

PRIMERA PARTE

Perspectiva macroeconómica

RESUMEN

La crisis económica mundial de 2009 afectó seriamente a los países latinoamericanos y caribeños. Sin embargo, pese al gran nivel de integración de América Latina en los mercados internacionales y su escaso crecimiento en 2009, varias economías de la región mostraron una notable resistencia ante la crisis: reaccionaron relativamente bien en comparación con otras economías del mundo y revirtieron la tendencia de decrecimiento con notable rapidez. Dos factores externos explican en particular estos buenos resultados: la demanda china de productos básicos, y la oportuna intervención monetaria de la comunidad internacional. Pero la resistencia observada fue fruto también de una mejor gestión macroeconómica interna y, gracias a la regulación prudencial y la supervisión antes de la crisis, de sectores financieros más sólidos. Ahora que las perspectivas a largo plazo de la región son positivas, es preciso institucionalizar las medidas que condujeron a la estabilidad macroeconómica y tratar los riesgos que pesan sobre el sistema financiero mediante intervenciones públicas, como la regulación o la educación financiera.

INTRODUCCIÓN

La edición de *Perspectivas* de este año pretende identificar las razones por las que América Latina ha reaccionado mucho mejor que otras regiones ante la crisis. Aunque es innegable que los países latinoamericanos se han visto sometidos a prueba –la región registró un significativo decrecimiento económico en 2009–, en esta ocasión han sido capaces de desplegar las debidas medidas de forma efectiva y sostenible. De hecho, gran parte de la diferencia ha radicado precisamente en la sostenibilidad, que implica aplicar políticas que respeten la evolución a largo plazo del equilibrio externo, fiscal y monetario. La región ha demostrado su capacidad para proteger los avances logrados a base de un duro esfuerzo en términos de potencial de crecimiento y, así, sus posibilidades de desarrollo económico a largo plazo. Con todo, queda por resolver qué subyace tras este buen resultado, si factores internos, como una sólida política macroeconómica y microeconómica, o más bien factores externos, tales como la emergencia económica de China o una oportuna actuación multilateral. Aunque no parece que este debate pueda quedar zanjado definitivamente en un futuro próximo, nuestra argumentación defiende que ambos conjuntos de factores han contribuido de forma destacada. No cabe duda de que la crisis ha puesto de manifiesto notables ejemplos de buenas prácticas, pero la aplicación de éstas ha dependido también del entorno externo.

América Latina ha superado la crisis relativamente bien, pero no ha lugar a la auto-complacencia. El éxito de la política macroeconómica sostenible ha creado un terreno fértil para seguir institucionalizándola.

La conclusión es que no puede caerse en la autocomplacencia, ya que las perspectivas económicas siguen siendo inciertas. Aunque la respuesta inicial a la crisis ha reducido los recursos y ha recortado el posible alcance de cualquier actuación futura, aún queda margen de maniobra tanto en el ámbito fiscal como en el monetario. Esta consideración, sumada a unos ciudadanos que hoy valoran y reconocen los frutos de una política macroeconómica sólida, ofrece a la región la oportunidad de mejorar y seguir institucionalizando la política macroeconómica estructural.

La perspectiva macroeconómica de este año examinará, en primer lugar, la naturaleza y la envergadura de la onda de choque negativa que recorrió América Latina en 2009, así como los factores externos e internos que subyacen tras el resultado comparativamente bueno de la región. Con el anterior análisis en la mano, se pasará revista a las opciones de las que disponen actualmente los actores políticos, entre ellas, y muy particularmente, el papel que puede desempeñar la regulación financiera.

LA CRISIS MUNDIAL Y LAS ECONOMÍAS LATINOAMERICANAS

A finales de 2008, la economía mundial se contrajo cuando una crisis bancaria dejó al descubierto la existencia de problemas financieros en el centro neurálgico de las economías más desarrolladas. El comercio mundial descendió un 11% en un año, y el ahorro mundial, un 16%, las mayores caídas en más de tres decenios (gráfica 0.1).¹ El comercio y las finanzas propagaron la marea recesionista por todo el mundo, lo que llevó a un recorte del producto interior bruto (PIB) mundial del 2.5% en 2009, su mayor hundimiento desde la Gran Depresión.²

Gráfica 0.1. Comercio y ahorro mundiales
(porcentaje del crecimiento anual)



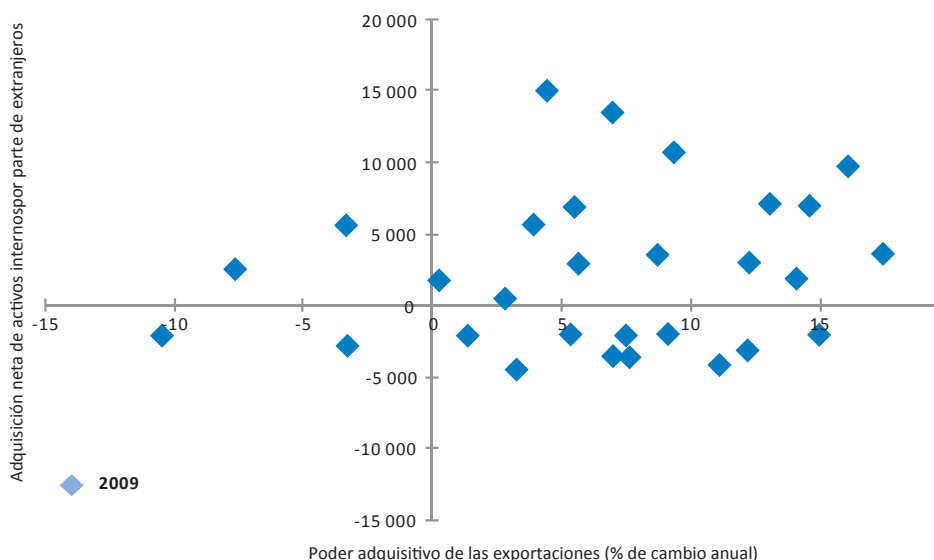
Fuente: FMI (2010a).

StatLink <http://dx.doi.org/10.1787/888932339447>

América Latina acusó marcadamente el golpe que suponía la contracción conjunta de los cauces comerciales y financieros de los mercados mundiales. La demanda de bienes y servicios latinoamericanos cayó fuertemente, y las exportaciones se contrajeron un 3.5% en volumen en 2009, lo que, agravado por un deterioro del 10% en los términos de intercambio de la región, produjo un declive del 14% en el poder adquisitivo de las exportaciones latinoamericanas –esto es, la proporción de importaciones anuales cubiertas por un año de exportaciones–. Se trataba del peor revés registrado en los tres decenios para los que se dispone de datos estandarizados en la región (gráfica 0.2).

El declive del 14% en el poder adquisitivo de las exportaciones latinoamericanas totales en 2009 es el peor revés registrado en los últimos tres decenios.

Gráfica 0.2. Choques comerciales y financieros externos
(1985-2009)



Notas: Las adquisiciones trimestrales de obligaciones internas sólo cubren las tres principales economías de la región — Argentina, Brasil y México — por razones de disponibilidad de datos. Los puntos reflejan el peor trimestre de periodos de 12 meses que incluyen la segunda y la primera mitad de años consecutivos.

Fuente: Con base en FMI (2010a) y CEPAL (2010).

StatLink <http://dx.doi.org/10.1787/888932339466>

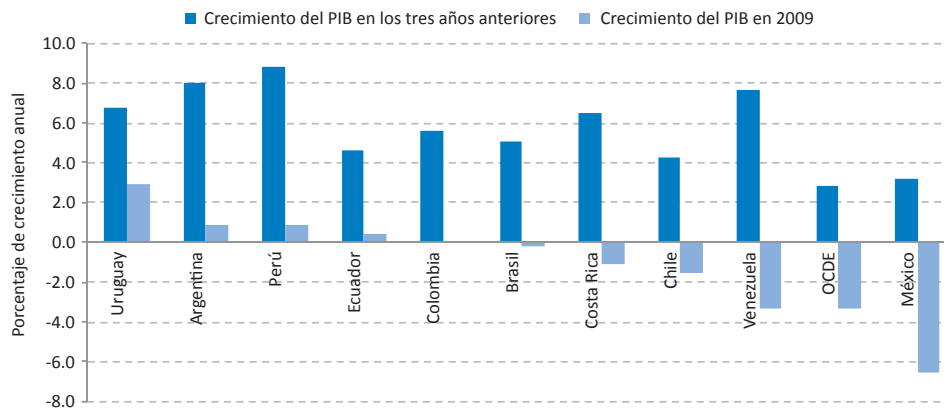
En términos generales de la balanza de pagos, el choque en el último trimestre de 2008 fue igualmente el peor desde 1985. En 2009, se recuperó gran parte de lo perdido, pero no todo. Los flujos latinoamericanos de cartera privada neta invirtieron su tendencia y pasaron de una entrada de 42 000 millones de USD en 2007 a una salida neta de 24 000 millones en 2009. De igual forma, en los cuatro trimestres posteriores al inicio de la crisis en septiembre de 2008, el volumen de obligaciones nacionales adquiridas por inversores extranjeros se redujo más de la mitad en comparación con los cuatro trimestres precedentes —de más de 200 000 millones de USD a menos de 100 000 millones (el rombo azul delineado de negro de la gráfica 0.2 representa el periodo que media entre el tercer trimestre de 2008 y el segundo trimestre de 2009). Y también cayó la inversión extranjera directa (IED), un subcomponente de las adquisiciones, pese a su histórica estabilidad.

El choque inmediato en la balanza de pagos fue el peor desde 1985, y la recesión de 2009 fue más profunda que la que siguió a las crisis asiática y rusa.

Contrariamente a la esperanza expresada por muchos antes del inicio de la crisis de que América Latina se hubiese dissociado en cierta medida del resto del mundo para futuras crisis, la presión comercial y financiera externa llevaron a la región en una profunda recesión. El PIB latinoamericano descendió un 1.8% en 2009, una reducción mayor que la que siguió a las crisis asiática (1997) y rusa (1998), o a la recesión estadounidense de 2001.³ Con todo, la reacción de la región fue significativamente mejor que la observada en las economías de la OCDE, que registraron una caída media del 3.5% del PIB, o que la respuesta de la propia América Latina a principios de la crisis de la deuda de 1983, cuando la caída fue del 2.5%.

El decrecimiento fue generalizado y afectó a todos los países latinoamericanos. La gráfica 0.3 muestra datos de una selección de diez países: en todos ellos, el crecimiento se ralentizó significativamente en relación con el crecimiento anual que habían experimentado entre 2006 y 2008, y algunos entraron en cifras negativas. La magnitud y la coincidencia de las caídas implican que el fenómeno constituía algo más que una simple corrección del rápido crecimiento de los años anteriores.

Gráfica 0.3. Impacto recesivista de la crisis en América Latina y la OCDE



Fuente: Con base en CEPAL (2010) y OCDE (2010).

StatLink <http://dx.doi.org/10.1787/888932339485>

Aunque todas las economías sufrieron, lo hicieron en grado diferente. Los países más afectados fueron Venezuela y México, que perdieron 10 puntos porcentuales, pero incluso Uruguay, el país menos perjudicado, cedió 4 puntos porcentuales. Entre estos dos extremos, Argentina, Costa Rica, México y Perú padecieron una desaceleración de más de 7 puntos porcentuales, seguidos por Brasil, Chile y Colombia que, aunque menos aquejados, perdieron con todo más de 5 puntos porcentuales de crecimiento.

Pese a esta enorme pérdida de actividad económica, las expectativas sobre el rendimiento económico a mediano plazo permanecieron intactas.⁴ Tal y como se resaltara en la pasada edición de *Perspectivas* (OCDE, 2009a), el impacto de una crisis mundial en el PIB de un solo año importa mucho menos que cualquier daño sostenido que se inflija a las perspectivas de crecimiento a largo plazo de un país. La "década perdida" que siguió a la crisis de la deuda de los años 1980 constituye un buen y reciente ejemplo de esto: la fase de lento crecimiento duró más de un cuarto de siglo en algunas economías latinoamericanas y, echando la vista atrás, la caída aparentemente drástica del 2.5% del PIB regional en 1983 palidece en comparación con la pérdida acumulada del 30% del PIB potencial, acarreada por 25 años de tasas de crecimiento a largo plazo bajas. Aunque aún es demasiado pronto para sacar conclusiones a largo plazo sobre los efectos de la crisis, existen ya claras pruebas de que América Latina reaccionó mejor en 2009, tanto en la esfera microeconómica como en la macroeconómica (véase el recuadro 0.1). No cabe duda de que las expectativas actuales de pronta recuperación contrastan marcadamente con la situación en los años 1980.

