciones en la muestra para cada precio real de la materia prima.

Los datos son trimestrales y todas las variables se expresan en logs y en términos reales. Los modelos estimados son consistentes con la teoría y pasan todos los tests de diagnóstico en niveles tradicionales.² Las fuentes de los datos y las definiciones se recogen en el Cuadro A2.

Para las variables que ingresaron en los modelos como parte de la relación a largo plazo, también se estimó un sistema siguiendo el enfoque de Johansen (1996). Estos resultados señalaban que hay un vector de cointegración en el que los precios de las materias primas se ajustan a las desviaciones de largo plazo. Hay que señalar que la débil exogeneidad de los niveles de producción

¹ La significación de los coeficientes de ajuste de corrección del error fue probada utilizando valores críticos no estándares de Ericsson y MacKinnon (2002) y ver Ahumada, Cornejo y Powell (no publicado).

² Los coeficientes a largo plazo citados corresponden a la solución resuelta de las estimaciones de nivel sin restricciones. Los términos autoregresivos no significativos se dejan debido a la autocorrelación.

CUADRO A1 MUESTRA DE LAS ESTIMACIONES TRIMESTRALES DE LOS MODELOS AUTOCORRECTORES

Materia prima: (variable dependiente: Δp: cambio en el precio real)	Cobre	Petróleo	Maíz	Soya	Trigo
Constante	-4,26**	21,71**	9,38**	0,25**	6,54**
Velocidad de ajuste	-0,24**	-0,37**	-0,31**	-0,26**	-0,42**
<i>Efectos a largo plazo</i>					
Tipo de cambio real, e_{t-1}	-4,62**	-1,87**	-3,94**		-3,11**
Producto interno bruto OCDE, PIB_{t-1}^{OCDE}	4,19**				1,14**
Producción, Q_{t-1}	-2,19**	-2,50**	-1,73**		-1,74**
Ratio de Stock contra producción, S/Q_{t-1}	-0,12**				
Inventarios, inv_{t-1}		-6,93**			
Crédito EE.UU, FOF_{t-1}		3,74**			
Producto interno bruto China, PIB_{t-1}^{CHINA}			0,54**		
Precio real del maíz, $p_{t-1}^{MAÍZ}$				0,95**	
<i>Efectos a corto plazo</i>					
Δp_{t-1}	0,26**			0,37**	0,13**
Δp_{t-2}				-0,17**	
Δp_{t-5}				0,12**	
$\Delta p_t^{MAÍZ}$				0,47**	
$\Delta p_{t-1}^{MAÍZ}$				-0,37**	
Crecimiento del tipo de cambio real EE.UU, Δe_t	-1,82**				-1,02**
Crecimiento anual de la emisión primaria, $\Delta 4mb_{t-1}$	0,17**				
Crecimiento anual del PIB de la OCDE, $\Delta 4PIB_t^{OCDE}$	1,69**				
Crecimiento anual de inversión en China, $\Delta 4I_t^{CHINA}$	0,72**				
Crecimiento anual de reservas de petróleo, $\Delta 4R_{t-1}$		-0,73**			
Crecimiento anual de producción de etanol combustible EE.UU, $\Delta Q_{t-k}^{etanol(a)}$		-0,25**	0,18**		
Crecimiento de tasas de interés real a 3 meses, Δi^{3m}_t		-0,09**			
Crecimiento de tasas de interés anual a 3 meses, $\Delta 4i^{3m}_t$			-0,08**		-0,08**
Crecimiento de inventarios, Δinv_t			-0,77**		
Crecimiento del crédito EE.UU, ΔFOF_t			3,07**		
Crecimiento de la producción, ΔQ_t					-2,28**
$\hat{\sigma}$	0,068	0,070	0,083	0,043	0,076
Periodo de muestra	1995Q1– 2014Q4	1996Q1– 2014Q4	1994Q1– 2014Q4	1994Q1– 2014Q4	1994Q1– 2014Q4

(continúa en la página siguiente)

(continuación)

CUADRO A1 MUESTRA DE LAS ESTIMACIONES TRIMESTRALES DE LOS MODELOS AUTOCORRECTORES

Materia prima: (variable dependiente: Δp : cambio en el precio real)	Cobre	Petróleo	Maíz	Soya	Trigo
<i>Pruebas diagnosticas (p-valor son reportados)</i>					
Autocorrelación	0,85	0,24	0,67		0,60
Normalidad	0,65	0,76	0,51		0,42
Heteroscedasticidad	0,14	0,74	0,68		0,52

Notas: ** p<.01, *p<.05.

^(a) k=2 para petróleo crudo y k=5 para maíz.

CUADRO A2 DEFINICIÓN Y FUENTES DE DATOS

Símbolo	Descripción	Fuente
<i>P</i>	Precio real de la materias primas	Pink Sheet, Banco Mundial
<i>Q</i>	Producción mundial	USGS, USDA
<i>inv</i>	Inventarios	Comision Chilena de Cobre, USDA, EIA
<i>R</i>	Reservas mundiales de petróleo	EIA
<i>Q^{etanol}</i>	Producción de etanol combustible EE.UU	EIA
<i>PIB^{CHINA}</i>	PIB real, China	National Bureau Statistics of China
<i>PIB^{OCDE}</i>	PIB real, OCDE	Estadísticas OCDE
<i>I^{CHINA}</i>	Formación bruta de capital fijo en China	FMI-IFS
<i>i^{3m}</i>	Tasa de vencimiento constante de bono del tesoro a 3 meses	US Federal Reserve Board
<i>e</i>	Tipo de cambio real EE.UU	US Federal Reserve Board
<i>FOF</i>	Crédito total EE.UU de flujo de fondos	US St. Louis Federal Reserve Bank
<i>bm</i>	Base monetaria EE.UU	US Federal Reserve Board
<i>IPC^{EEUU}</i>	Índice de precios al consumidor EE.UU, 2005=100	FMI-IFS
<i>IPC^{CHINA}</i>	Índice de precios al consumidor China, 1993=100	FMI-IFS

y de los inventarios no se rechazó.³ Dada la interdependencia observada entre los precios del maíz y de la soya, sus MCE individuales fueron enriquecidos estimando un MCE simultáneo que tenía en cuenta las interacciones entre los dos (ver Ahumada y Cornejo [por publicar], para un debate).

Se han producido grandes cambios recientemente en los precios de las materias primas, fuera de los límites habituales. Se llevó a cabo un análisis para determinar la introducción

³ Se requiere una exogeneidad débil para obtener estimaciones de coeficientes válidas en modelos condicionales únicos, que luego son usados para proyecciones condicionales de los precios de las materias primas.



apropiada de variables ficticias de impulso y escalón (ver Hendry, 2006). En el caso de los precios del petróleo, se incluyó una variable ficticia de escalón desde el cuarto trimestre de 2014; en el cambio de los precios del maíz se incluyó una variable ficticia de escalón a partir del tercer trimestre de 2013; y se incluyó una variable ficticia de impulso (primer trimestre de 2014) para el aumento de los precios de la soya.

Supuestos macroeconómicos y de los mercados de materias primas

Las proyecciones para los precios de las materias primas dependen de un conjunto de supuestos en las variables macroeconómicas y del mercado de materias primas que ingresan en cada modelo. Los valores estimados o previstos de los principales determinantes de los precios de las materias primas se obtienen de instituciones oficiales o internacionales, cuando están disponibles (por ej., FMI, WEO, OCDE, FAO) para un escenario base. El Cuadro A3 resume estos supuestos. Si estas variables resultan ser diferentes, los precios proyectados de las materias primas cambiarán.

CUADRO A3 SUPUESTOS MACROECONÓMICOS Y DE LOS MERCADOS DE MATERIAS PRIMAS					
Variable (crecimiento anual, %)	2015	2016	2017	2018	Fuente
Inventario de petróleo crudo	2,44	0,57	-1,05	-0,09	EIA + Modelo desde 2017
Producción de petróleo crudo	0,87	0,58	-0,56	0,10	EIA + UC desde 2017
Reservas de petróleo crudo	2,78	2,78	2,78	2,78	UC
Producción de cobre	2,34	3,40	3,40	3,40	Regresión de la media al crecimiento promedio
Ratio de Stock/producción de cobre	0,00	0,00	0,00	0,00	No crecimiento anual
Producción de maíz	0,09	1,00	1,97	1,83	USDA + FAO desde 2016
Producción de soya	9,89	2,14	1,84	2,11	USDA + FAO desde 2016
Producción de trigo	1,71	0,53	0,40	0,77	USDA + FAO desde 2016
PIB, OCDE	2,80	2,33	2,86	2,15	OCDE + WEO desde 2016
PIB, China	6,80	6,30	6,63	6,42	WEO
Inversión en China	5,98	5,22	5,57	5,41	WEO
Producción de etanol carburante	-5,75	0,00	1,22	0,00	EIA
Tasa de cambio real	3,01	-0,27	-0,43	-0,43	Supuesto
Tasa de interés real de 3 meses	1,40	0,00	0,00	0,00	Supuesto
Crédito	3,60	3,30	2,95	2,73	WEO (= Crecimiento PIB EE.UU)
Base monetaria EE.UU	3,60	3,30	2,95	2,73	WEO (= Crecimiento PIB EE.UU)
IPC, EE.UU	2,13	2,14	2,21	2,12	WEO

Notas: Para inversión en China (crecimiento): $\Delta 4\ln(I) = \Delta 4\ln(I/PIB) + \Delta 4\ln(PIB)$.

