



Capítulo IV

Macroeconomía y estructura productiva

En las últimas dos décadas el desempeño macroeconómico de los países de América Latina y el Caribe mejoró significativamente desde el punto de vista de la estabilidad nominal, un objetivo de política que había resultado particularmente difícil de alcanzar en los años setenta y ochenta y principios de la década de 1990. Sin embargo, este logro —que suele asociarse con una tasa de inflación baja y estable y una situación fiscal equilibrada— no estuvo en general acompañado por un elevado y sostenido dinamismo económico, ni por una menor volatilidad de la actividad productiva. De hecho, el crecimiento económico de la región ha sido menor que el de otras economías emergentes. De acuerdo con la evidencia sobre los ciclos económicos presentada en el capítulo anterior, el ritmo de expansión económica de los países de América Latina y el Caribe experimentó grandes fluctuaciones en las últimas dos décadas, e incluyó serias crisis financieras y de balanza de pagos.

La CEPAL ha advertido acerca de los riesgos de aplicar una concepción acotada de estabilidad como la mencionada, circunscrita solo a la esfera nominal. La inestabilidad real se expresa en bajos niveles de utilización de la capacidad productiva, escasa inversión, desempleo y crecimiento lento y volátil, y puede resultar tan adversa para el desarrollo como la propia inestabilidad nominal (CEPAL, 2002, 2004 y 2010b)¹. Se requiere una visión más amplia de la estabilidad macroeconómica, cuyos objetivos no se limiten a la reducción de la inflación y el equilibrio de las finanzas públicas, sino que se extiendan a la esfera real de la producción, incluidas la magnitud y la estabilidad del ritmo de crecimiento de la economía y el empleo. Así, la política macroeconómica debe incluir objetivos de mejora de la distribución del ingreso y de

¹ La noción de estabilidad amerita una revisión a la luz de la última crisis internacional y debe ser entendida en un sentido amplio, que incluya el monitoreo de distintos mercados. Véase Ffrench-Davis (2008).

cambio estructural (CEPAL, 2000 y 2010a, cap. II)². Estabilidad real y estabilidad nominal deben retroalimentarse de manera positiva³.

Como se planteara en *La hora de la igualdad: Brechas por cerrar, caminos por abrir*, resulta “fundamental que la política macroeconómica dé un salto hacia adelante y adopte un enfoque que priorice de manera explícita el cambio estructural y nivele hacia arriba las capacidades y oportunidades sociales. De este modo disminuyen las brechas de productividad, lo que brinda sustento a la reducción efectiva de las desigualdades. Esto requiere una concepción de la estabilidad que, más allá del control de la inflación, sea funcional para el desarrollo y que la visión excesivamente compartimentada de la micro y la macroeconomía sea sustituida por un enfoque integrado que preste adecuada atención a las interrelaciones entre ambas” (CEPAL, 2010a).

La necesidad de una macroeconomía para el desarrollo —para continuar con la expresión utilizada en *La hora de la igualdad*— no surge de manera fortuita. Luego de un período de crecimiento extraordinario de gran parte de América Latina y el Caribe entre 2003 y 2008, estimulado por condiciones internacionales favorables, vuelve a cobrar relevancia en la región la distinción clásica entre crecimiento y desarrollo. Si bien se trata de un período en que, por primera vez en décadas, se observa una importante reducción de la pobreza, e incluso ciertas mejoras de los indicadores de distribución del ingreso (Cornia, 2010; Gasparini, Cruces y Tornarolli, 2011; CEPAL, 2011), como se planteara en los capítulos previos no se aprecia el mismo grado de avance desde el punto de vista del progreso técnico y la modernización de la estructura productiva.

La política macroeconómica puede incidir decisivamente sobre la estructura productiva al afectar, entre otras variables, el monto y la composición sectorial de los flujos de inversión, que resultan determinantes para la eficiencia dinámica (keynesiana y schumpeteriana) de dicha estructura. La política fiscal regula el nivel de actividad a lo largo del ciclo, que a su vez impacta sobre el gasto de inversión, en particular —aunque no exclusivamente— al definir el volumen de inversión pública (con sus efectos de mayor atracción de la inversión privada, que es la mayor parte de la inversión total). El destino de la inversión pública, a su vez, debe estar relacionado a los objetivos de las políticas industrial y social. La política monetaria, por su parte, afecta la oferta de crédito y los macroprecios, que al incidir sobre las rentabilidades relativas entre transables y no transables, o entre sectores con diferentes exigencias en materia de financiamiento, afectan la dirección del gasto de inversión.

El efecto de la política monetaria sobre los macroprecios está asociado a la apertura de la cuenta financiera de la balanza de pagos, que implica que aumentos en la tasa de interés pueden generar procesos de apreciación del tipo de cambio asociados a la entrada de capitales de corto plazo. Este problema es conocido como el “trilema” según el cual no es posible tener una cuenta financiera abierta y, al mismo tiempo, sostener una política monetaria independiente y alcanzar metas de tipo de cambio. Uno de los objetivos clave de la política macroeconómica, como se verá en el capítulo VI, es precisamente tornar el trilema menos restrictivo y ampliar los espacios de la política monetaria para el desarrollo.

² Véase una postura similar en Stiglitz y otros (2006) y en (Bresser-Pereira y Oreiro, 2012).

³ Una lección de las crisis económicas latinoamericanas, así como de la reciente crisis financiera internacional, es que el desempeño macroeconómico puede desestabilizarse aun con baja inflación y reducido déficit fiscal debido a los efectos de la transmisión de desequilibrios en las hojas de balance y en la estructura de activos y pasivos de grandes agentes financieros o bancarios. Estos desequilibrios pueden surgir de súbitos y mayúsculos cambios en la valoración de activos o bien de descalces en perfiles de vencimientos ya sea en sus horizontes temporales o en sus exposiciones cambiarias.