Esta vez, las expectativas a medio plazo permanecieron intactas; no hay "década perdida" a la vista.

Recuadro 0.1. El impacto de la crisis en las inversiones en innovación

A la hora de intentar evaluar la magnitud de una desaceleración económica, conviene examinar la forma en que se ven afectadas las actividades de innovación, ya que éstas desempeñan un papel decisivo para cualquier crecimiento futuro (Grossman y Helpman, 1991; Aghion y Howitt, 1998). En 2009, la contracción del crédito en toda América Latina, sumada a una demanda incierta, propició una caída estimada de la inversión en capital tangible del 13.6% en 2009 (Banco Mundial, 2010). En una encuesta reciente realizada para el Centro de Desarrollo de la OCDE y analizada en Paunov (2010) a manufacturas latinoamericanas, en su mayoría grandes, la mayor parte de las empresas encuestadas señaló haber introducido nuevos productos y procesos desde 2008, y se mostró confiada en los resultados futuros de su país en términos económicos y de innovación. Con todo, una de cada cuatro había interrumpido proyectos de inversión en innovación como respuesta a la crisis financiera mundial.

Desde el punto de vista económico, la anterior realidad no es sorprendente, ya que las inversiones en proyectos de innovación tienden a ser procíclicas (OCDE, 2009b). La crisis ha restringido el acceso al financiamiento tanto por su efecto en los flujos de fondos internos como por sus consecuencias en la posibilidad de aspirar a fondos externos, y es probable que esto haya tenido notables repercusiones. Un análisis más profundo de los datos de la encuesta así lo confirma: las empresas más débiles mostraban mayores probabilidades de cesar sus proyectos de innovación que sus homólogas menos vulnerables; en concreto, las empresas con posibilidades de recurrir al financiamiento público eran menos proclives a detener sus proyectos, mientras que las empresas jóvenes – las cuales tienen un menor acceso al crédito que las empresas implantadas – tenían más tendencia a hacerlo (Paunov, 2010).

¿QUÉ FACTORES EXPLICAN EL BUEN RESULTADO DE AMÉRICA LATINA?

Aunque el optimismo es compartido, no existe consenso sobre la causa primaria del buen resultado macroeconómico de América Latina. ¿Cabe atribuirlo a factores internos de la región, como su recién adquirida resistencia económica, fruto de sus prudentes políticas fiscales y monetarias? ¿O más bien conviene agradecerse a factores externos, como por ejemplo a las oportunas inyecciones multilaterales de liquidez del Fondo Monetario Internacional (FMI) o la emergencia de China como fuente tanto de recursos financieros como de demanda? Por ahora, no existe suficiente información para cuantificar la contribución de cada una de esas posibilidades, pero seguramente la región ha gozado al mismo tiempo de factores externos positivos y de resistencia interna. Y si bien esto puede constituir motivo de orgullo para algunos actores políticos de la región, supone igualmente una advertencia contra la autocomplacencia.

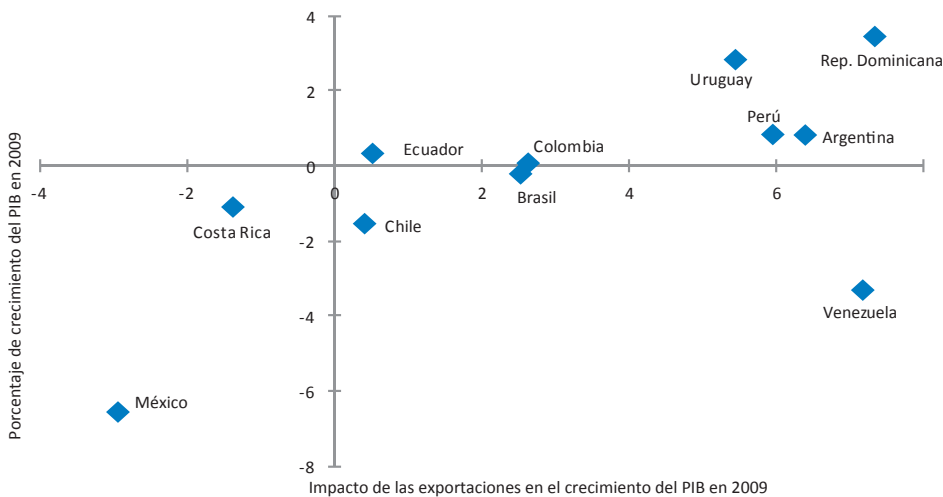
La importancia de los esfuerzos del FMI ya ha sido objeto de cierto análisis. Izquierdo y Talvi (2010) compararon los diferenciales del índice de bonos de los mercados emergentes (EMBI)⁵ con un indicador que reflejaba si los países tenían acceso al FMI como prestamista de última instancia y concluyeron que el FMI atenuó significativamente el riesgo financiero.

El otro factor externo es China. El país asiático se comportó bien durante toda la crisis –su PIB real creció un 8.7% en 2009–, y su demanda sostenida de productos básicos amortiguó sustancialmente la caída del comercio mundial. La gráfica 0.4 muestra el estrecho vínculo existente entre la envergadura de

Las posibles explicaciones de este mejor resultado apuntan a las oportunas inyecciones multilaterales de liquidez y al auge de China, así como a la propia prudencia de las políticas de la región.

los choques comerciales externos y los resultados económicos. El eje horizontal de la gráfica mide el crecimiento del PIB en 2009 en un escenario contrafactual donde todos los componentes de la demanda del PIB han crecido al ritmo medio de los cuatro años anteriores a la crisis, con excepción de las exportaciones, a las que se ha dado su valor real. En otras palabras, el eje de abscisas ilustra los cambios del crecimiento económico inducidos únicamente por variaciones en la demanda de exportación (sin asumir los multiplicadores keynesianos por una parte, ni la flexibilidad de los factores neoclásica por otra). Y así, se observa que México, cuyas exportaciones se destinan principalmente al mercado estadounidense, se halla muy a la izquierda de la gráfica como resultado de la magnitud del colapso comercial de 2009, significativamente más fuerte en este país que en países tales como Brasil, Chile y Perú, que habían diversificado sus exportaciones hacia China.

Gráfica 0.4. Colapso de las exportaciones y desaceleración del PIB en 2009

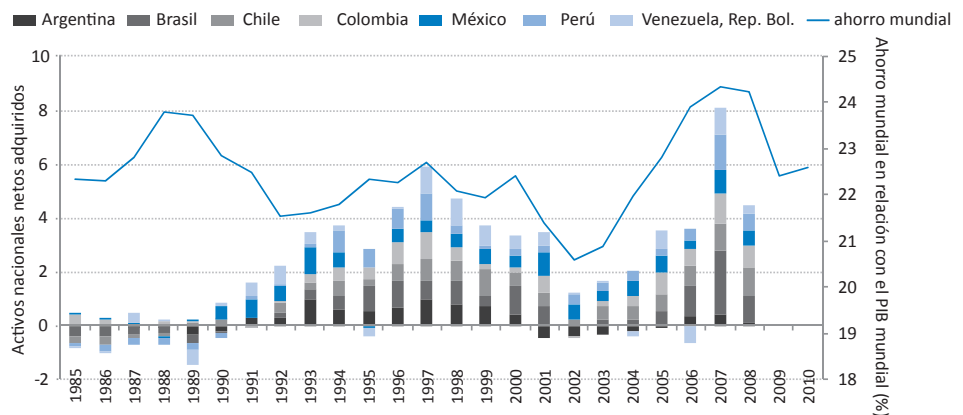


Fuente: Con base en CEPAL.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888932339504>

Pero las desviaciones que se observan en la gráfica 0.4 en relación con una línea recta creciente indican que los factores comerciales externos no reflejan todo cuanto subyace tras las diferentes reacciones de los países latinoamericanos a la crisis. La resistencia interna, fruto de una política nacional responsable, explica en parte la diversidad de respuestas. La importancia de esta resistencia resulta más discernible si se analiza la transmisión financiera de la crisis, ya que los países con bases políticas débiles pierden rápidamente la confianza de los inversores extranjeros. La consiguiente interrupción de los flujos de capitales puede exacerbar y prolongar los efectos directos de una crisis.

Gráfica 0.5. Adquisiciones netas de activos nacionales por inversores extranjeros en una selección de países



Nota: Adquisiciones en USD constantes, normalizadas para cada país al nivel de adquisición anual máximo registrado durante los años 1990.

Fuente: Con base en *International Financial Statistics* (IFS) del FMI.

StatLink <http://dx.doi.org/10.1787/888932339523>

Las adquisiciones netas de activos nacionales por inversores extranjeros reflejan la forma en que se perciben en el exterior los fundamentales de un país.

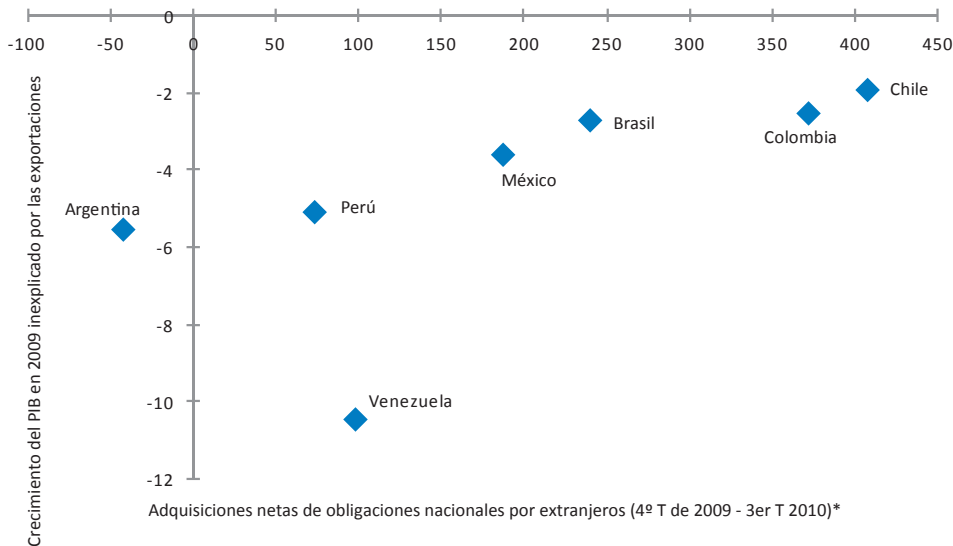
La gráfica 0.5 plasma un significativo mecanismo de transmisión de las crisis mundiales, del ahorro mundial a la inversión en América Latina. Las barras de la gráfica representan las adquisiciones netas de activos nacionales por parte de inversores extranjeros en cada uno de los siete países latinoamericanos seleccionados (medidas en USD constantes y normalizadas para cada país al mayor nivel registrado durante los años 1990).⁶ El efecto de la crisis de la deuda de los años 1980 se ve a primera vista: esta crisis dejó a la mayor parte de la región fuera del punto de mira de los inversores extranjeros hasta aproximadamente 1992. Pero, a partir de ahí, las adquisiciones netas siguen la línea del ahorro mundial, lo que parece indicar la existencia de un claro cauce de transmisión financiera en la región. Este vínculo resulta notable en el caso de ciertas economías en particular, como Chile, Brasil y Colombia, en las que se da una correlación entre el ahorro mundial y las adquisiciones netas de activos superior a 0.7.

... y esta vez, las adquisiciones se recuperaron en la mayoría de los países, aunque no en todos.