El crecimiento de la base monetaria en Estados Unidos y en los créditos totales reales de Estados Unidos (del flujo de fondos de Estados Unidos) supuestamente sigue el crecimiento proyectado del PIB de Estados Unidos; es decir, el ratio de la base monetaria en relación con el PIB de Estados Unidos y el ratio del total del crédito en relación con el PIB de Estados Unidos se suponen constantes. Quizá el supuesto más importante, dadas las estimaciones del coeficiente, corresponde al tipo de cambio real de Estados Unidos en su versión amplia. Se supone que durante 2015 se mantendrá en su nivel del cuarto trimestre de 2014 y que a partir de 2016 seguirá la previsión consensuada recogida en Bloomberg. Los precios de las materias primas medidos en dólares son sumamente sensibles a los movimientos en el tipo de cambio de Estados Unidos.

En el caso de la producción mundial de cobre, se supone que la tasa de crecimiento anual volverá a su promedio histórico hacia 2016 después de la tasa de bajo crecimiento de 2014, y se supone que el ratio de stock/producción mundial se mantendrá constante.

En el caso de la producción de etanol en Estados Unidos, se utilizaron los valores previstos por la U.S. Energy Information Administration (EIA), recogidos en el *Annual Energy Outlook*. En cuanto a los inventarios del petróleo, se utilizaron los valores previstos de los países de la OCDE recogidos para el cuarto trimestre de 2016 en el *Short-Term Energy Outlook* de enero de 2015, de la EIA. A partir de 2017, se utilizaron los valores proyectados a partir de un modelo estimado de los inventarios de petróleo crudo; este modelo estimado secundario no está recogido.

Se empleó una tendencia lineal estimada por Unobserved Components (UC, Harvey, 1985) para la proyección de las reservas de petróleo. Para la producción de petróleo crudo, se utilizaron los valores proyectados por la EIA hasta 2016 y, a partir de ahí, una tendencia lineal.

Para la producción de maíz, soja y trigo, se utilizaron los valores estimados de USDA para 2014–2015, junto con las proyecciones de la OCDE-FAO desde 2016, que corresponden al informe *Perspectivas agrícolas 2014–2023*, de julio de 2014. Se elaboró un modelo para estimar los inventarios de maíz; una vez más, no se recoge este modelo estimado secundario.

Las proyecciones de los precios de las materias primas se compararon con las de otras organizaciones (ver Cuadro A4). Todos los valores se expresan en cambios anuales en los precios nominales. Los cambios acumulativos de 2014–2018 son comparables en la mayoría de los casos, aunque el *Economist* es más optimista y las proyecciones de base más pesimistas en este informe son para la soja y el maíz. En algunos casos, la trayectoria en el tiempo es diferente; por ejemplo, en el caso del petróleo otras organizaciones prevén una recuperación más fuerte en los precios, aunque al final el cambio acumulativo hasta 2018 es comparable. Los cambios acumulativos en el escenario del Retraso de la Recuperación (un shock del crecimiento de media desviación estándar negativa para Europa, Japón y China) son los más pesimistas de todas las proyecciones consideradas.



CUADRO A4 PRONÓSTICO DE REFERENCIA 2015–2018						
Materia prima	Pronosticador	2015	2016	2017	2018	Acumulativo 14'/18'
Petróleo crudo	<i>The Economist</i>	-45,9%	32,3%	21,1%	9,2%	-5,3%
	Banco Mundial	-44,7%	5,2%	5,1%	5,0%	-35,8%
	FMI	-41,1%	12,6%	6,4%	4,4%	-26,3%
	A – Línea de Base	-44,4%	-13,5%	12,7%	28,0%	-30,6%
	B – Recuperación retrasada	-47,9%	-18,3%	2,7%	7,7%	-53,0%
Cobre	<i>The Economist</i>	-2,0%	6,7%	1,4%	0,6%	6,7%
	Banco Mundial	-5,1%	-1,4%	-1,2%	-1,1%	-8,6%
	FMI	-9,1%	-0,8%	-0,4%	-0,4%	-10,6%
	A – Línea de Base	-12,7%	-2,0%	6,2%	6,5%	-3,2%
	B – Recuperación retrasada	-16,5%	-13,7%	-4,3%	12,2%	-22,7%
Soya	<i>The Economist</i>	-16,5%	0,9%	1,8%	12,8%	-3,3%
	Banco Mundial	-8,2%	-0,5%	-0,2%	0,0%	-8,8%
	FMI	-19,1%	-0,9%	-1,0%	0,0%	-20,7%
	A – Línea de Base	-19,3%	-11,1%	-1,2%	2,9%	-27,0%
	B – Recuperación retrasada	-17,1%	-11,0%	-7,1%	-4,8%	-34,7%
Maíz	<i>The Economist</i>	-11,4%	4,8%	4,5%	7,5%	4,4%
	Banco Mundial	-6,5%	0,1%	0,4%	0,5%	-5,6%
	FMI	-16,7%	4,9%	-0,6%	0,0%	-13,2%
	A – Línea de Base	-15,5%	-3,6%	2,1%	3,1%	-14,3%
	B – Recuperación retrasada	-10,9%	-6,8%	-6,3%	-4,1%	-25,3%
Trigo	<i>The Economist</i>	-6,7%	3,5%	6,0%	0,6%	3,1%
	Banco Mundial	-1,5%	-2,0%	-1,8%	-1,8%	-6,9%
	FMI	-23,7%	2,5%	-0,2%	-0,8%	-22,6%
	A – Línea de Base	-16,9%	-1,3%	4,2%	1,8%	-13,0%
	B – Recuperación retrasada	-18,9%	-6,0%	-1,1%	-0,8%	-25,2%

APÉNDICE B

Sustitución de monedas: análisis de regresión y el rol de los agentes de colocación (underwriters)

Regresiones para analizar la sustitución de monedas en la emisión de bonos

Con el fin de obtener una medida de la elasticidad de la proporción de euros en las emisiones de bonos (en euros y en dólares) con los diferenciales euro-dólar, se corrieron regresiones del siguiente tipo:

$$\begin{aligned}\Delta \ln (1+share_t) = & \alpha \Delta \ln (1+spread_{t-1}) + \beta LAC * \Delta \ln (1+spread_{t-1}) + \vartheta ECA \\ & * \Delta \ln (1+spread_{t-1}) + \delta EAP * \Delta \ln (1+spread_{t-1}) + \gamma OECD \\ & * \Delta \ln (1+spread_{t-1}) + \epsilon_t\end{aligned}$$

donde: $share_t$ = proporción de emisiones de bonos en euros sobre las emisiones de bonos en euros más dólares estadounidenses.

y $spread_{t-1}$ se puede expresar alternativamente como:

- diferencial estándar = tasas interbancarias a un año (o a tres meses) en euros netas de tasas interbancarias a un año (o a tres meses) en US\$, o
- diferencial cubierto = tasas interbancarias a un año (o a tres meses) en euros netas de tasas interbancarias a un año (o a tres meses) en US\$ y de la depreciación de la moneda (que se origina en la diferencia entre tipos de cambio a futuro y al contado).

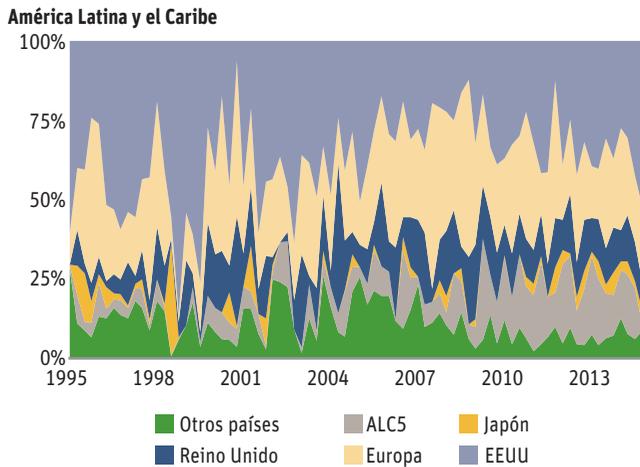
Dado que la proporción en euros puede ser cero en un determinado trimestre, se añadió un valor de 1 al valor de La proporción para evitar casos con log de cero. Cada vez que el diferencial es negativo, el log del diferencial bruto, es decir $\ln (1 + \text{diferencial})$, es reemplazado por $-\ln (1 - \text{diferencial})$ para evitar casos de logs naturales de números negativos, sin alterar la naturaleza del ejercicio. Los cambios en el diferencial son tomados como la diferencia entre el diferencial al comienzo del presente período en y aquél vigentes al comienzo del período anterior. Se incluyen como controles efectos fijos por país y trimestre. Para cada regresión, el diferencial correspondiente también es interactuado con variables ficticias regionales con el fin de capturar respuestas potencialmente diferentes por región.

La elección de moneda de emisión de bonos: el rol de los agentes de colocación

A finales de 2013, aproximadamente el 40% del total de las emisiones fue colocado por bancos de Estados Unidos, el 20% por bancos de la zona euro, el 15% por bancos del Reino Unido y el 12% por bancos de ALC-5, con porcentajes menores para los bancos japoneses y otros (ver gráfico B1).^{1,2} Los tres paneles en el gráfico B2

ilustran la composición por moneda de las emisiones para cada grupo de bancos dada su localización (bancos de Estados Unidos, bancos de la zona euro y bancos del Reino Unido).³ El panel A indica que los bancos basados en Estados Unidos colocaron emisiones fundamentalmente en dólares de Estados Unidos, con muy pocas emisiones en euros o en monedas de América Latina y el Caribe. En realidad, el argumento de que los bancos en un país harán colocaciones en la moneda de ese país o zona parece regir para los bancos de Estados Unidos, pero no para los otros colocadores. Por ejemplo, el panel B muestra que los bancos de la zona euro también emiten fundamentalmente en dólares de Estados Unidos, aunque la emisión en euros es proporcionalmente mayor que en los bancos de Estados Unidos. Lo mismo rige para los bancos del Reino Unido, quienes colocaron mayormente en dólares de Estados Unidos. Estas cifras no sugieren un sesgo marcado hacia colocaciones en la moneda de los bancos colocadores.⁴ También se podría decir que los bancos de la zona euro podrían ser más sensibles a los diferenciales euro-dólar, pero la correlación

GRÁFICO B.1 BONOS INTERNACIONALES: PROPORCIÓN POR UBICACIÓN DEL AGENTE DE COLOCACIÓN



Fuente: Dealogic y estimaciones del personal técnico del BID.
ALC5: Brasil, Chile, Colombia, México y Perú

¹ Los bancos de ALC-5 representan los cinco países en América Latina y el Caribe con los porcentajes más altos de colocaciones (Brasil, Chile, Colombia, México y Perú), que corresponden a más del 90% de las emisiones totales en la región.