En consecuencia, el desplome del ahorro mundial en 2009 creó potencialmente una significativa presión a la baja sobre las adquisiciones netas de los inversores extranjeros en América Latina, adquisiciones que llegaron a ser negativas en todos los países en el último trimestre de 2008. Pero los países latinoamericanos se recuperaron y, en los tres trimestres siguientes, las adquisiciones regresaron a niveles similares a los anteriores a la crisis en la mayoría de ellos. El eje horizontal de la gráfica 0.6 muestra las adquisiciones acumuladas entre el último trimestre de 2008 y el tercer trimestre de 2009 de forma ponderada (véase la nota de la gráfica). Existe una notable heterogeneidad entre países, lo que implica que las respuestas de los inversores extranjeros fueron tan variadas como las respuestas registradas en el cauce comercial examinado anteriormente.

El eje vertical de esta gráfica es la parte del crecimiento del PIB que no queda aclarada por el escenario contrafactual considerado en la gráfica 0.4 (esto es, la diferencia entre las dos coordenadas de dicha gráfica). Por lo tanto, lo que la gráfica 0.6 ilustra es que la transmisión financiera explica gran parte de esa diferencia: los países a los que los inversores han seguido favoreciendo con adquisiciones de obligaciones internas coinciden con aquellos en los que una gran parte del crecimiento positivo no se justifica por los efectos comerciales.

Gráfica 0.6. Adquisiciones netas por inversores extranjeros y crecimiento "inexplicado" del PIB (2009)



Nota: * Las adquisiciones financieras se han ajustado por el tamaño de las "posibilidades económicas de un país" para los inversores extranjeros, un concepto representado por el volumen del crecimiento de las exportaciones en términos de USD en los años anteriores.

Fuente: Con base en IFS del FMI.

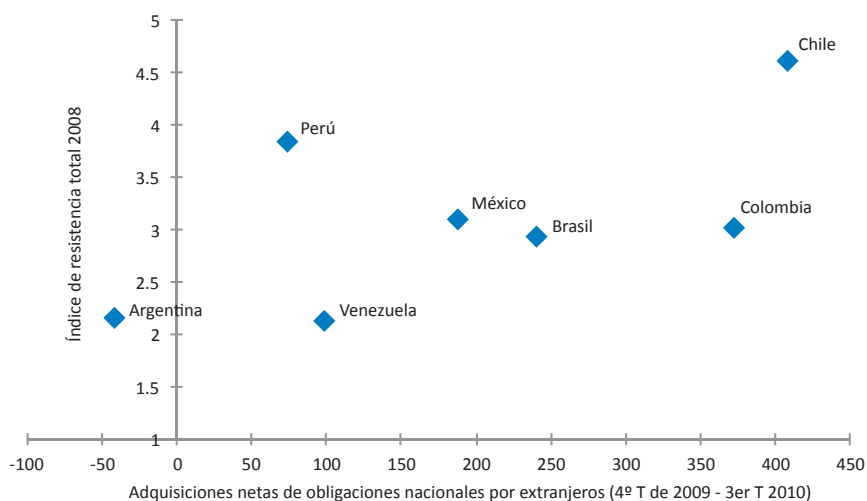
StatLink <http://dx.doi.org/10.1787/888932339542>

La gráfica 0.6 muestra que la respuesta de los inversores extranjeros durante la crisis ha tenido gran relación con el crecimiento del PIB. Venezuela es el único país en el que aún quedan significativas pérdidas sin explicar. Llegados a este punto, cabe preguntarse si esta relación es causal. Las adquisiciones de obligaciones constituyen decisiones externas, aunque no exógenas, tomadas por inversores extranjeros. Dicho de otra forma, la variación del comportamiento de los inversores que se observa en el eje horizontal no sólo se rige por factores externos exógenos, sino también por circunstancias endógenas propias de cada país. El papel de China parece menos pertinente a la hora de explicar esta heterogeneidad, aunque es probable que los inversores extranjeros miren con mejores ojos a aquellos países que, gracias a China, disponen de una fuente de ingresos por exportaciones más segura que aquellos que no cuentan con ella. Para la respuesta de los inversores, resulta mucho más significativa la estabilidad macroeconómica interna y la resistencia de las políticas nacionales al principio de la crisis.

El concepto de resistencia y la forma de medirla se examinó en la pasada edición de *Perspectivas* (OCDE, 2009a), donde se introdujo un índice de resistencia de las políticas (al que se llamó "índice de resistencia total"), una medición combinada de los factores que incidían, entre otros, en el espacio de las políticas fiscal y monetaria.⁷ La gráfica 0.7 recoge dicho índice para una selección de países en relación con las cifras de adquisiciones netas de la gráfica 0.6. La correlación positiva observada subraya el estrecho vínculo existente entre la resistencia interna y las adquisiciones netas de obligaciones nacionales por parte de los inversores extranjeros.

La estabilidad macroeconómica interna, o la resistencia de las políticas nacionales, parece constituir un factor muy importante para los inversores extranjeros.

Gráfica 0.7. Adquisiciones netas por inversores extranjeros y resistencia de las políticas



Nota: OCDE (2009a) describe el índice de resistencia total. Índice calculado con datos de 2008.

Fuente: Con base en IFS del FMI y OCDE (2009a).

StatLink <http://dx.doi.org/10.1787/888932339561>

Aspectos fiscales

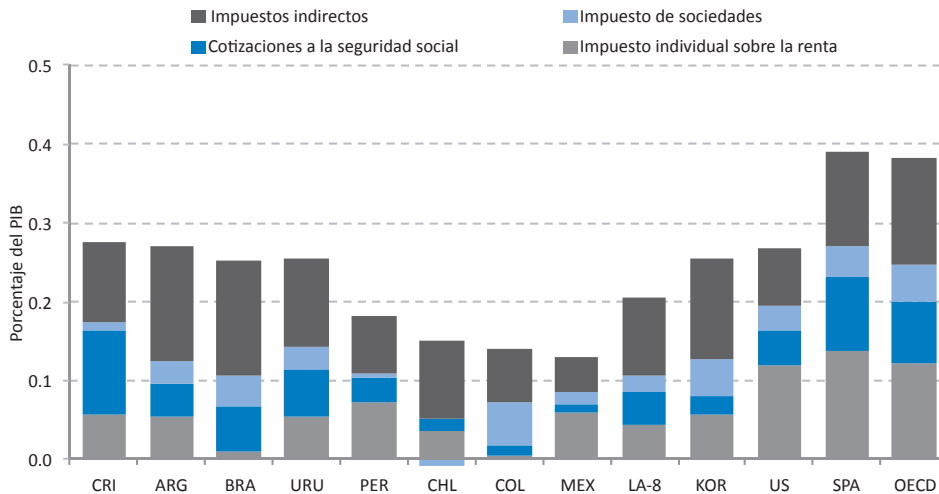
Históricamente, la política fiscal en la región ha sido como máximo acíclica, y las más de las veces, procíclica, esto es: los Gobiernos gastan más en épocas de bonanza económica, pero recortan el gasto en tiempos de escasez. Esto va a contracorriente de las recomendaciones de todos los manuales de texto tradicionales que, para la gestión macroeconómica, aconsejan aplicar una política fiscal contracíclica, en la que el gasto público se utilice, por ejemplo, para paliar los peores efectos de una recesión. Obviamente, la tendencia política influye, pero los problemas económicos específicos a los que se enfrenta América Latina a la hora de implantar una política contracíclica son, entre otros, la pequeña magnitud de los estabilizadores automáticos en la región y el margen de maniobra relativamente estrecho para aplicar medidas discrecionales.

La política contracíclica en América Latina depende particularmente de las medidas discrecionales, dado el restringido efecto de los estabilizadores automáticos en la región.

En América Latina, los estabilizadores automáticos de los que gozan otras economías producen poco efecto, debido a una base tributaria exigua, por el lado de los ingresos fiscales, y a las escasas prestaciones por desempleo, por el lado del gasto (véase al respecto los capítulos 1 y 2 de la presente publicación). La semi-elasticidad⁸ del producto del total de impuestos es aproximadamente de 0.2 –es decir, sólo la mitad de la magnitud de las respuestas automáticas observadas en promedio en las economías de la OCDE (gráfica 0.8)⁸.

En consecuencia, la política contracíclica va a depender de las medidas discrecionales. Pero, a su vez, el alcance de éstas se ve limitado tradicionalmente por un significativo deterioro del equilibrio fiscal durante los episodios recesionistas, provocado principalmente por la debilitación de los ingresos relacionados con los productos básicos. Dichos ingresos suelen ser muy sensibles al ciclo económico y tienen una correlación positiva con éste, por lo que pueden producir un efecto notable, aunque temporal, en el equilibrio fiscal. Más que estabilizadores automáticos, numerosas economías se han enfrentado de hecho a un “déficit fiscal automático”, que restringe aún más las posibilidades de aplicación de medidas contracíclicas.

Gráfica 0.8. Elasticidad del producto del total de impuestos



Nota: Promedio de la OCDE no ponderado, excluidos Chile y México.

Fuente: Daude, Melguizo y Neut (2010) para Argentina, Chile, Costa Rica, México, Perú y Uruguay; de Mello y Moccerro (2006) para Brasil; y Girouard y André (2005) para el resto.

StatLink <http://dx.doi.org/10.1787/888932339580>

La gráfica 0.9 muestra los balances fiscales estructurales netos entre 1990 y 2009 de ocho países de la región. Los balances fiscales estructurales⁹ (línea negra) representan la balanza fiscal si el PIB ha respondido a su potencial sin brecha cíclica. Por lo tanto, si los otros ingresos y el gasto crecen permanentemente a un ritmo igual al del crecimiento potencial, el balance presupuestario estructural permanece constante. Un descenso del equilibrio estructural puede interpretarse, pues, como un estímulo “discrecional” neto, ya provenga éste de una reducción del crecimiento de los ingresos tributarios, ya de un mayor gasto fiscal.

Si se comparan la línea negra y las barras de la gráfica 0.9, la política discrecional que se desprende es claramente procíclica en Argentina y Uruguay, y acíclica en el resto de los países. La prociclicidad de Argentina y Uruguay resultó más evidente con ocasión de la crisis 2001, durante la cual los Gobiernos de estos países carecieron de margen fiscal para contrarrestar el colapso económico –los recursos fiscales y el acceso al capital quedaron seriamente limitados, lo que dio lugar a una dolorosa respuesta procíclica al derrumbe–. Otros países, aunque menos nitidamente procíclicos, tampoco muestran una clara contraciclicidad. En la mayoría de los países, los años de auge sin política fiscal preventiva van seguidos de recesiones durante las cuales el crédito queda indisponible. ¿Cómo alterar este patrón?

Los Gobiernos tienen la oportunidad de asentar su credibilidad durante el apogeo del ciclo económico. Dado que no pueden confiar en los estabilizadores automáticos, no se contentan con alcanzar un presupuesto estructural equilibrado, sino que deben lograr un balance estructural procíclico y sumar activos a los acumulados gracias a los estabilizadores automáticos conservando cautelosamente los superávits de las épocas de bonanza para poder utilizarlos durante las recesiones. La gráfica 0.9 pone de manifiesto que Chile, y en menor medida Perú, actuaron exactamente de esa forma en los años precedentes a la crisis y mantuvieron un balance estructural positivo durante el *boom* de los productos básicos.

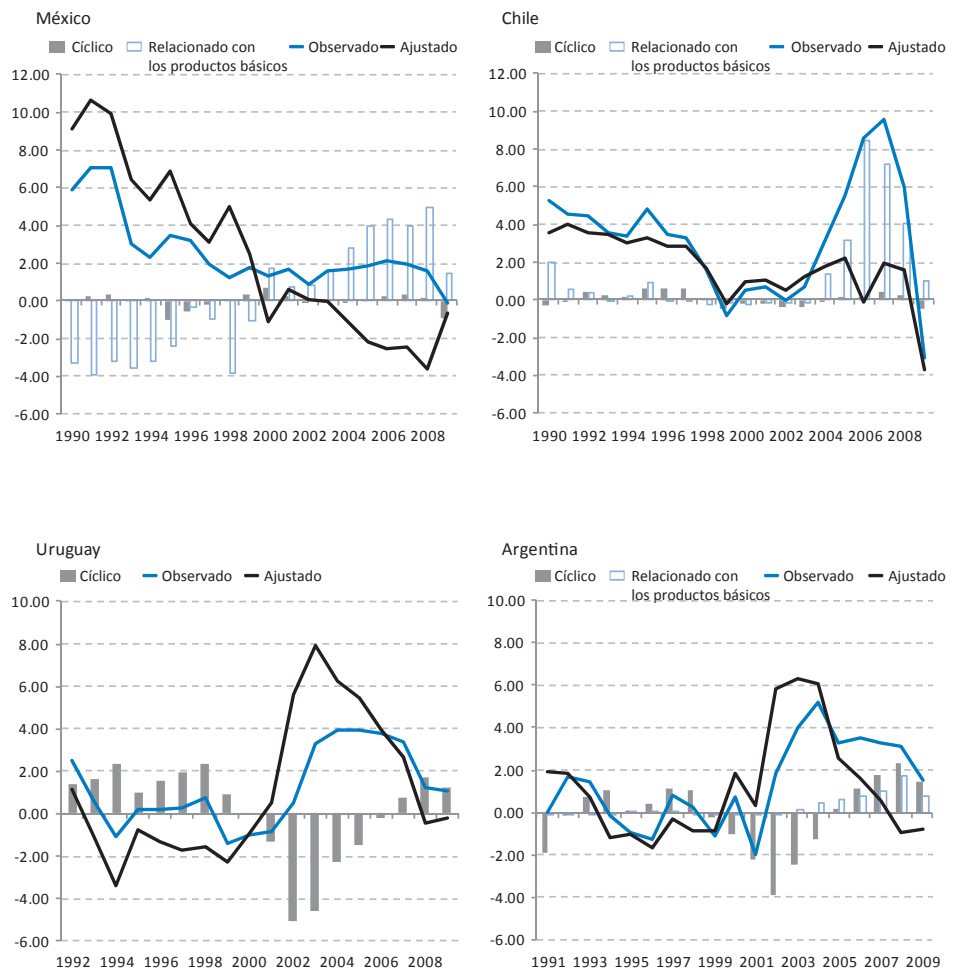
Un presupuesto estructural equilibrado no basta: los Gobiernos deberán conservar cautelosamente superávits en épocas de bonanza para darles el uso discrecional que necesitan durante las recesiones.

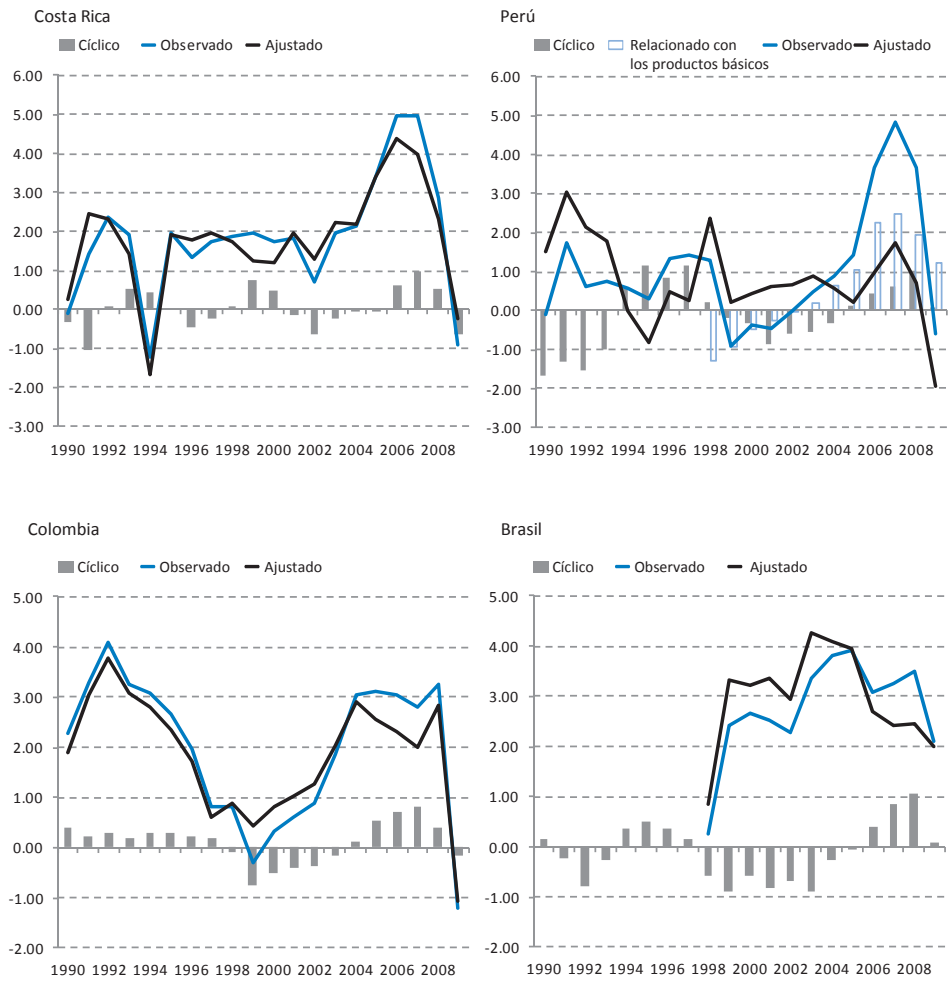
En la mayoría de los países latinoamericanos, los programas de estímulo posteriores a la crisis no pusieron en peligro la posición crediticia de sus Gobiernos, lo que parece indicar que los países diseñaron sus paquetes de estímulo tomando en serio las restricciones de sostenibilidad y credibilidad.

Obviamente, instaurar la credibilidad de mercado es costoso. Por una parte, luchar contra las peticiones de incremento del gasto en época de bonanza cuando, por definición, existen recursos disponibles hace que los Gobiernos tengan que invertir gran cantidad de su capital político para practicar la moderación. Por otra parte, resulta igualmente costoso en términos económicos, ya que, a fin de instaurar su credibilidad, los Gobiernos deben ahorrar más de lo que dictaría la simple prudencia para "tiempos difíciles".

Gráfica 0.9. Ciclos y balances primarios y estructurales observados

(puntos porcentuales del PIB)





Nota: El balance presupuestario primario se ha ajustado para las desviaciones del PIB, así como para los precios de los productos básicos en el caso de Argentina, Chile, México y Perú, en torno a sus tendencias. Las cifras del sector público no financiero para Argentina, Colombia, México y Uruguay, y las cifras generales de gobierno para Chile, Costa Rica y Perú provienen de las bases de datos de CEPAL-ILPES y del BID.

Fuente: Daude, Melguizo y Neut (2010).
 StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888932339599>

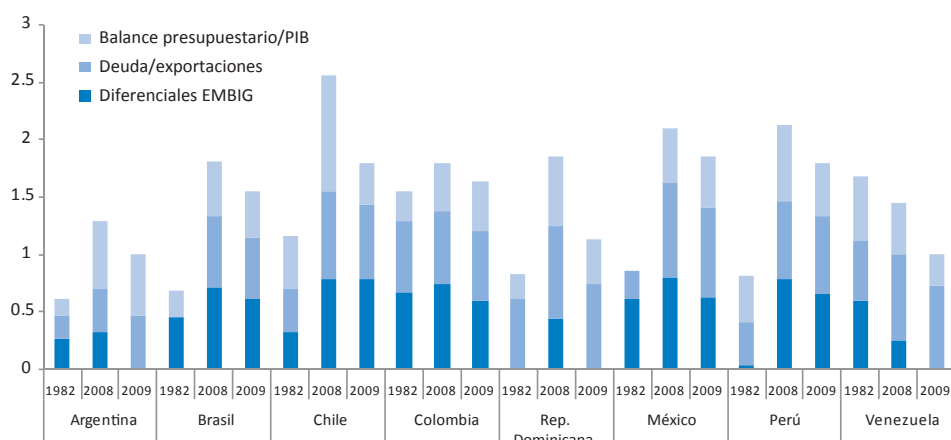
Los fondos acumulados de esta forma pueden emplearse para reducir la deuda pública, pero también para crear reservas o fondos de prevención, que tienen la ventaja de poder proporcionar liquidez durante una contracción crediticia y funcionan asimismo como garantías visibles, que desalientan la aparición de contracciones de capital o incrementos del tipo de interés auto-realizados.

Pero mantener semejante disciplina fiscal no resulta fácil. Presiones políticas aparte, es técnicamente complicado determinar qué parte del crecimiento del producto en los años de auge es permanente (y afecta al crecimiento potencial) y qué parte es cíclica, una combinación de problemas que suele acabar dando lugar a previsiones exageradamente optimistas. Aunque esta incertidumbre existe en las estimaciones de cualquier economía, está acentuada en el caso de las economías emergentes, donde la producción y los términos de intercambio son más volátiles. Sin embargo, las sucesivas reformas han despertado la esperanza de que, por fin, exista la perspectiva de una mejora significativa y duradera en América Latina.

Existen dificultades tanto políticas como técnicas para determinar la cuantía del excedente que conviene conservar.

Gráfica 0.10. Índice de resistencia fiscal

(antes de la crisis de los años 1980, antes de la crisis de 2009, en 2009)



Nota: OCDE (2009a) describe el índice de resistencia fiscal.

Fuente: Con base en *Global Development Finance (GDF)* y *World Development Indicators (WSI)* del Banco Mundial, CEPAL (2010) e IFS del FMI.

StatLink <http://dx.doi.org/10.1787/888932339618>

En términos de resistencia, América Latina sigue mejor situada hoy que al principio de la crisis de los años 1980.

Sin duda, la prudencia permite acumular recursos, pero éstos son finitos y el “echar mano de la caja” para financiar medidas contracíclicas los merma, especialmente en el caso de una crisis prolongada (gráfica 0.10). Con todo, conviene apuntar que la política fiscal latinoamericana actual ha demostrado ser más resistente que al *principio* de la crisis de los años 1980. Si la crisis mundial entrase en una nueva fase más severa, *ceteris paribus*, las economías latinoamericanas sufrirían más de lo que lo han hecho en su más reciente recesión, pero, con todo, mucho menos que en la debacle que siguió a los años 1980. La excepción en este alentador panorama es Venezuela, que viene debilitándose ininterrumpidamente desde su antigua posición de líder.

Aspectos monetarios

A partir de los años 1990, los países latinoamericanos empezaron a retomar las riendas de las omnipresentes dinámicas inflacionarias que tan perjudiciales habían resultado durante largo tiempo para su desarrollo económico. Los mecanismos empleados para lograr esta transformación fueron similares en toda la región: prudencia fiscal e independencia de hecho de los bancos centrales, a los que se encargó el inequívoco mandato de controlar la inflación. Con el paso a tipos de cambio flexibles, se introdujeron regímenes centrados en la inflación para anclar las previsiones inflacionarias. Por lo general, aunque los bancos centrales permitieron los tipos de cambio flexibles a medio plazo, las autoridades monetarias adoptaron una política de gestión amplia de las reservas en moneda extranjera destinada a suavizar cualquier flujo de capital u oscilación por cuenta corriente potencialmente perturbadores a corto plazo que pudiesen desencadenar a su vez una crisis de liquidez.

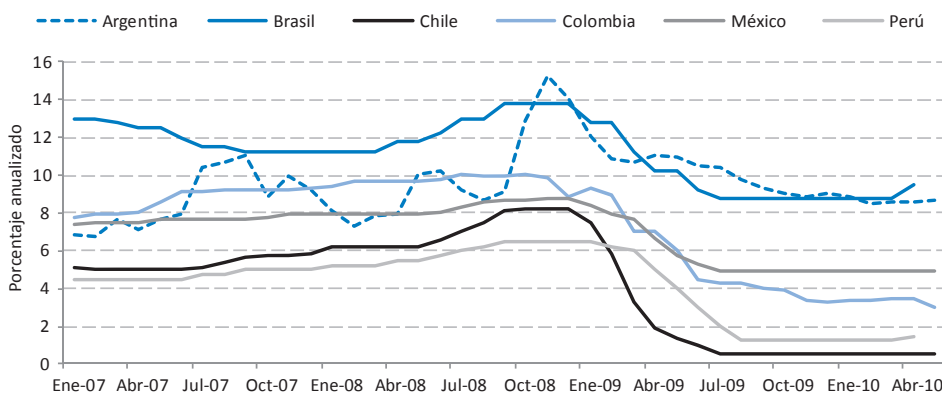
La presión al alza sobre los tipos de cambio durante 2007-08 hizo que los bancos centrales acumulasen significativas reservas, que iban a resultar muy útiles para combatir la escasez de liquidez mundial sobrevenida tras el mes de septiembre de 2008. La estabilidad de los balances externos, conjugada con una política de tipo de cambio flexible, permitió a numerosos países adoptar con éxito una política monetaria expansionista en 2009.