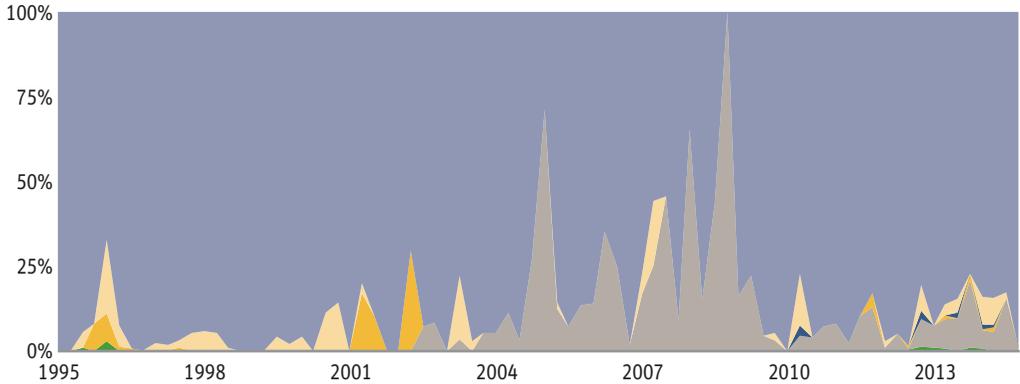
² En el caso de los préstamos sindicados, los bancos de la zona euro tienen la participación más alta (30% del total de las emisiones), seguidos de los bancos de ALC-5 (18% de las emisiones) y los bancos de Estados Unidos (15% de las emisiones).

³ Los bancos son asignados a una región particular (Estados Unidos, zona euro, etc.) basándose en la localización de la casa matriz (es decir, en el caso de un banco residente en Brasil, pero cuya casa matriz está situada en Estados Unidos, se considera que el banco está basado en Estados Unidos).

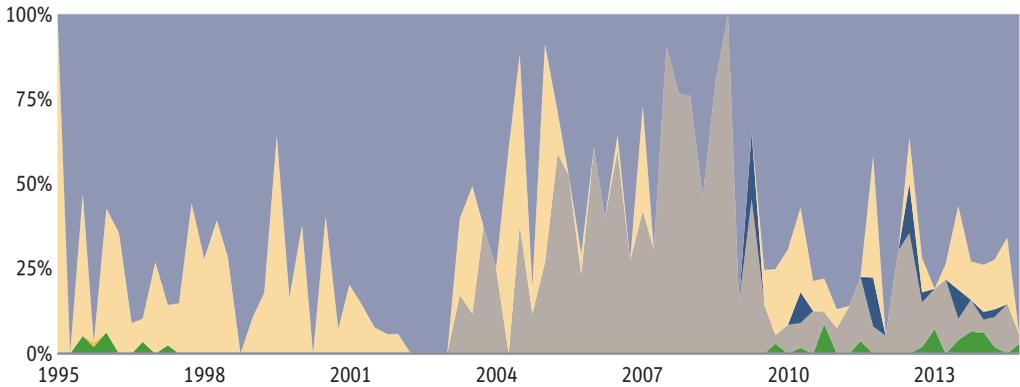
⁴ Se obtienen resultados similares para los préstamos sindicados, dado que la mayoría de las emisiones también se llevan a cabo en dólares, independientemente de la localización del colocador.

GRÁFICO B.2 BONOS INTERNACIONALES: COMPOSICIÓN DE LA MONEDA POR AGENTES DE COLOCACIÓN DE EEUU, ZONA EURO Y REINO UNIDO

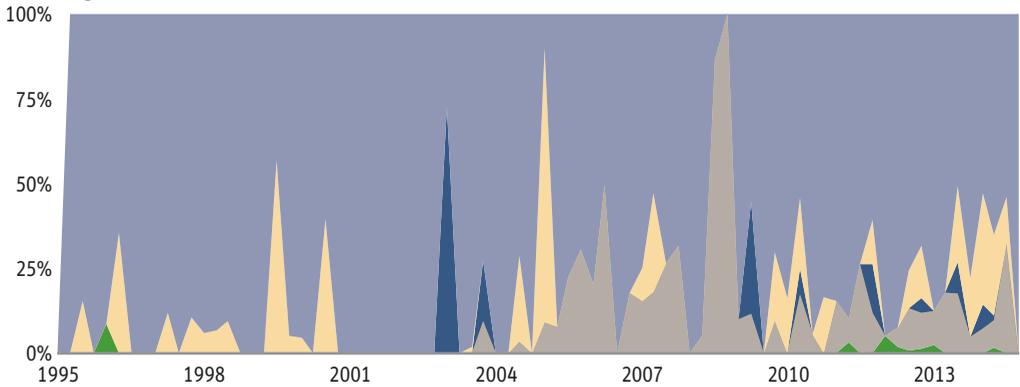
Panel A: Agentes de colocación de EEUU



Panel B: Agentes de colocación de la Zona Euro



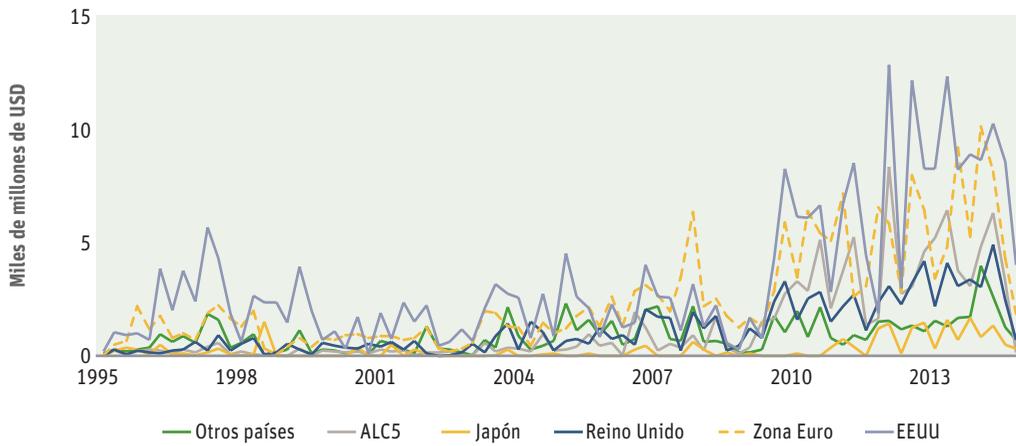
Panel C: Agentes de colocación de Reino Unido



■ Otras monedas ■ ALC5 ■ Yen ■ Libra esterling ■ Euro ■ US\$

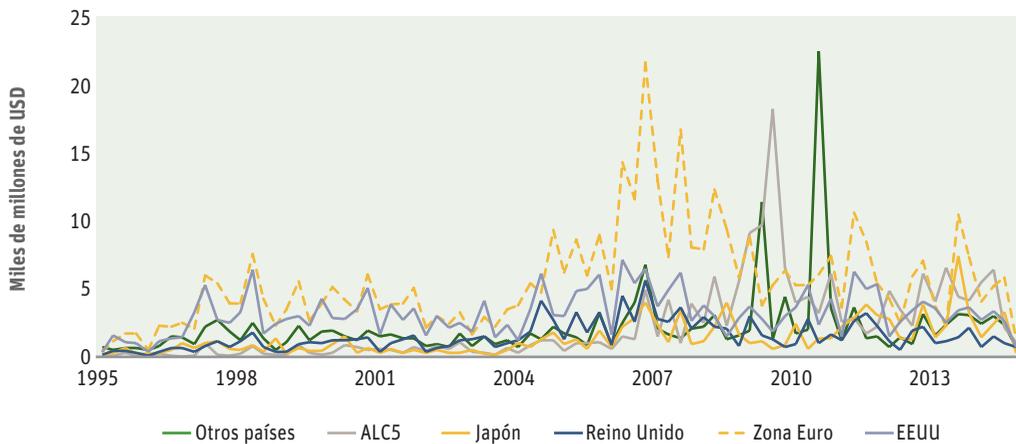
Fuente: Dealogic y estimaciones del personal técnico del BID.
ALC5: Brasil, Chile, Colombia, México y Perú

GRÁFICO B.3 EMISIÓN DE BONOS INTERNACIONALES EN AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE: EMISIÓN POR UBICACIÓN DEL AGENTE DE COLOCACIÓN



Fuente: Dealogic y estimaciones del personal técnico del BID.
ALC5: Brasil, Chile, Colombia, México y Perú.

GRÁFICO B.4 EMISIÓN DE PRÉSTAMOS SINDICADOS EN AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE: EMISIÓN POR UBICACIÓN DEL AGENTE DE COLOCACIÓN



Fuente: Dealogic y estimaciones del personal técnico del BID.
ALC5: Brasil, Chile, Colombia, México y Perú

entre la proporción de monedas y los diferenciales estándar para los bancos de Estados Unidos es similar a la de los bancos de la zona euro. Dichas correlaciones no parecen depender de la localización del colocador.⁵

⁵ Cuando se utilizan diferenciales estándar, la correlación para los bancos de Estados Unidos es de $-0,15$, mientras que para los bancos de la zona euro es de $-0,28$. Cuando se utilizan diferenciales cubiertos, la correlación es de $-0,4$ para los bancos basados en Estados Unidos, e incluso se vuelve positiva para los bancos basados en Europa.

APÉNDICE C

Brechas de inflación, reglas de Taylor y capital bancario

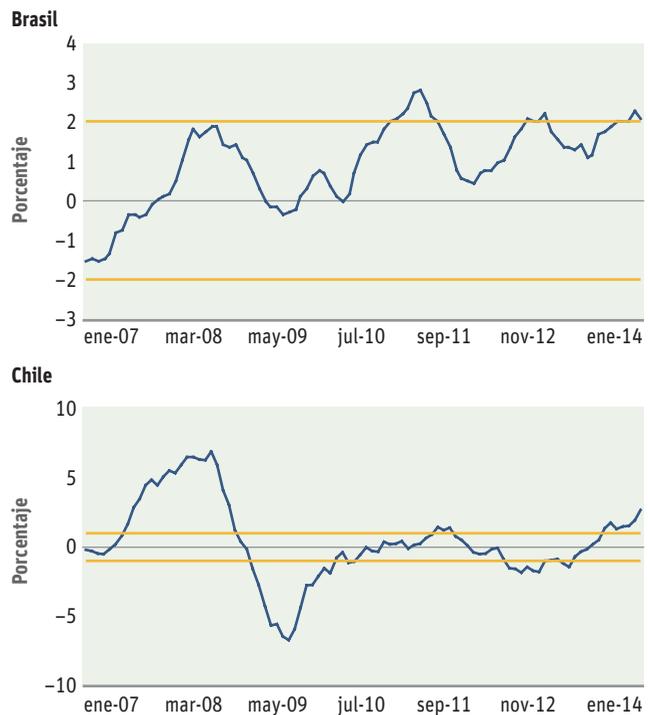
Este apéndice proporciona más antecedentes para el capítulo 5. La primera parte contiene un análisis de la inflación y de las previsiones de inflación en la región. La segunda presenta estimaciones del grado de transmisión de las fluctuaciones de los tipos de cambio nominales a la inflación doméstica. En la tercera sección se presentan estimaciones de una regla de política monetaria de tipo Taylor para cinco países con esquemas de inflación objetivo en América Latina y el Caribe, y se emplean para estudiar escenarios de las tasas de interés oficiales en 2015. En la cuarta y última sección se analiza cómo los bancos han mantenido ratios de capital estable en diferentes países.

La inflación y las previsiones de inflación en América Latina

El Gráfico C.1 detalla la actual tasa de inflación y las bandas de las metas centradas en torno a la meta de inflación. Como se puede ver en el gráfico, la inflación observada ha tendido al alza en varios casos y se encuentra cerca o incluso por encima de la banda superior.

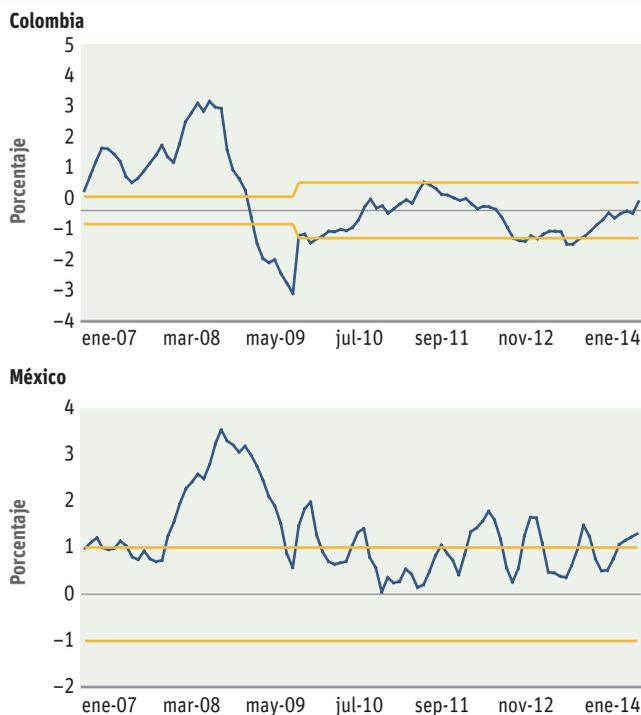
El Cuadro C.1 documenta las previsiones de inflación en la región basándose en el estudio de las previsiones de inflación disponibles en *Revela* para ocho

GRÁFICO C.1 BRECHAS DE INFLACIÓN EN ALGUNOS RÉGIMENES DE INFLACIÓN OBJETIVO



(continúa en la página siguiente)

GRÁFICO C.1 BRECHAS DE INFLACIÓN EN ALGUNOS REGÍMENES DE INFLACIÓN OBJETIVO (continuación)



(continúa en la página siguiente)

países.¹ La columna “Meta” corresponde a la meta de inflación fijada por el Banco Central en cada país. Las otras columnas del Cuadro recogen las previsiones promedio en enero y agosto de 2014, para la inflación de 2014 y de 2015.

En la mayoría de los países (las excepciones son Guatemala y México) las previsiones de inflación para 2014 aumentaron entre enero y agosto de ese año. Sin embargo en numerosos casos, las previsiones de inflación de 2015 son menores que las de 2014, lo cual señala que las previsiones de inflación para el mediano plazo siguen estando ancladas. Mariscal,

CUADRO C.1 EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN EN LATINOAMÉRICA

País	Expectativas de inflación 2014			Expectativas de inflación 2015		
	Meta	Expectativas en enero 2014	Expectativas en agosto 2014	Meta	Expectativas en enero 2014	Expectativas en agosto 2014
Brasil	4,5	5,6	6,2	4,5	6	6,2
Chile	3	3	3,8	3	3	3
Colombia	3	2,8	3,3	3	2,9	3,2
Guatemala	4	4,7	4,0	4	5,0	4,3
México	3	4,1	3,8	3	3,6	3,4
Perú	2	2,8	3	2	2,6	2,8
Paraguay	5	5	5,3	4,5	5,3	5,2
Uruguay	5	8,2	8,5	5	7,7	8,2

Fuente: Revela (Revelation of Expectations in Latin America) y Bancos Centrales.

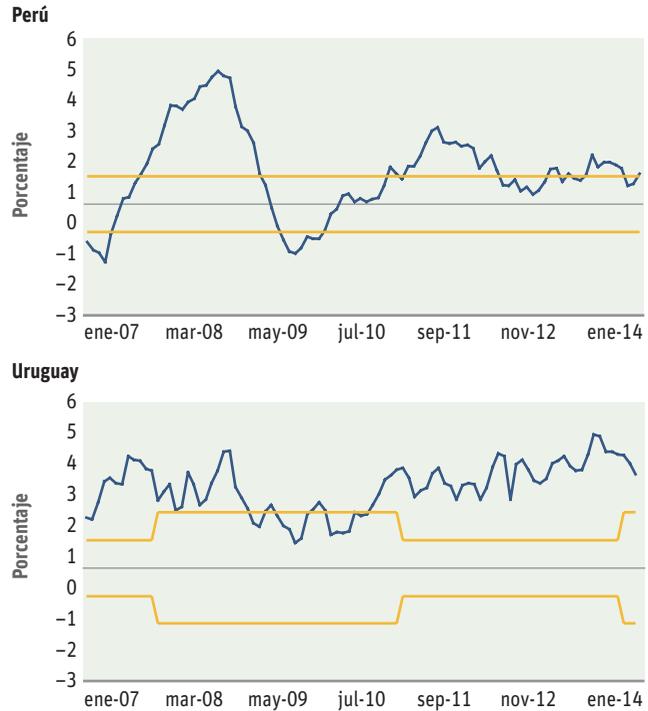
¹ Revela documenta las previsiones de inflación y crecimiento en países con metas de inflación en la región y está disponible en www.iadb.org/revela.

Powell y Tavella (2014) sugieren que los esquemas de inflación objetivo se han vuelto más creíbles en América Latina ya que las previsiones de inflación a mediano plazo están menos influidas por shocks a la inflación observada. Sin embargo, al mismo tiempo, en aquellos casos en que se superan las metas de inflación, hay un costo en el sentido de que las previsiones de inflación pueden volverse menos ancladas. El Cuadro C.1 concuerda con estas conclusiones.

“Pass-Through” en América Latina²

Uno de los motivos por los que las brechas de inflación han aumentado puede ser que a medida que los tipos de cambio se han depreciado se ha producido una mayor transmisión de las fluctuaciones del tipo de cambio a los precios. El Gráfico C.2

GRÁFICO C.1 BRECHAS DE INFLACIÓN EN ALGUNOS REGÍMENES DE INFLACIÓN OBJETIVO (continuación)



Fuente: Latin Macro Watch (BID).

Nota: la brecha de inflación observada se define como la diferencia entre la inflación observada y la meta de inflación al final del año.

GRÁFICO C.2 TRASPASO EN LATINOAMÉRICA Y EL CARIBE



Fuente: Latin Macro Watch (BID) e International Financial Statistics (FMI).

² “Pass-Through” es el grado de transmisión de las fluctuaciones del tipo de cambio a los precios internos.

ilustra la transmisión a lo largo del tiempo de las depreciaciones del tipo de cambio nominal a la inflación doméstica, mostrando la correlación entre la inflación actual y la depreciación de la moneda en el año anterior, utilizando una ventana recursiva de 24 meses; es decir, cada punto del gráfico representa el promedio del coeficiente de correlación entre la inflación desde el período $t-23$ a t y la depreciación en $t-47$ y $t-24$ para Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Uruguay. Por lo tanto, cada punto en el gráfico se calculó utilizando 24 observaciones para la inflación y 24 observaciones para la depreciación.