El éxito de la política monetaria se observa en las bajadas de los tipos de interés en 2009, que no conllevaron un incremento de las previsiones inflacionarias (gráficas 0.11 y 0.12). El control de la inflación (y la credibilidad de las previsiones en la materia) permitió que no se derrumbaran los salarios reales, algo que había venido siendo habitual en las anteriores crisis latinoamericanas.

Al igual que en el caso del resultado económico agregado, aún es demasiado pronto para cuantificar qué parte de este éxito monetario es atribuible a factores internos o a factores externos. Por una parte, está la credibilidad de los bancos centrales de la región, ganada con gran esfuerzo y, por otra, la mejora de las condiciones externas, entre las que destaca el incremento de la liquidez en los países de la OCDE, que indujo la bajada de los tipos de interés en todo el mundo. Las diferencias entre las diversas respuestas de los países latinoamericanos parecen sugerir que, seguramente, la credibilidad nacional recién adquirida, sin ser el único factor, contribuyó en no poca medida a la eficacia de la política monetaria. Además, la política monetaria –medida por el control de la inflación, la acumulación de reservas y la flexibilidad del tipo de cambio– permaneció prácticamente inalterada hasta finales de 2009, a pesar de la presión ejercida sobre las reservas por su activa utilización para contrarrestar los episodios de falta de liquidez.

La credibilidad monetaria, ganada poco a poco a partir de los años 1990, se ha visto recompensada por el hecho de que esta crisis no se ha visto acompañada de un derrumbe de los salarios reales.

Gráfica 0.11. Tipos de interés en una selección de países latinoamericanos
(2007-10)

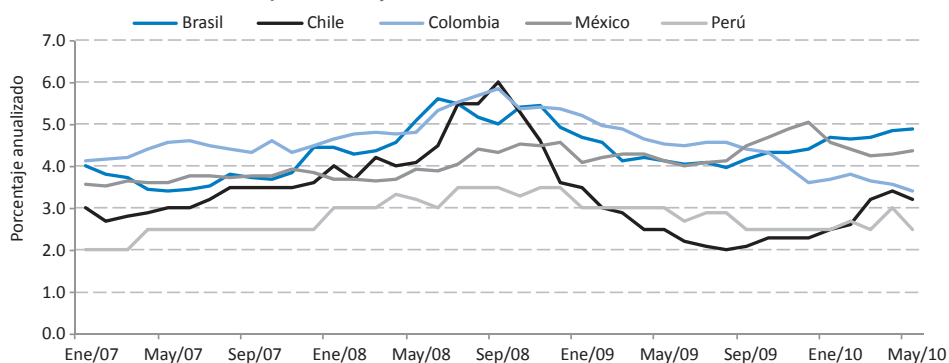


Notas: Argentina – tasa interbancaria; Brasil – tipo Selic; Chile – tasa de política monetaria; Colombia – tasa interbancaria; México – tasa de interés interbancaria de equilibrio a 28 días; Perú – tasa de referencia de política monetaria.

Fuentes: Bases de datos de los bancos centrales y Thomson Datastream, 2010.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888932339637>

Gráfica 0.12. Previsiones inflacionarias en una selección de países latinoamericanos (2007-10)



Notas: Previsiones inflacionarias construidas a partir de encuestas nacionales del sector privado. Previsiones inflacionarias para los doce meses siguientes (con excepción de Perú). Para Perú, de enero de 2007 a febrero de 2007, previsión inflacionaria para 2008; de marzo de 2007 a noviembre de 2007, previsión inflacionaria para 2009; de diciembre de 2007 a enero de 2009, previsión inflacionaria para 2010; de febrero de 2009 a enero de 2010, previsión inflacionaria para 2011; y de febrero de 2010 a mayo de 2010, previsión inflacionaria para 2012.

Fuente: Bases de datos de los bancos centrales, 2010.

StatLink <http://dx.doi.org/10.1787/888932339656>

BALANCE DE SITUACIÓN

La crisis ha deteriorado los balances de los países miembros de la OCDE, pero ¿puede decirse lo mismo de América Latina?

¿En qué situación se halla América Latina tras la crisis? Desde principios de 2010, los Gobiernos de la OCDE han empezado a echar un vistazo a sus propios balances, muy dañados como resultado de sus estímulos contracíclicos. Como región, América Latina cuenta con un largo historial de episodios de insostenibilidad, no sólo en términos de balances públicos, sino también en el seno de su sector privado y en la relación de ambos con el resto del mundo. Por consiguiente, es natural pasar a considerar el estado actual de los balances en América Latina. Para ello, se evaluará el ahorro total descomponiéndolo en sus principales componentes cualitativos: ahorro fiscal (público) –diferencia entre los ingresos y los gastos públicos totales–; ahorro del sector privado –exceso del ahorro de los hogares y de las empresas sobre su gasto en inversión–; y ahorro externo –entradas netas de capital desde el extranjero menos acumulación de reservas en moneda extranjera–.

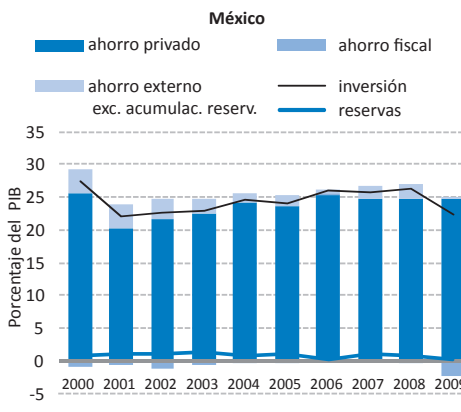
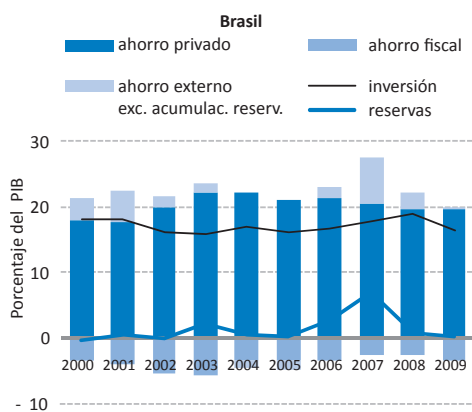
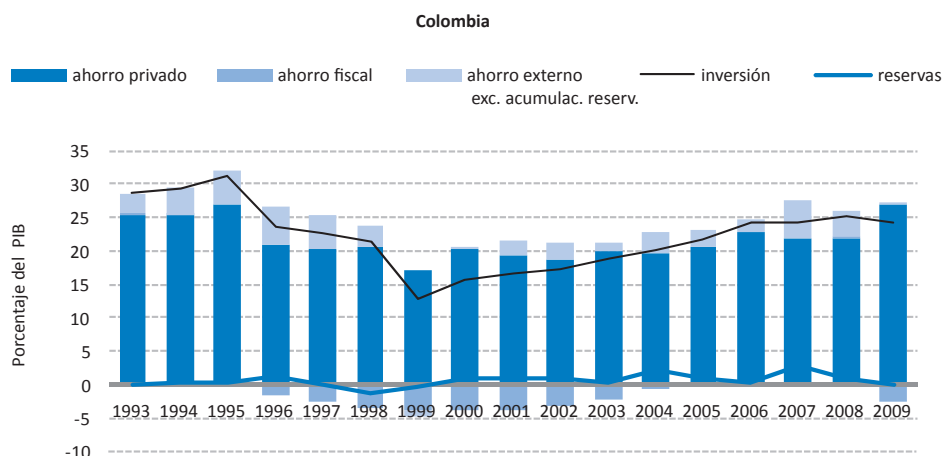
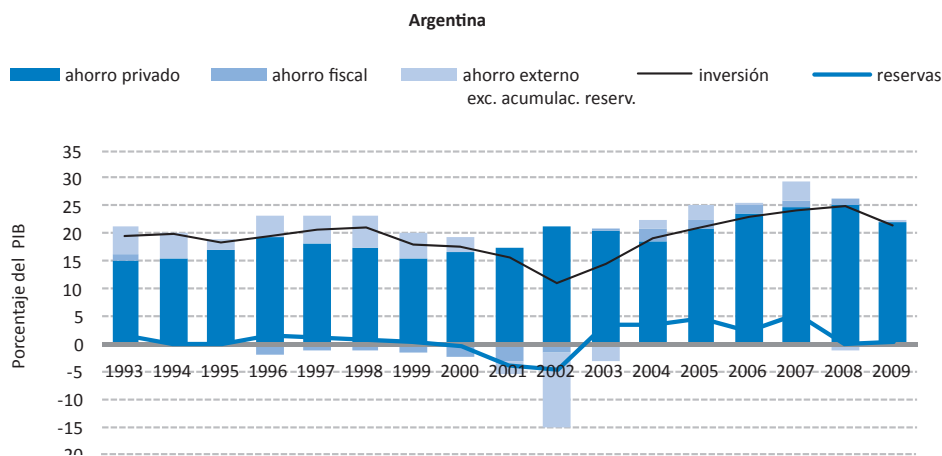
Los datos correspondientes se han presentado en la gráfica 0.13 como proporción del PIB de una selección de países latinoamericanos. Un valor negativo puede interpretarse como una “necesidad financiera” –en el caso del sector privado, la necesidad financiera será el exceso de inversión en relación con el ahorro–. El ahorro externo –igual al déficit por cuenta corriente– se ha desglosado a su vez en entradas netas de capital y en cambios en las reservas en moneda extranjera.

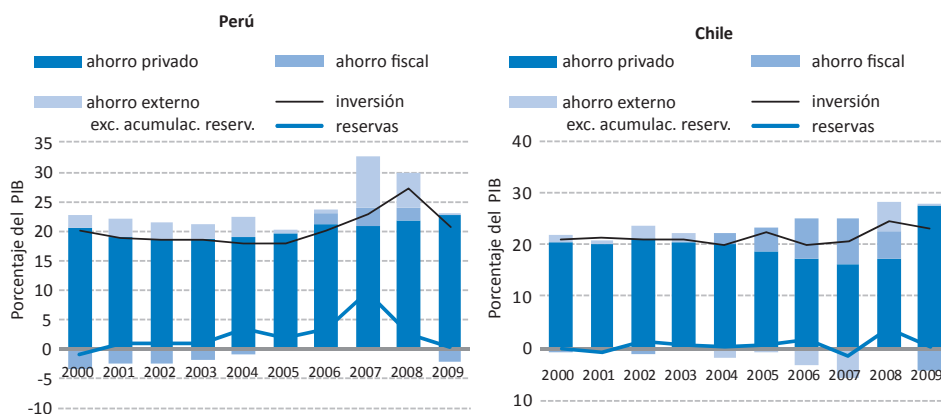
La gestión de los tipos de cambio y la acumulación de reservas evitaron una explosión de la inversión y aportaron liquidez frente a las presiones externas.

De la gráfica se desprende que, durante los años de auge económico que precedieron a la crisis de 2009, las entradas netas de capital positivas no se tradujeron en un menor ahorro nacional o en una explosión de la inversión, lo que contrasta claramente con la posición de Colombia y Argentina, por ejemplo, antes de sus respectivas crisis de 1999 y 2001. Esta vez, la diferencia ha residido en la acumulación de reservas, ya que los bancos centrales estaban aplicando clara y activamente la política monetaria para suavizar la entrada de liquidez del extranjero. Aunque las intervenciones sobre el tipo de cambio han resultado ser costosas y, en última instancia, ineficaces para intentar instaurar tipos de

cambio a largo plazo, han probado su utilidad para gestionar los mercados de capitales volátiles a corto plazo. Varios países han recurrido a sus reservas acumuladas para contrarrestar las súbitas presiones de liquidez procedentes del extranjero durante la crisis.

Gráfica 0.13. Composición de los flujos de ahorro
(1993-2009)





Nota: El ahorro neto externo total se ha descompuesto en ahorro externo, excluida la acumulación de reservas (barra) y en acumulación de reservas (línea).