Se ha producido un aumento notable en el coeficiente de correlación entre inflación y depreciación. Éste ha aumentado desde aproximadamente 0,05 en enero de 2013 a casi 0,4 en septiembre de 2014. De hecho, puede que el repunte de la inflación documentada en el Capítulo 5 esté relacionado con el aumento del grado de transmisión de las fluctuaciones del tipo de cambio a los precios internos.

El cálculo de reglas de política monetaria tipo Taylor en los países con esquemas de inflación objetivo

El número anterior del Informe Macroeconómico de América Latina y el Caribe y Barajas *et al.* (2014) incluye estimaciones de la siguiente regla de tipo Taylor como una manera de resumir la función de reacción de los bancos centrales bajo un esquema de inflación objetivo:

$$i_t = \alpha + \beta_{i-1} i_{t-1} + \beta_{\pi_{gap}} (E_t \pi_{t+1} - \pi_t^T) + \varepsilon_t$$

Esta regla de la política postula que la autoridad monetaria ajusta la tasa oficial en el período t , i_t en respuesta al diferencial en la tasa de inflación prevista $E_t \pi_{t+1}$ en relación con la meta de inflación π_t^T — es decir, “la brecha de inflación” y la brecha del producto x_t . Además, dado que los costos podrían intervenir al introducir demasiada variabilidad en la tasa de interés oficial, la suavización de la tasa de interés se incorpora a través de los valores rezagados de la tasa de interés.

Como en Barajas *et al.* (2014) y Powell (2014), la brecha del producto (x_t) se calcula utilizando el componente cíclico del producto estimado utilizando un filtro Hodrick-Prescott, y la brecha de inflación se mide como la diferencia entre las previsiones de inflación y la meta de inflación. Se estiman todas las reglas de la política por separado utilizando una base de datos mensual para cada país que comienza ya sea en la fecha en que se adoptó el régimen de meta de inflación o cuando todos los datos están disponibles, cualquiera sea el más reciente.

Los datos de la producción mensual son los siguientes: el índice IPEA mensual del Banco Central de Brasil (Índice de Atividade Econômica do Banco Central), disponible desde enero de 2003 a septiembre de 2014; el Indicador Mensual de Actividad Económica (IMACEC) del Banco Central de Chile (de enero de 1990 a octubre de 2014); el Índice de Producción Industrial (IPIR), mensual, proviene del Banco de la República de Colombia (de enero de 1980 a septiembre de

CUADRO C.2 ESTIMACIÓN DE LA REGLA DE TASA DE INTERÉS OFICIAL EN LATINOAMÉRICA					
	Brasil	Chile	Colombia	México	Perú
constante	0,18 (0,00)***	0,59 (0,00)***,	0,15 (0,04)**	-0,04 (0,42)	0,22 (0,00)***
β_{t-1}	1,79 (0,00)***	0,94 (0,00)***	1,37 (0,00)***	1,43 (0,00)***	1,39 (0,00)***
β_{t-2}	-0,91 (0,00)***	-0,2 (0,05)*	-0,33 (0,01)**	-0,55 (0,01)**	-0,21 (0,17)
β_{t-3}	0,17 (0,33)	-0,11 (0,29)	0,06 (0,65)	0,01 (0,98)	-0,28 (0,06)
β_{t-4}	-0,07 (0,4)	0,21 (0,00)***	-0,12 (0,12)	0,1 (0,3)	0,03 (0,69)
$\beta\pi_{gap}$	-0,03 (0,18)	0,57 (0,01)**	-0,02 (0,68)	0,1 (0,01)**	0,05 (0,16)
β_x	0,04 (0,00)***	0,19 (0,00)***	0,04 (0,35)	0,07 (0,00)***	0,04 (0,00)***
Período	2003-ene a 2014-sep				
Número de observaciones	141	182	176	93	140

Fuente: Estimaciones del personal técnico del BID basadas en Revelations of Expectations in Latin America (BID), LatinFocus Consensus Forecast y Bancos Centrales Nacionales.

* significativo al 10%, ** al 5% y *** al 1%.

2014); el Índice Global de Actividad Económica (IGAE), mensual, se obtiene del Banco Central de México (enero de 1993 a septiembre de 2014); el Índice mensual del PIB del Banco Central de Reserva del Perú (enero de 2003 agosto de 2014).³ Las previsiones mensuales de inflación provienen del *Latin Focus Consensus Forecast* hasta noviembre de 2013 y de *Revela* a partir de esta fecha.⁴ Se incluyeron cuatro rezagos de las variables relevantes para estimar la regla de la tasa de interés oficial. Los coeficientes estimados de mínimos cuadrados ordinarios se recogen en el Cuadro C.2. La muestra, que incluye el número de observaciones, se recoge para cada país.

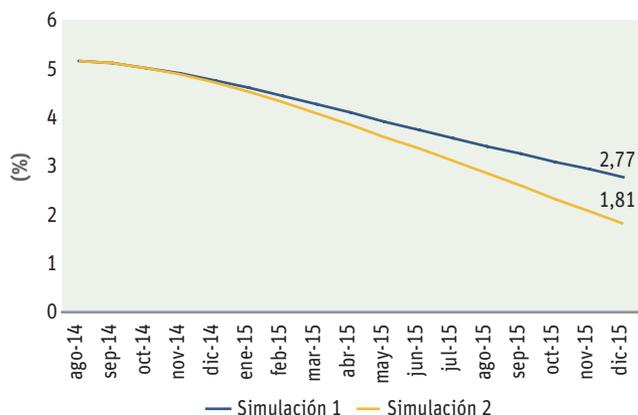
Utilizando los coeficientes estimados de las reglas de Taylor, se simularon dos alternativas para la tasa de interés oficial en cada país para el período 2014M.11 a 2015M.12. El Gráfico C.3 recoge la dinámica promedio de las tasas de interés en los diferentes países en la muestra.

³ Todas las series de producción fueron ajustadas estacionalmente utilizando el filtro X-13 ARIMA-SEATS incluido en la biblioteca "Seasonal" del programa R.

⁴ La base de datos mensual de *Revela* incluye las expectativas de inflación a diciembre del año en curso y del año siguiente. Del mismo modo que en Barajas et al (2014), para los meses de enero a abril, se utilizan las expectativas de inflación del año en curso y para los meses de mayo a diciembre, se emplea la expectativa de inflación del año siguiente. *Revela* fue complementada con Latin Focus Consensus Forecast en la mayoría de los países, excepto para México, donde sólo se usaron datos de *Revela* desde enero del 2007.



GRÁFICO C.3 SIMULACIONES DE LAS REGLAS DE TAYLOR



Fuente: Estimaciones del personal técnico del BID basadas en Revelations of Expectations in Latin America (BID).

En todos los países, la simulación comienza con la última observación de la brecha de inflación y del producto, y se supone que ésta última disminuye linealmente (es decir, cambios iguales en períodos adyacentes) hasta diciembre de 2015, cuando se supone que se encuentra un punto porcentual por debajo de su valor inicial. En la simulación 1, se supuso que la brecha de inflación permanece constante al mismo nivel de la última observación. Al contrario, en la simulación 2 se supuso que la brecha de inflación sigue un proceso similar al de la brecha del producto, disminuyendo linealmente en un punto porcentual hasta diciembre de 2015. La diferencia entre las dos sendas simuladas para las tasas de interés cuantifica hasta qué punto tener una brecha de inflación positiva puede impedir a los bancos centrales reaccionar más vigorosamente ante el deterioro de las brechas del producto. Los resultados señalan que las autoridades monetarias pueden verse limitadas a reducir sus tasas hasta en un punto porcentual si la inflación no cede.

Los ratios de capital de los bancos: canales de ajuste

Los ratios de capital regulatorio de los bancos se han mantenido notablemente estables a pesar de importantes disminuciones del crédito, de la crisis financiera global, de la recesión en la mayoría de los países y del crecimiento económico. ¿Cómo lograron los bancos esta hazaña y que puede implicar su comportamiento para el futuro? Siguiendo a Cohen y Scatigna (2014) el cambio en el ratio de capital del banco ponderado por riesgo se puede descomponer en cambio en los activos totales, cambio en el ratio de los activos ponderados por riesgo en relación con los activos totales (es decir, el riesgo) y cambio en el propio capital de la siguiente manera:

$$\frac{K_1/RWA_1}{K_0/RWA_0} = \frac{K_1/K_0}{\left(\frac{T_1}{T_0}\right)\left(\frac{RWA_1/T_1}{RWA_0/T_0}\right)}$$

Donde K_t es el capital, RWA_t son los activos ponderados por riesgo, y T_t son los activos totales en el momento t . Esta ecuación descompone los cambios en el ratio de capital ponderado por

riesgo entre los períodos 0 y 1 en cambios en el capital, cambios en los activos totales y cambios en el ratio de los activos ponderados por riesgo en relación con los activos totales. Si se toman logaritmos en ambos lados de la ecuación y se multiplican ambos lados por el factor normalizador

$$F = \frac{K_1/RWA_1 - K_0/RWA_0}{\ln(K_1/RWA_1) - \ln(K_0/RWA_0)}$$

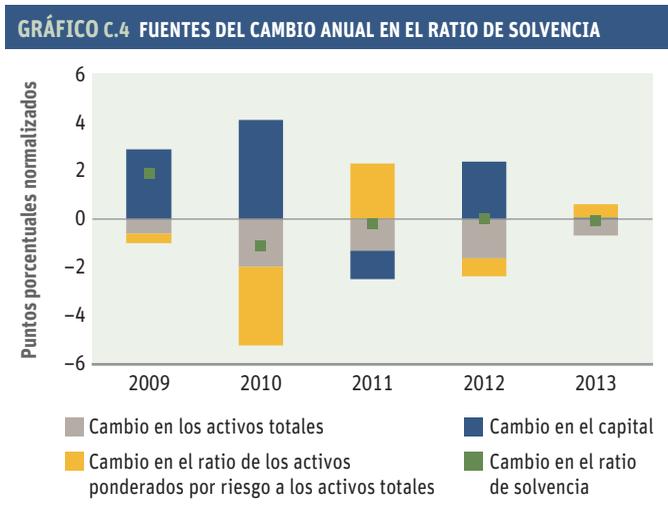
se obtiene la siguiente ecuación:

$$\frac{K_1}{RWA_1} - \frac{K_0}{RWA_0} = F \left\{ \ln\left(\frac{K_1}{K_0}\right) - \ln\left(\frac{T_1}{T_0}\right) - \ln\left(\frac{RWA_1/T_1}{RWA_0/T_0}\right) \right\}$$

Esta última ecuación expresa los cambios en los ratios de capital ponderados por riesgo como puntos porcentuales de los activos ponderados por riesgo del año base. El Gráfico C.4 muestra los promedios ponderados regionales para esta descomposición en una muestra de bancos de América Latina y el Caribe.

Los activos de los bancos aumentaron con fuerza a medida que el crédito se disparó, y en 2011 y 2012 también se produjo un fuerte aumento del riesgo, sobre todo en los casos de Brasil, México y Perú, lo cual refleja fuertes aumentos en los préstamos al consumo y de tarjetas de crédito.⁵ Esta evolución podría haber provocado la disminución de los ratios de capital regulatorio pero, de hecho, éstos se mantuvieron relativamente estables, e incluso en algunos países y algunos años aumentaron, a medida que los bancos también aumentaron el capital real. ¿De dónde provino el aumento de capital?

El cambio en el capital entre un período inicial (período 0) y un período



Fuente: Estimaciones del personal técnico del BID, Bankscope y metodología de Cohen y Scatigna (2014). La figura muestra la descomposición de los cambios de la razón de solvencia (capital regulatorio a activos ponderados por riesgo) en sus componentes aditivos. Los cambios son normalizados a puntos porcentuales de los activos ponderados por riesgo del año anterior. El cambio total se muestra en diamantes negros. La figura está basada en datos para 64 grandes bancos de Brasil, Chile, Colombia, México y Perú. Los cambios a nivel de banco son calculados en moneda local constante. Los números regionales se calculan como promedios ponderados utilizando los activos en dólares del año anterior como ponderadores.

⁵ Los gráficos que ilustran el comportamiento de los bancos país por país se presentan más abajo.

posterior (período 1) puede provenir ya sea de los ingresos retenidos RE_t o de otros cambios en el capital Oth_t , de manera que se puede escribir la siguiente ecuación:

$$\frac{K_1}{K_0} - 1 = \frac{RE_1 + Oth_1}{K_0}$$

Al multiplicar cada lado de esta ecuación por el logaritmo del cambio en el capital, normalizado por el factor F , se obtiene lo siguiente:

$$F \ln \left(\frac{K_1}{K_0} \right) \left(\frac{K_1}{K_0} - 1 \right) = F \ln \left(\frac{K_1}{K_0} \right) \left(\frac{RE_1 + Oth_1}{K_0} \right)$$

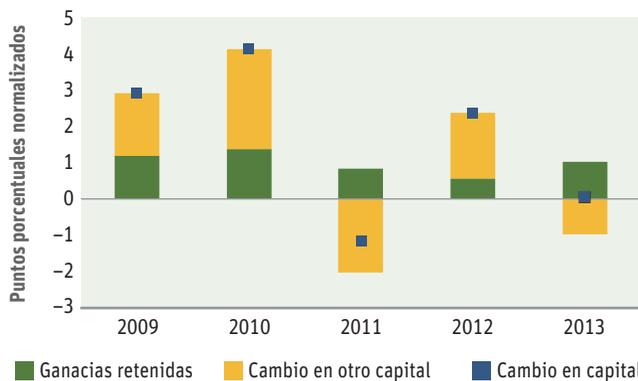
Esto se puede usar para descomponer el cambio en el capital en sus componentes de la siguiente manera:

$$F \ln \left(\frac{K_1}{K_0} \right) = G \frac{RE_1}{K_0} + G \frac{Oth_1}{K_0}$$

Donde

$$G = F \ln \left(\frac{K_1}{K_0} \right) / \left(\frac{K_1}{K_0} - 1 \right)$$

GRÁFICO C.5 FUENTES DEL CAMBIO ANUAL DEL CAPITAL



Fuente: Estimaciones del personal técnico del BID, Bankscope y metodología de Cohen y Scatigna (2014). La figura muestra la descomposición de los cambios del capital en sus componentes aditivos. Los cambios son normalizados a puntos porcentuales de los activos ponderados por riesgo del año anterior. El cambio total se muestra en círculos rojos. La figura está basada en datos para 64 grandes bancos de Brasil, Chile, Colombia, México y Perú. Los cambios a nivel de banco son calculados en moneda local constante. Los números regionales se calculan como promedios ponderados utilizando los activos en dólares del año anterior como ponderadores. Mirar la explicación de la metodología en el Apéndice XX.

Esta última expresión descompone el cambio en el capital en cambios en los ingresos retenidos y otros cambios en capital, ambos expresados como puntos porcentuales de los activos ponderados por riesgo del año anterior.

Esta descomposición para la misma muestra de bancos de América Latina y el Caribe se recoge en el Gráfico C.5. Durante los años del auge, los ingresos retenidos eran importantes pero no suficientes; los bancos

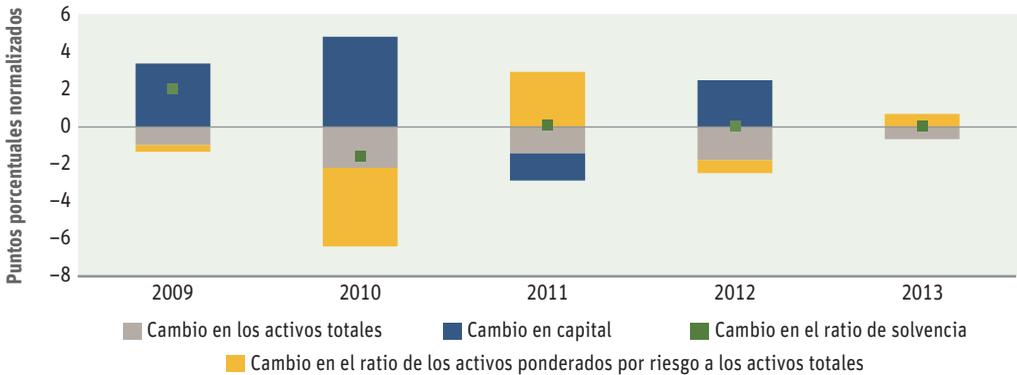
también recaudaron un volumen sustancial de nuevo capital para mantener sus amortiguadores por encima de los requisitos.

Más recientemente, han surgido diferentes patrones. En Chile y en Colombia, durante 2011 y 2012, los ratios de capital comenzaron a disminuir (Gráfico C.6). En Colombia, el riesgo promedio disminuyó y en Brasil disminuyeron tanto el riesgo como los volúmenes de préstamos. La mayoría de los países experimentó un deterioro de los ratios de capital de los bancos en 2013, aunque el crecimiento del crédito fue menor que en los años anteriores.

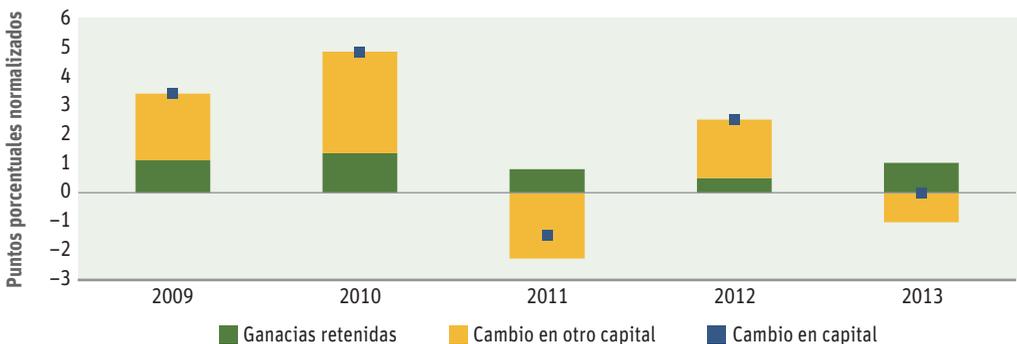
Dado el contexto de un menor crecimiento económico, estos nuevos patrones podrían acentuarse. Las utilidades probablemente serán menores, los préstamos morosos podrían aumentar y puede que los bancos vean más difícil emitir nuevo capital. Es probable que los bancos mantengan amortiguadores de capital a través de un menor crecimiento de los activos y reduciendo el riesgo. Este comportamiento procíclico sirve para mantener la estabilidad financiera, pero actualmente los sistemas financieros tienen un tamaño importante de modo que pueden producir efectos negativos de realimentación en la economía real.