Fuente: Con base en CEPAL.

StatLink <http://dx.doi.org/10.1787/888932339675>

En definitiva, parece que el sector público ha superado esta crisis mejor que en anteriores ocasiones. Pero ¿puede decirse lo mismo de los bancos de la región?

LA BANCA TRAS LA CRISIS

Por si fuera necesario probar de nuevo que un sector financiero sólido es esencial para la estabilidad y el crecimiento de cualquier economía, no hay más que tener en cuenta cómo la crisis de 2009 nació de problemas inherentes al sector financiero del mundo desarrollado. En los países latinoamericanos, más concretamente, el bajo ahorro nacional y unos mercados de capitales privados infradesarrollados hacen que tanto empresas como particulares dependan en enorme medida del sistema financiero.¹⁰ A continuación, se examinará la forma en que los sistemas financieros latinoamericanos han sorteado la crisis y el modo en que podrían desarrollarse y profundizarse dado los actuales antecedentes económicos.

El impacto de la crisis

Una mejor regulación prudencial, sobre una base contracíclica, contribuyó a proteger a los bancos de la región durante la crisis.

Los sistemas financieros latinoamericanos han resistido notablemente bien la reciente crisis, en claro contraste con lo ocurrido en episodios anteriores –en numerosos países en la región–.¹¹ La correcta gestión de las políticas fiscales y monetarias han revertido en beneficio de toda la economía, tal y como se estudió anteriormente,¹² pero también los bancos se han visto respaldados por la neta mejora de la regulación y la supervisión. Puede que las lecciones de las anteriores crisis hayan resultado muy caras, pero cabe darlas por aprendidas, ya que se han plasmado en una regulación prudencial mejor y contracíclica (véase el recuadro 0.2).

Recuadro 0.2. Tomar medidas para el futuro: regulación contracíclica en América Latina

Alrededor del año 2000, numerosos países latinoamericanos han venido adoptando un nuevo enfoque de regulación prudencial, para acercarse a un modelo en el que la supervisión se centre en la evaluación del riesgo y la regulación recurra a diversas herramientas para mitigar dicho riesgo.

Los Acuerdos de Basilea sobre la convergencia internacional de medidas y normas de capital (BPI, 2006) han constituido la base de todos esos países. Dentro de este marco, numerosos países latinoamericanos están elaborando técnicas de medición del riesgo, de forma que las provisiones de capital y crédito requeridas reflejen la evaluación de la probabilidad de incumplimiento por parte de los prestatarios y la posible recuperación de garantías. Los reguladores de Brasil, Chile, Colombia, México y Perú se han comprometido a aplicar plenamente las normas de Basilea (en fechas que van de 2011 a 2016) y han instaurado ya la mayoría de los sistemas estadísticos necesarios para medir el riesgo de mercado y crediticio.

Esta focalización en la exposición inmediata de los bancos encierra el peligro de conducir a los reguladores a una trampa procíclica, en la que las normas prudenciales se endurezcan en las épocas económicamente duras. Esto podría amplificar una contracción crediticia, ya que las mediciones del riesgo de crédito aumentarían y reducirían con ello la capacidad de los bancos para otorgar nuevos préstamos. Un ejemplo es el empleo de calificaciones crediticias publicadas a la hora de establecer los requerimientos de capital de los bancos, algo que transmitirá el efecto procíclico de las calificaciones a las actividades de los bancos regulados.¹³

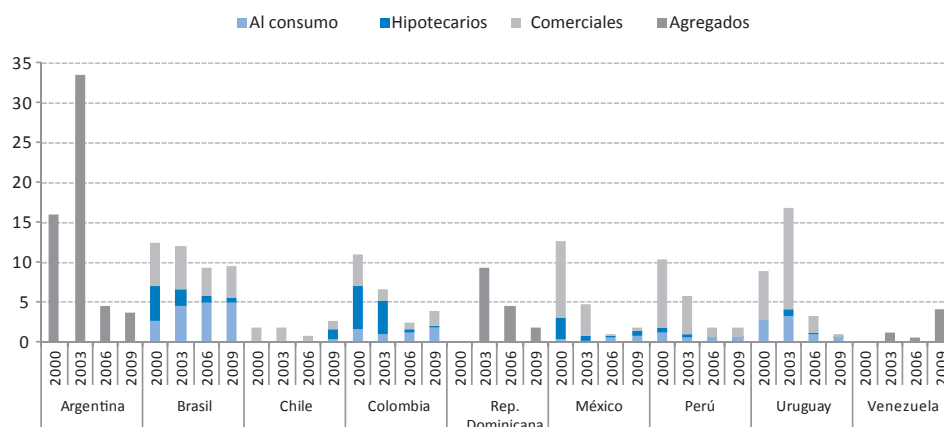
En consecuencia, algunos reguladores de la región han introducido medidas para suavizar cualquier deterioro cíclico de la calidad del balance bancario en tiempos de crisis mediante la inclusión del ahorro en épocas de bonanza. Como primer paso, países como Chile, Colombia, Perú y Uruguay han adoptado una política de provisiones crediticias que incrementa las provisiones bancarias por encima de las exigencias pasadas con la intención de garantizar la disponibilidad de recursos adicionales para el caso de posibles crisis.

La estabilidad financiera ante la crisis mundial de los países que han adoptado ese enfoque es la ratificación del éxito de éste. Sin embargo, el enfoque carece aún seguramente de suficientes elementos claramente contracíclicos que puedan garantizar la disponibilidad continua de crédito a un precio razonable.

Una regulación contracíclica eficaz deberá basarse en mediciones cuantitativas del riesgo y proporcionar una orientación clara sobre el uso que quepa dar a los recursos que exige apartar. Colombia, Perú y Uruguay han desplegado considerables esfuerzos en este sentido desde 2008.¹⁴ Las provisiones crediticias se han desglosado en dos tipos: un elemento procíclico que supone la cuantificación del riesgo; y un elemento contracíclico que implica ahorro en épocas de bonanza para frenar el deterioro del crédito en tiempos peores. En apoyo de lo anterior, una normativa clara contempla la forma en que pueden emplearse los recursos reservados.

Un primer signo de esta mejora puede hallarse en la calidad crediticia de créditos de los bancos (gráfica 0.14). La proporción de préstamos incobrables en relación con el número total de préstamos representa la calidad de préstamo: cuando esta proporción es elevada, la calidad de la cartera de préstamos es baja. En este sentido, esa proporción, que era alta en la mayoría de los países de la región en el año 2000, ha descendido significativamente desde entonces; la mayor mejora se ha producido en los préstamos comerciales e hipotecarios.

Gráfica 0.14. Préstamos incobrables en relación con el número total de préstamos (porcentajes, 2000-09)



Nota: Debido a diferencias en las contabilidades y los regímenes de supervisión nacionales, la información no es estrictamente comparable entre países.

Fuente: Bancos centrales nacionales y organismos de supervisión. [StatLink !\[\]\(e78f798d4ea5c530c9db49e7d26e6b95_img.jpg\) http://dx.doi.org/10.1787/888932339694](http://dx.doi.org/10.1787/888932339694)

El efecto de la crisis puede observarse en el deterioro de las cifras entre 2006 y 2009, en el caso, por ejemplo, de Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela. Los préstamos al consumo de los hogares han sido los más afectados por la crisis. Con todo, el impacto ha sido pequeño y los índices han permanecido muy por debajo de los niveles registrados en anteriores episodios de inestabilidad financiera.

Las comparaciones de la calidad de los préstamos entre países han de considerarse con cautela, dado que las autoridades nacionales definen los “préstamos incobrables” según criterios diferentes. Sin embargo, puede apuntarse que la proporción de estos préstamos se halla por debajo del 5% en la mayoría de los países de la muestra (con un promedio cercano al 3.5% en 2009) y, por lo general, es inferior a la observada en otras regiones emergentes.¹⁵

Otros indicadores financieros arrojan resultados similares. La proporción de provisiones en relación con los préstamos incobrables –que refleja el “colchón de seguridad” de que se dispondría en caso de revés económico– muestra que los principales países latinoamericanos han permanecido cómodamente por encima del 100% durante toda la crisis y de nuevo ampliamente por encima de otros países emergentes.¹⁶ Dada la continua incertidumbre en la región, unas provisiones más elevadas fomentan la estabilidad de los sistemas financieros nacionales y el acceso a los servicios financieros.¹⁷ Las mediciones de liquidez, que evalúan la capacidad de los bancos para hacer frente a los choques del mercado y a fenómenos de pánico bancario, siguen igualmente a niveles similares a los observados antes de la crisis.¹⁸

Las mediciones de salud financiera muestran que los bancos de la región tienen una situación relativamente buena, en todo caso más fuerte que la de otras regiones emergentes.

Las proporciones de capital ofrecen una útil información adicional sobre la solvencia del sector financiero. La mayoría de los países de la región han mantenido o incluso incrementado la proporción de capital en relación con los activos. Una medición más matizada es la relación de solvencia que tiene en cuenta el perfil de riesgo de los activos subyacentes. En general, las autoridades nacionales latinoamericanas exigen que los bancos mantengan una relación de solvencia –capital en relación con los activos ponderados por riesgo– superior al 8% establecido en Basilea I.¹⁹ En la mayoría de los países de la región, las relaciones de solvencia observadas superan con creces dicho nivel. En los principales países latinoamericanos, dichos índices sobrepasan o igualan los observados antes de la crisis mundial –con un promedio regional del 15.6% en 2009 frente al 15.0% en 2006–.²⁰

Las anteriores consideraciones no implican que los reguladores o los bancos puedan permitirse la autocomplacencia, puesto que subsisten dos vías potenciales de exposición estructural, a saber: los desajustes de los tipos de interés en aquellos países en los que los préstamos tienen tradicionalmente un tipo de interés fijo mientras que los depósitos son a tipo variable; y, de forma más general, los desajustes cambiarios. La exposición por el tipo de interés podría pasar a primer plano si la política monetaria se endureciese como respuesta a presiones inflacionarias a medida que la crisis retrocede.

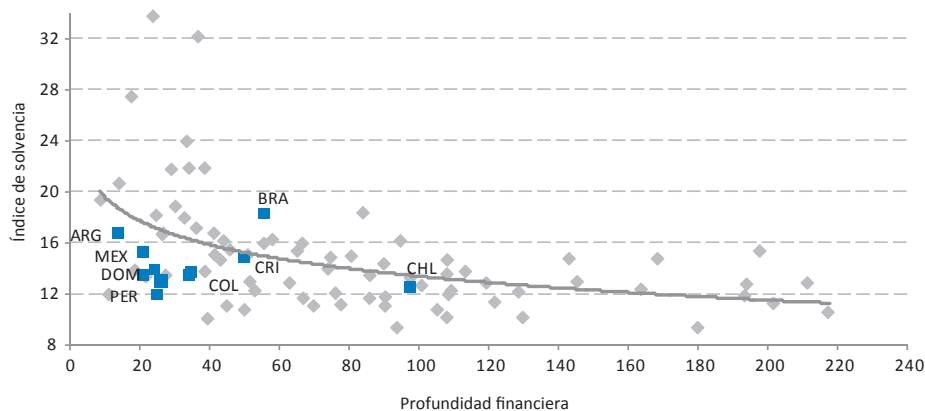
En cuanto a los desajustes cambiarios, que se producen cuando los hogares y las empresas poseen obligaciones denominadas en una moneda diferente de la de sus rentas, abren un cauce de exposición para el sector privado y, por consiguiente, suponen un riesgo para la estabilidad del sistema financiero. Este fenómeno surge normalmente de la operación conocida como *carry trade* por la que los prestatarios contraen préstamos en una moneda asociada a un tipo de interés inferior al de la moneda local.²¹ Ganan así un ahorro inmediato en efectivo a costa de exponerse a incrementos potencialmente elevados del capital que deben si los tipos de interés cambian en su contra. Dada la naturaleza oculta de dichos costes al menos hasta que se materializan, las formas más efectivas de enfrentarse a esta cuestión serán el fomento de la educación financiera y una regulación prudencial. Los reguladores pueden proporcionar información sobre los riesgos vinculados a los préstamos en moneda extranjera e introducir medidas de regulación con el fin de reducir el atractivo de tal negocio para los prestamistas. La buena noticia es que, aunque los diferenciales de tipo de interés aún existen –los tipos en América Latina tienden a ser elevados–, en varios países de la región está perfilándose una tendencia hacia la menor exposición a las monedas extranjeras.²²

En su conjunto, el panorama es alentador o, al menos, mucho más alentador esta vez. Existe infinidad de pruebas empíricas de que los bancos latinoamericanos son solventes, pero esto no implica que el sistema financiero esté contribuyendo con toda su capacidad al desarrollo económico. Los elevados índices de solvencia de la región están asociados con bajas proporciones de préstamos en relación con el PIB, lo que parece sugerir que el grado de intermediación financiera está por debajo del nivel óptimo (gráfica 0.15).

Los desajustes de los tipos de interés y cambiarios podrían constituir el objetivo de la educación y la regulación en materia financiera.

47

Gráfica 0.15. Relación de solvencia y profundidad financiera
(América Latina y el resto del mundo, 2008)



Notas: Los países latinoamericanos (Argentina, Bolivia, Brasil, Chile, Colombia, Costa Rica, Ecuador, México, Perú, República Dominicana, Uruguay y Venezuela) se han indicado mediante un cuadrado azul. La profundidad financiera se define como la proporción de préstamos nacionales privados en el PIB, y el índice de solvencia se define como el cociente entre el capital regulatorio bancario y los activos ponderados por riesgo.

Fuentes: Con base en FMI (2010b) y en WDI del Banco Mundial.
StatLink <http://dx.doi.org/10.1787/888932339713>

Profundización financiera

Dada su relativa solidez, cabe preguntarse si los bancos de la región están haciendo todo lo posible por el desarrollo.

Lograr una mayor profundidad financiera sigue siendo, probablemente, el principal desafío para los sistemas financieros de América Latina. La profundidad financiera –calculada como el cociente entre el número total de préstamos y la renta nacional– ha mejorado desde 2000 en muchas economías de la región. No obstante, y a excepción de Chile, los países latinoamericanos aún cuentan con sistemas financieros menos implantados que los de otras economías del mundo.²³

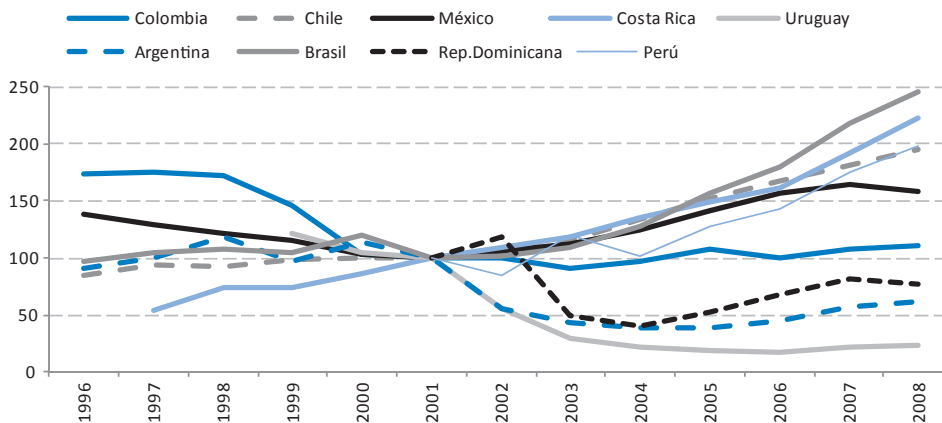
La profundidad financiera está estrechamente relacionada con la adecuación de capital de los sistemas bancarios. La gráfica 0.15 compara la proporción de préstamos privados como porcentaje del PIB (medida de la profundidad financiera) con el índice de solvencia (medida de la adecuación de capital). Los cuadrados azules representan a las principales economías latinoamericanas. Tal y como ya se apuntara anteriormente, con excepción de Chile, la región tiene una profundidad financiera baja (35% frente al 76% del resto del mundo), mientras que el índice de solvencia de la región (14.5%) se aproxima al del resto del mundo (14.8%).

Como se ha indicado con anterioridad, por lo general, ambas mediciones no son independientes, y unos índices de solvencia elevados se explican en parte por una débil profundidad financiera, algo particularmente cierto en el caso de los países en desarrollo y emergentes. Los índices de solvencia superiores al 20% se observan sólo en países con una profundidad financiera inferior al 40% del PIB. De igual modo, la mayoría de los países con un índice de solvencia superior al 15% tienen una profundidad financiera por debajo del 100% (con la excepción de Hong Kong, China, Luxemburgo, Singapur y Suiza).

El desafío consistirá en extender el préstamo al sector privado manteniendo al mismo tiempo las tasas de solvencia; algunos países ya están consiguiéndolo.

Para los países latinoamericanos, el índice se halla cerca o por debajo del promedio en lo que a profundidad del sistema financiero se refiere (representado por la función logarítmica de la gráfica), lo que implica que uno de los principales desafíos para la región consiste en incrementar el préstamo privado sin reducir la solvencia del sistema financiero. El crecimiento del préstamo tendrá que estar conectado con la capacidad del sector privado para pagar. Si se mide este aspecto mediante la proporción de préstamos a los hogares en relación con las rentas del trabajo a nivel nacional, puede deducirse la forma en que las pasadas crisis bancarias causaron estragos en toda la región (gráfica 0.16). En aquellos países afectados (Argentina, Colombia, República Dominicana y Uruguay), esa proporción sigue aún hoy por debajo del nivel anterior a la crisis en cuestión. Por otra parte, el análisis confirma que una firme supervisión y regulación financiera puede permitir que esta proporción se amplíe de forma sostenible. En Brasil, Chile, Costa Rica y México, el cociente préstamos/rentas ha crecido constantemente durante los últimos ocho años sin amenazar la calidad del préstamo o la solvencia del sistema bancario.

Gráfica 0.16. Proporción de préstamos a los hogares en relación con las rentas del trabajo (base 100=2001, 1996-2008)



Fuente: Bancos centrales nacionales y organismos de supervisión, y CEPAL (2010).
StatLink <http://dx.doi.org/10.1787/888932339732>

CONCLUSIÓN

La crisis mundial de 2009 afectó seriamente a las economías latinoamericanas. La mayor integración de éstas en los mercados internacionales, tanto comerciales como financieros, ha tenido la consecuencia negativa de propagar la crisis en la región. Pero, aunque es innegable que han sufrido, el resultado de las economías de la región ha sido sorprendentemente fuerte, en particular, si se compara con crisis anteriores; y esta vez, sus perspectivas a mediano plazo han salido prácticamente indemnes. La sostenida demanda china por las exportaciones de productos básicos de la región y la oportuna actuación monetaria de la comunidad internacional, incluidas las inyecciones de liquidez del FMI, constituyen dos factores externos que, indudablemente, explican en parte ese resultado. Sin embargo, ciertos factores internos positivos han desempeñado asimismo una función decisiva, entre los que cabe destacar una mayor resistencia de la política macroeconómica, unos balances agregados estabilizados y, al menos en algunos países, la capacidad de recurrir a políticas fiscales contracíclicas; también la mayor solidez de las instituciones financieras puede considerarse como un factor, fruto de las reformas del sector financiero emprendidas en la mayoría de los países en la última década.

Con todo, subsisten importantes retos para el futuro. La estabilidad macroeconómica sostenida debe institucionalizarse. Las políticas aplicadas hasta ahora, siguiendo el principio de que las épocas de bonanza vienen seguidas inexorablemente de malos tiempos, se han visto recompensadas manifiestamente con una rápida recuperación y sólidos resultados. Pero una vez las economías empiezan a crecer, esta experiencia puede empezar a diluirse. Ahora, es preciso garantizar la sostenibilidad de los balances externo y fiscal frente a presiones políticas que busquen ganancias a corto plazo.

Precisamente a corto plazo, los riesgos por el tipo de interés y cambiario siguen constituyendo serios obstáculos para el desarrollo financiero nacional; convendrá, pues, tratar esos riesgos mediante intervenciones públicas, como la regulación o la educación financiera. Pero para cesar de actuar por debajo de su potencial y desempeñar el papel que debería en el desarrollo, el sector financiero ante todo ha de profundizar sus mercados al tiempo que mantiene prácticas de préstamo sólidas.

NOTAS

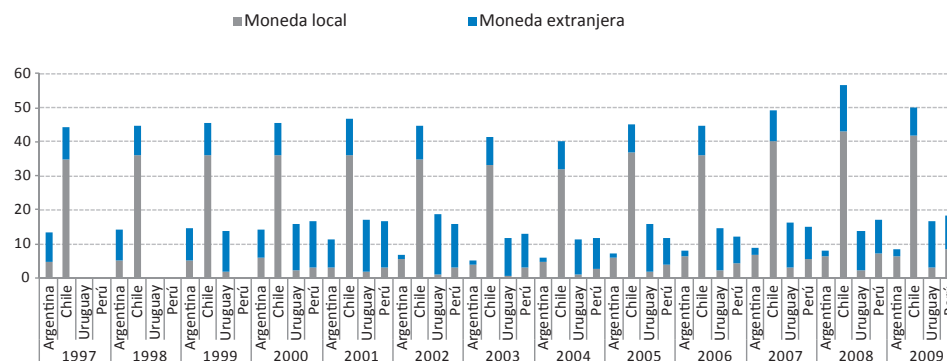
1. FMI (2010a).
2. FMI (2010a).
3. FMI (2010a).
4. El informe *Going for Growth 2010* de la OCDE señala que el crecimiento potencial de los países de la OCDE es susceptible de padecer una reducción de 0.5 puntos porcentuales por razones no relacionadas con la crisis, en particular por el incremento más lento del empleo potencial debido al envejecimiento de la población de esos países (OCDE, 2010).
5. Los diferenciales EMBI expresan la prima del tipo de interés de los bonos públicos de un país con respecto al interés de los bonos del tesoro de EE.UU.
6. Las obligaciones nacionales o internas incluyen la inversión extranjera directa en el país, pasivos en cartera, crédito en la cuenta de capital y "otras obligaciones" según la clasificación de IFS. Esta medición es sólo parte de la medición más tradicional de entradas netas de capital, ya que no engloba la compra (o venta) de activos extranjeros por parte de agentes nacionales. Aunque estas últimas adquisiciones son cada vez más importantes, forman parte de la respuesta más que del choque externo sufrido por cada país.
7. En concreto, este índice se ha computado aquí como la suma de los índices de resistencia fiscal y de resistencia monetaria, definidos en la pasada edición de *Perspectivas*.
8. La semielasticidad traduce el incremento en la relación impuestos/PIB de cuatro fuentes diferentes de ingresos fiscales cuando aumenta un punto porcentual la brecha del producto.
9. El balance estructural se define como la balanza fiscal tras su ajuste para excluir los efectos cíclicos de los estabilizadores automáticos. En Argentina, Chile, México y Perú, los efectos cíclicos de los ingresos tributarios provienen de las exportaciones de productos básicos. Estos balances se dan como proporción del PIB potencial.
10. Véase Borensztein *et al.* (2008) para un análisis del desarrollo de los mercados de bonos de la región.
11. Puede citarse cualquiera de las crisis de los años 1980 o, más recientemente, y por orden alfabético, las de Argentina en 2001, Bolivia en 1999, Colombia en 1999, República Dominicana en 2003, Ecuador en 1998, Perú en 1999, o Uruguay en 2002. Además, las crisis externas, tales como la asiática en 1997 y la rusa en 1998, han provocado inestabilidad en los sistemas financieros latinoamericanos. Todas esas crisis se caracterizan por afectar larga, profunda y costosamente al sector público (Reinhart y Rogoff, 2010).
12. La pasada edición de *Perspectivas* (OCDE, 2009a) examinó este particular de forma detallada.
13. Véase Amato y Furfine (2003).
14. Glen de Tobón (2008).
15. La proporción media de préstamos incobrables en relación con el número total de préstamos en 2009 para los países emergentes de Asia y los de Europa Central y Oriental rozaba el 4.7% y el 11.2% respectivamente (FMI, 2010b).
16. El promedio latinoamericano de provisiones bancarias para préstamos incobrables era del 165% en 2009, muy por encima del promedio asiático (108%) y de la media de Europa Central y Oriental (75%) para ese mismo año (FMI, 2010b).