GRÁFICO C.6 FUENTES DEL CAMBIO ANUAL EN LA RAZÓN DE SOLVENCIA Y EL NIVEL DE CAPITAL POR PAÍS

Panel A: Brasil, Ratio de Solvencia



Panel B: Brasil, Nivel de Capital

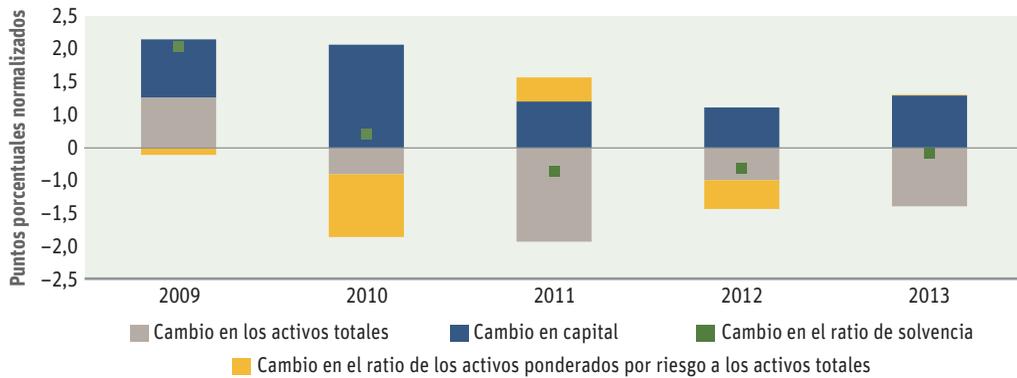


(continúa en la página siguiente)

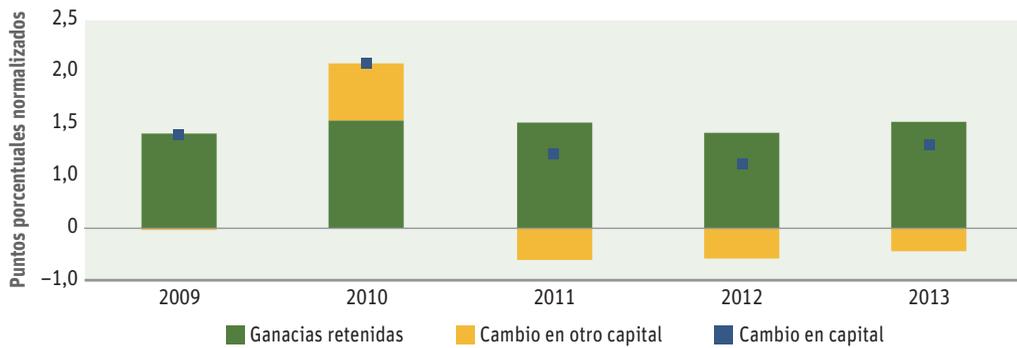
(continuación)

GRÁFICO C.6 FUENTES DEL CAMBIO ANUAL EN EL RATIO DE SOLVENCIA Y EL NIVEL DE CAPITAL POR PAÍS

Panel C: Chile, Razón de Solvencia



Panel D: Chile, Nivel de Capital

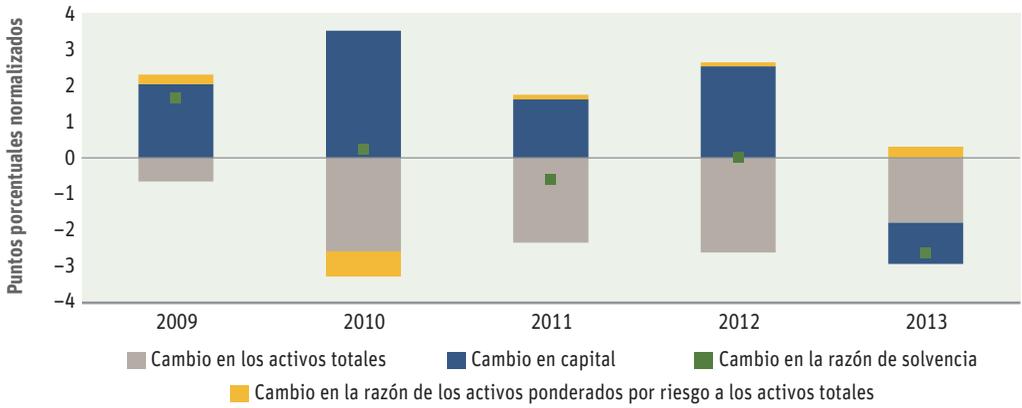
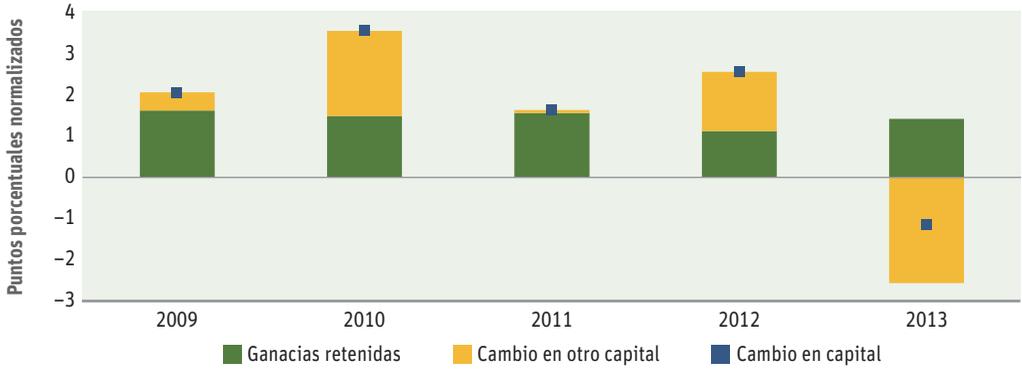
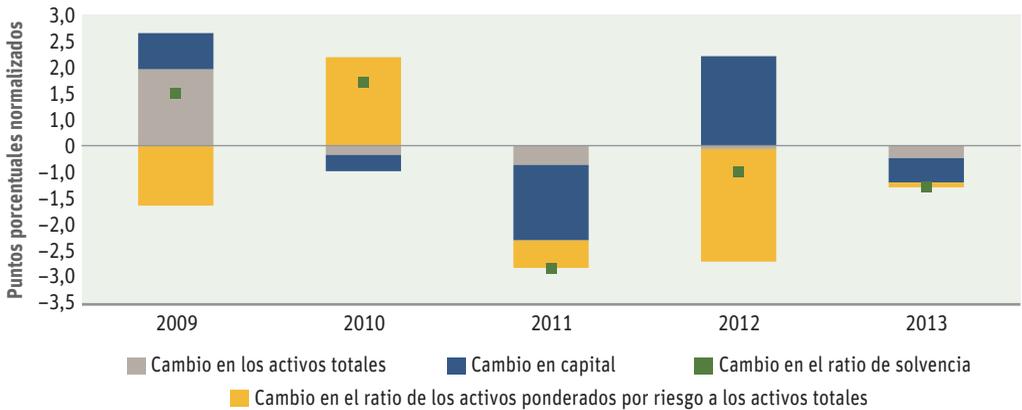


(continúa en la página siguiente)

Los gráficos de más arriba se derivan de una muestra de bancos en cinco países. Los mismos gráficos pero para una muestra de bancos en cada país se proporciona más abajo en el Gráfico C.6. Además, se observan patrones algo similares aunque hay algunas evoluciones específicas de los países. En todos los países se observa una disminución de los ratios de capital en 2013 (con la excepción de Brasil, cuyo cambio es cero) y la mayoría muestran una disminución del crecimiento del crédito y/o un aumento del riesgo (es decir, bancos que intentan mantener los amortiguadores de capital reduciendo el crecimiento del crédito o disminuyendo el aumento en la toma de riesgo). En el caso de Brasil, el crecimiento de los activos casi disminuyó a cero en 2013 y el riesgo, en realidad, disminuyó (es decir el cambio en las ponderaciones de riesgo contribuyó positivamente a un cambio en el ratio de capital). Mientras en los casos de Chile y Perú los bancos fueron capaces de reunir capital en 2013, en el caso de Brasil, los bancos no captaron capital, y en los casos de Colombia y México, la contribución del cambio en el capital fue en realidad negativa.

Si bien hay diferencias entre los países individuales, el cuadro general en 2013 (y en algunos casos en 2012) es bastante diferente del de los años anteriores. Dadas las perspectivas de un crecimiento económico menor, el análisis de los países individuales apoya la idea de que

(continuación)

GRÁFICO C.6 FUENTES DEL CAMBIO ANUAL EN EL RATIO DE SOLVENCIA Y EL NIVEL DE CAPITAL POR PAÍS**Panel E: Colombia, Ratio de Solvencia****Panel F: Colombia, Nivel de Capital****Panel G: México, Ratio de Solvencia**

(continúa en la página siguiente)

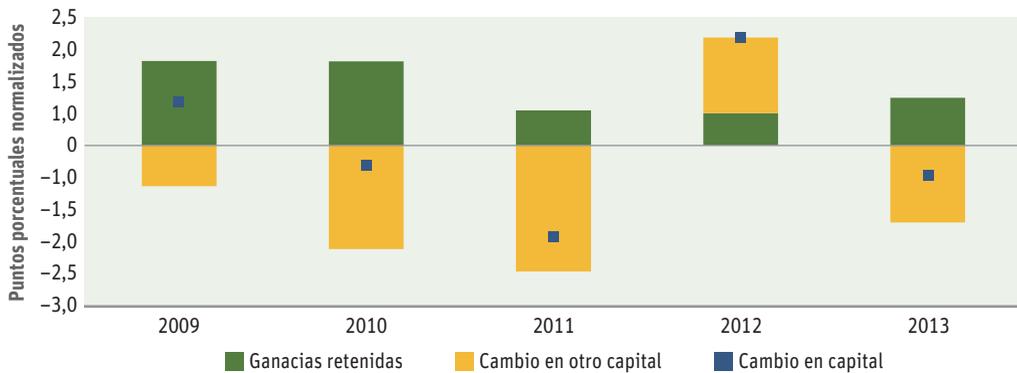
los bancos probablemente intentarán mantener los ratios de capital mediante un crecimiento más lento de los activos y una disminución de la toma de riesgo en lugar de emitir capital nuevo.