17. Para un análisis de los principales riesgos que pesan sobre los balances de empresas y hogares, véase los informes de estabilidad financiera locales (Banco Central do Brasil, 2010; Banco Central de Reserva del Perú, 2010; Banco Central del Uruguay, 2009; Banco Central de la República de Argentina, 2010; Banco de la República de Colombia, 2010).
18. Para medir la liquidez de un banco, se emplean diversos indicadores. Véase Banco Central do Brasil (2010), Banco Central de Argentina (2010) o Banco de la República de Colombia (2010) para la descripción de dichos indicadores.
19. Por ejemplo, los requerimientos de capital en Argentina, Brasil, Colombia, Perú y Venezuela son superiores al 8% establecido por el Banco de Pagos Internacionales.
20. Sin embargo, la mayor parte de este buen resultado en términos de índices de capital se explica más por el descenso del número total de activos que por el incremento del capital (véase Izquierdo y Talvi, 2010, para un análisis de la reducción del crecimiento del crédito en la región en 2009). Véase FMI (2010b) para los datos sobre los índices de capital regulatorio en los países emergentes.
21. Por citar un ejemplo, en Uruguay, los préstamos cuestan un 16.1% en moneda local y tan sólo un 6.1% en determinadas monedas extranjeras (véase Banco Central del Uruguay, 2009).
22. Véase la gráfica 0.A1 del anexo estadístico para tener una visión de los préstamos comerciales, al consumo e hipotecarios otorgados en moneda extranjera y nacional en una selección de países latinoamericanos expuestos al riesgo cambiario.
23. La gráfica 0.A2 del anexo estadístico muestra la proporción de préstamos en el PIB, desglosados por préstamos al consumo, hipotecarios y comerciales. Los cocientes préstamos/PIB están por debajo del 50% en todas las economías latinoamericanas, excepto en Chile. Como promedio, el crédito nacional al sector privado ronda el 35% del PIB, frente a los niveles registrados en países de ingreso alto (155%), en países del Este Asiático y del Pacífico (100%) e incluso en el conjunto de países de ingreso mediano (63%) (datos con base en Beck *et al.*, 2000, actualizados en 2008). Véase asimismo Honohan (2006) y FELABAN (2007).

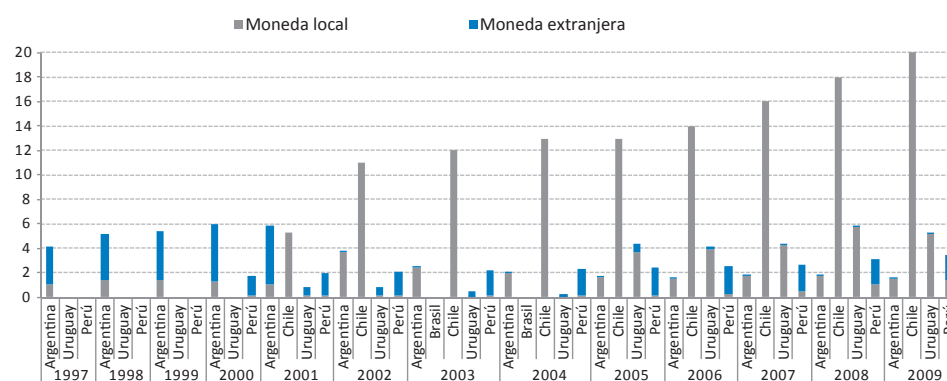
ANEXO ESTADÍSTICO

Gráfica 0.A1. Moneda de denominación de los activos del sistema financiero
(porcentajes, 1997-2009)

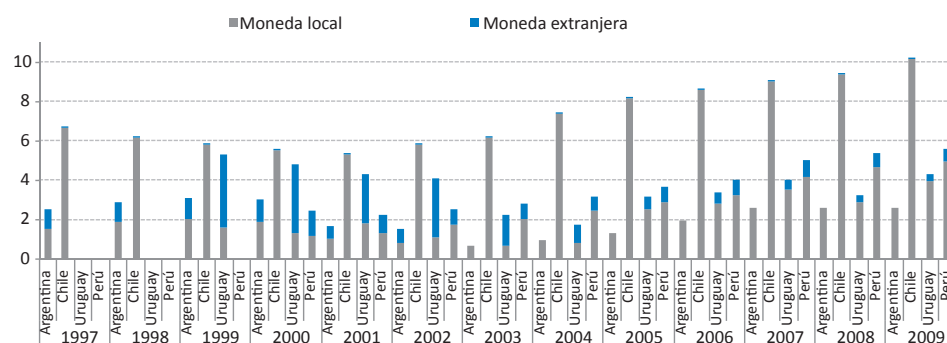
Panel A: Préstamos comerciales como proporción del PIB



Panel B: Préstamos hipotecarios como proporción del PIB



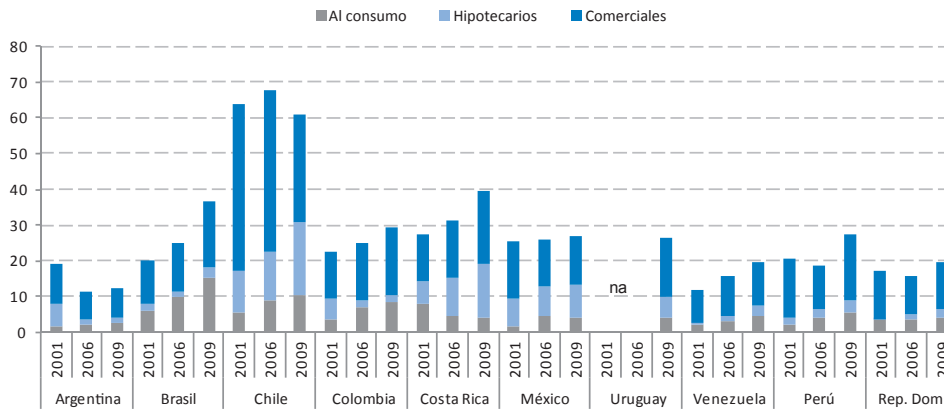
Panel C: Préstamos al consumo como proporción del PIB



Fuente: Bancos centrales nacionales y organismos de supervisión.

StatLink <http://dx.doi.org/10.1787/888932340796>

Gráfica 0.A2. Profundidad financiera en una selección de países latinoamericanos
(porcentajes, número total de préstamos como porcentaje del PIB)



Fuente: Bancos centrales nacionales y organismos de supervisión.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888932340815>

REFERENCIAS

- AGHION, P. y P. HOWITT (1998), *Endogeneous Growth Theory*, MIT Press, Cambridge MA.
- AMATO, J.D. y C. FURFINE (2003), "Are Credit Ratings Procyclical?", documento de trabajo, *Working Paper 129*, febrero, Banco de Pagos Internacionales, Basilea.
- BANCO CENTRAL DE CHILE (2010), *Informe de Estabilidad Financiera*, primer semestre.
- BANCO CENTRAL DE LA REPÚBLICA DE ARGENTINA (2010), *Boletín de Estabilidad Financiera*, primer semestre, Buenos Aires.
- 54** BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ (2010), *Reporte de Estabilidad Financiera*, mayo, Lima.
- BANCO CENTRAL DEL URUGUAY (2009), *Reporte de Estabilidad Financiera*, cuarto trimestre, Montevideo.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL (2010), *Relatório de Estabilidade Financeira*, abril, Brasilia.
- BANCO DE LA REPÚBLICA DE COLOMBIA (2010), *Reporte de Estabilidad Financiera*, marzo, Bogotá.
- BANCO MUNDIAL (2010), *Global Economic Prospects 2010*, Banco Mundial, Washington, DC.
- BPI (2006), *International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards*, Banco de Pagos Internacionales, Basilea.
- BECK, T., A. DEMIRGÜÇ-KUNT y R. LEVINE (2000), "A New Database on Financial Development and Structure", *World Bank Economic Review 14*, pp. 597-605., actualizado en noviembre de 2008, Banco Mundial, Washington, DC.
- BORENSZTEIN, E., K. COWAN, B. EICHENGREEN y U. PANIZZA (2008), *Bond Markets in Latin America*, MIT Press, Cambridge, MA.
- CEPAL (2010), *CEPALSTAT*, Comisión Económica de las Naciones Unidas para América Latina y el Caribe, Santiago, Chile.
- DAUDE, C., A. MELGUIZO y A. NEUT (2010), "Fiscal policy in Latin America: Counter-cyclical and Sustainable at Last?", documento de trabajo, *OECD Development Centre Working Paper 291*, Centro de Desarrollo de la OCDE, París.
- FELABAN (2007), *Promoting Access to Financial Services: What Does Data about Bankarisation in Latin America Tell Us? A Study Based on the FELABAN Survey on Bankarisation*, Federación Latinoamericana de Bancos, Bogotá.
- FMI (2010a), *Perspectivas de la Economía Mundial*, Fondo Monetario Internacional, Washington, DC.
- FMI (2010b), *Global Financial Stability Report: Meeting New Challenges to Stability and Building a Safer System*, abril, Fondo Monetario Internacional, Washington, DC.
- GIROUARD, N. y C. ANDRÉ (2005), "Measuring cyclically-adjusted budget balances for OECD countries", documento de trabajo, *OECD Economic Department Working Paper 434*, OCDE, París.
- GLEN DE TOBÓN, M. (2008), *Cap "Sombra" Previsiones Anticíclicas*, FELABAN, Bogotá.
- GROSSMAN, G. y E. HELPMAN (1991), *Innovation and Growth in the Global Economy*, MIT Press, Cambridge MA.
- HONOHAN, P. (2006), "Household Financial Assets in the Process of Development", documento de trabajo, *Policy Research Working Paper 3965*, Banco Mundial, Washington, DC.
- IZQUIERDO, A. y E. TALVI (2010), *The Aftermath of the Crisis: Policy Lessons and Challenges Ahead for Latin America and the Caribbean*, Banco Interamericano de Desarrollo, Nueva York, NY.
- MELLO, L. DE y D. MOCCERO (2006), "Brazil Fiscal Stance During 1995-2005: The effect of indebtedness on fiscal policy over the business cycle", documento de trabajo, *OECD Economic Department Working Papers 485*, OCDE, París.

OCDE (2009a), *Perspectivas Económicas de América Latina 2010*, Centro de Desarrollo de la OCDE, París.

OCDE (2009b), *Policy Responses to the Economic Crisis: Investing in Innovation for Long-Term Growth*, OCDE, París.

OCDE (2010), *Going for Growth*, OCDE, París.

PAUNOV, C. (2010), *The Global Crisis and Firms' Investments in Innovation*, documento de trabajo del Centro de Desarrollo de la OCDE, París.

REINHART, C. y K. ROGOFF (2010), "From Financial Crash to Debt Crisis", documento de trabajo, *NBER Working Paper* 15795, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.



From:
Latin American Economic Outlook 2011
How Middle-Class Is Latin America?

Access the complete publication at:

<https://doi.org/10.1787/leo-2011-en>

Please cite this chapter as:

OECD (2010), "Perspectiva Macroeconómica", in *Latin American Economic Outlook 2011: How Middle-Class Is Latin America?*, OECD Publishing, Paris.

DOI: <https://doi.org/10.1787/leo-2011-6-es>

El presente trabajo se publica bajo la responsabilidad del Secretario General de la OCDE. Las opiniones expresadas y los argumentos utilizados en el mismo no reflejan necesariamente el punto de vista oficial de los países miembros de la OCDE.

This document and any map included herein are without prejudice to the status of or sovereignty over any territory, to the delimitation of international frontiers and boundaries and to the name of any territory, city or area.

You can copy, download or print OECD content for your own use, and you can include excerpts from OECD publications, databases and multimedia products in your own documents, presentations, blogs, websites and teaching materials, provided that suitable acknowledgment of OECD as source and copyright owner is given. All requests for public or commercial use and translation rights should be submitted to rights@oecd.org. Requests for permission to photocopy portions of this material for public or commercial use shall be addressed directly to the Copyright Clearance Center (CCC) at info@copyright.com or the Centre français d'exploitation du droit de copie (CFC) at contact@cfcopies.com.