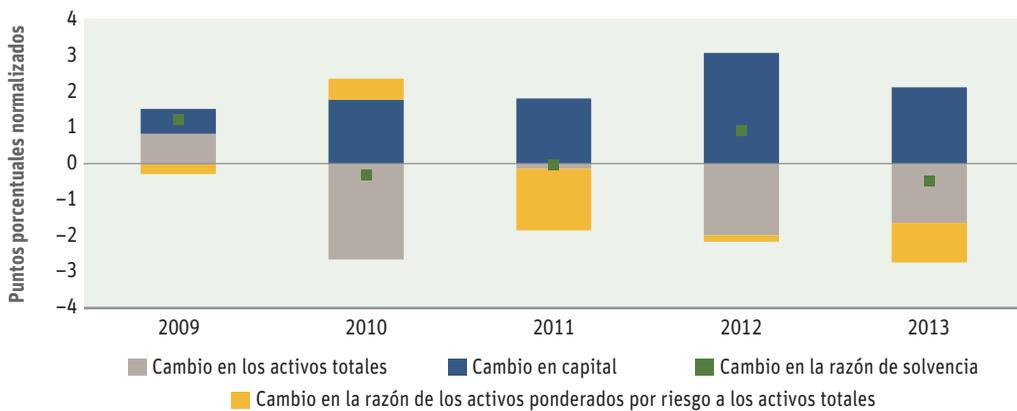
(continuación)

GRÁFICO C.6 FUENTES DEL CAMBIO ANUAL EN EL RATIO DE SOLVENCIA Y EL NIVEL DE CAPITAL POR PAÍS

Panel H: México, Nivel de Capital



Panel I: Perú, Ratio de Solvencia



Panel J: Perú, Nivel de Capital



Fuente: Estimaciones del personal técnico del BID, Bankscope y metodología de Cohen y Scatigna (2014). Las figuras A, C, E, G e I muestran la descomposición de los cambios de la razón de solvencia (capital regulatorio a activos ponderados por riesgo) en sus componentes aditivos. Las figuras B, D, F, H y J muestran la descomposición de los cambios del capital en sus componentes aditivos. Los cambios son normalizados a puntos porcentuales de los activos ponderados por riesgo del año anterior. El cambio total de la razón de solvencia se muestra en diamantes negros, mientras que el cambio total del capital se muestra en círculos rojos. Las figuras están basadas en datos para los bancos grandes de Brasil, Chile, Colombia, México y Perú. Los cambios a nivel de banco son calculados en moneda local constante. Los números a nivel de país se calculan como promedios ponderados utilizando los activos en moneda local constante del año anterior como ponderadores.

APÉNDICE D

Sobre el calendario y la velocidad de los ajustes fiscales

En un país que ha alcanzado su producción potencial o que se encuentra cerca de hacerlo (es decir, con una brecha del producto igual a cero), pero con un déficit fiscal estructural y con altas tasas de interés, el consejo de política pública es relativamente claro: se requiere un fuerte ajuste fiscal. Dado que la producción se encuentra cerca de su potencial, los multiplicadores fiscales normalmente se consideran pequeños, mientras la disminución de la deuda generará rápidamente importantes ahorros en el pago de intereses. Por otro lado, si el país tiene una brecha del producto importante, alto crecimiento y tasas de interés relativamente bajas, cualquier ajuste fiscal puede adoptar un ritmo más pausado. Si la brecha del producto es negativa, el efecto multiplicador en un ajuste fiscal puede ser más severo, y si las tasas de interés son bajas, un enfoque gradual es menos costoso. Sin embargo, el enfoque gradual puede poner al país en riesgo de verse atrapado en una trampa de consolidación fiscal.

Miller y Zhang (2013) desarrollan un modelo que describe la dinámica de la acumulación de deuda y la consolidación fiscal. Se puede usar para analizar algunos de estos aspectos y se centra en dos ecuaciones diferenciales. La primera describe la dinámica del ratio de la deuda b (deuda/producto potencial) que se caracteriza por:

$$\Delta b = (r - \gamma)b + g - \theta$$

donde r es la tasa de interés real (%), γ es el crecimiento real a largo plazo (%), g es el gasto primario del gobierno y θ son los ingresos tributarios (ambos expresados como porcentaje del producto potencial). La deuda se mantendrá estacionaria ($\Delta b = 0$) cuando el superávit primario es justo lo suficiente para cubrir el costo del pago de la deuda, ajustado para la tasa de crecimiento.

La segunda ecuación diferencial representa el proceso de consolidación fiscal. En este caso, la idea es que g debería disminuir su nivel relativamente alto de manera que el déficit estructural converja con un objetivo $(\delta^*)^1$ a una velocidad parametrizada por α . Cuando se alcanza el objetivo, el gasto no cambia, $\Delta g = 0$.

$$\Delta g = -\alpha(rb + g - \theta - \delta^*)$$

¹ Escogido para alcanzar un nivel de deuda/producto de estado estacionario deseado.

La intersección de estas dos ecuaciones determina un equilibrio de estado estacionario (SS, por su sigla en inglés, “Steady-State”). Dependiendo de los valores del parámetro, la senda de convergencia para el equilibrio SS puede implicar un aumento del ratio de la deuda (cuando no hay superávit fiscal global) pero, a medida que disminuye el gasto del gobierno y emerge un superávit fiscal global, y suponiendo que los parámetros satisfacen una restricción de convergencia, el ratio de la deuda disminuirá. Sin embargo, el menor volumen de deuda y el menor gasto en el pago de intereses pueden permitir un nivel algo mayor de gasto (g) equilibrado.

En el caso de un multiplicador fiscal positivo, la disminución del gasto generará un efecto en el ingreso y reducirá temporalmente la base tributaria. Miller y Zhang (2013) suponen que el efecto multiplicador no afecta el producto potencial, lo cual simplifica considerablemente la operación matemática. Durante un proceso de ajuste, puede que los ingresos tributarios disminuyan y la deuda puede volver a subir (según la primera ecuación diferencial) para aliviar el proceso de consolidación fiscal. Suponiendo una convergencia, en relación con el caso de un multiplicador cero, un multiplicador fiscal positivo implica un nivel de deuda máximo más alto y una menor rapidez en la reducción de la deuda.

En el capítulo 5, se estudia un caso base de un país con un ratio de deuda del 48%, un gasto fiscal de 26%, ingresos tributarios de 25%, una tasa de interés real de 3,5% y una tasa de crecimiento (potencial) real de 3% (ver Powell, Salazni y Mercer-Blackman, no publicado, para más información y otras calibraciones). Con un programa de ajuste fiscal que implica un recorte de 1,7% en el gasto el primer año, y ajustes más pequeños en años posteriores, se puede alcanzar un ratio de la deuda/PIB de 40% en 10 años cuando el multiplicador fiscal es cero. Si el multiplicador fiscal es 0,5, usando valores de parámetros similares, reducir la deuda al 40% del PIB tardaría 14 años. En las ecuaciones de más arriba, la magnitud del programa de ajuste fiscal está determinado por el parámetro (la velocidad a la que el gasto real se acerca hacia un nivel objetivo) y el nivel del objetivo (δ^*). Estos parámetros se traducen en los recortes reales del gasto, que alcanzan su máximo durante el primer año; y éste es el valor al que nos referimos aquí para facilitar la exposición.

Pensemos en el caso de que estos parámetros están definidos de tal manera que el ajuste fiscal fue solo de 0,5% del producto el primer año. Con un multiplicador cero, la reducción de la deuda hasta el 40% podría tardar 16 años en lugar de 10. Sin embargo, en el caso de un multiplicador de 1, un ratio de la deuda de 40% no se alcanzaría ni siquiera en 35 años. Se ha emprendido un ajuste fiscal, pero debido al multiplicador supuesto relativamente alto, el efecto negativo en los ingresos tributarios neutraliza la reducción del gasto de tal manera que el ratio de deuda casi no disminuye. Si el multiplicador fuera 0,5 (en lugar de 1,0) el nivel de deuda se alcanzaría en 22 años.

Sin embargo, estas estimaciones suponen que el multiplicador es positivo cuando el gasto fiscal se encuentra por debajo del valor corriente de 26% del PIB, o como dirían Miller y Zhang (2013), el 26% del PIB es el nivel de gasto fiscal que sería consistente con el producto potencial. Supongamos, al contrario, que el 25% del PIB es el nivel de gasto consistente con el producto

potencial y el multiplicador sólo interviene cuando el gasto fiscal disminuye por debajo de ese valor. En este escenario, con un multiplicador igual a 0,5 y con los demás parámetros iguales al caso base en relación con el esfuerzo de ajuste, se alcanza un ratio de la deuda de 40% en 12 años (en lugar de 14 años, como antes). Estos resultados ilustran que el proceso de ajuste fiscal puede ser muy sensible al efecto del ajuste fiscal en la producción y en los ingresos tributarios.

Los resultados también son sumamente sensibles a la supuesta tasa de crecimiento potencial. En el modelo, el ratio de deuda se calcula como un porcentaje del crecimiento potencial, como se suele suponer en los análisis estándar de sostenibilidad de la deuda. Supongamos que la tasa de crecimiento potencial disminuye a 2,5% en lugar de 3%, como se suponía en el caso base. En este escenario, con los mismos valores del parámetro, el proceso de ajuste para alcanzar un ratio de deuda/PIB de 40% serán 12 años en lugar de 10 en el caso de un multiplicador cero, y 15 años (en lugar de 14) en el caso de un multiplicador de 0,5. Si el multiplicador aumentara a 1,0, con esta tasa de crecimiento más baja, un ratio de deuda/PIB de 40% sólo se alcanzaría en 20 años con los mismos parámetros para el programa de ajuste.