La igualdad y el crecimiento no están contrapuestos. Por el contrario, presentan una interdependencia que los retroalimenta y que vuelve indispensable avanzar hacia la mayor igualdad en la distribución del ingreso para poder alcanzar un crecimiento económico robusto y estable de largo plazo. La premisa fundamental que ha planteado la CEPAL “crecer para igualar e igualar para crecer” cobra especial relevancia en las condiciones actuales de escaso o menor impulso de la economía mundial. En efecto, la caída de la demanda externa asociada a la recesión en gran parte del mundo desarrollado obliga a diversas economías latinoamericanas de tamaño medio o grande a apoyarse más en el mercado interno para su expansión, ante la falta de dinamismo de la demanda externa.

Lograr un proceso de crecimiento económico sostenido requiere una visión de largo plazo en el diseño de la política macroeconómica que integre explícitamente las políticas de estabilización nominal y real con los objetivos del desarrollo, el cambio estructural, la convergencia y la igualdad. Desde la perspectiva de la CEPAL no existe un único modelo de política macroeconómica que pueda ser aplicado en los distintos países de la región, independientemente de sus características estructurales (geográficas, productivas, institucionales). Estas características ejercen una influencia decisiva en relación con las opciones de política y el margen de maniobra disponibles para su instrumentación. En este documento se plantea (véase el capítulo VI) la necesidad de adoptar un conjunto amplio de instrumentos, que combine las políticas fiscales, monetarias y cambiaria con las regulaciones macroprudenciales, la administración de los flujos de capital transfronterizos y la regulación de los mercados financieros nacionales, así como —si el contexto institucional lo permite— las políticas de ingreso. De este modo, se propone una ampliación y reordenamiento del conjunto de objetivos que tradicionalmente conforman el diseño e implementación de las políticas macroeconómicas.

En lo que sigue se analiza la evolución en las últimas décadas de las políticas fiscal (en la sección A) y monetaria (en la sección B), desde una perspectiva que pone de relieve la relación entre las políticas macroeconómicas, la estructura productiva y el crecimiento. Se discute en consecuencia cómo estas políticas han contribuido a la acumulación de capacidades productivas, a las condiciones para emprender acciones contracíclicas, de forma de lograr la estabilidad real y con ello fomentar el aumento de la inversión, y a la prevención de desequilibrios externos no sostenibles. La premisa es que la consecución de estos objetivos contribuye a fortalecer una agenda política en cuyo centro está la igualdad.

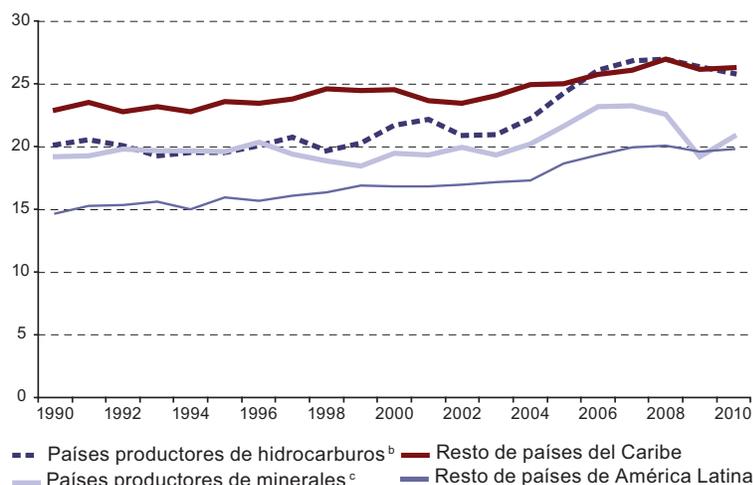
A. Finanzas públicas

Sostener el crecimiento económico en un ritmo suficientemente elevado y estable, extender el rango de cobertura de los sistemas de protección social, potenciar la inversión en infraestructura, salud y educación, y apoyar las políticas industriales necesarias para el cambio estructural, son tareas que demandan un nuevo pacto fiscal y los acuerdos sociales para lograrlo (CEPAL, 2010a, cap. VII). La CEPAL ha sido pionera en proponer un pacto de esta naturaleza, que procure el fortalecimiento del Estado a partir de una mayor y más progresiva carga tributaria, de acuerdo con el grado de desarrollo de cada país⁴. Según esta visión, “un acuerdo político explícito o implícito de los distintos sectores sociales sobre qué debe hacer el Estado, ayuda a legitimar el nivel, composición y tendencia del gasto público y de la carga tributaria necesaria para su financiamiento” (CEPAL, 1998, pág. 7).

⁴ El aporte principal se encuentra en CEPAL (1998) y se extiende y desarrolla, entre otros, en CEPAL (2000, 2004 y 2010a).

En gran parte de la región se han logrado avances significativos en materia de ingresos fiscales en las últimas décadas (véase el gráfico IV.1). Este crecimiento no ha sido homogéneo en los distintos países, como tampoco las fuentes de los ingresos fiscales. En algunos países (Argentina, Costa Rica, El Salvador, Guatemala, Haití, República Dominicana y Uruguay) los ingresos tributarios, incluidas las contribuciones sociales, constituyen prácticamente la única fuente de ingresos corrientes de los gobiernos. En otros (Bolivia (Estado Plurinacional de), Chile, Colombia, Ecuador, México, Perú, Trinidad y Tabago y Venezuela (República Bolivariana de)), los ingresos tributarios son complementados por otros ingresos procedentes de las rentas de recursos naturales (hidrocarburos y minería), que se caracterizan por ser más volátiles. La elevada proporción que alcanzan los ingresos no tributarios en algunos países se debe a que el Estado es propietario de recursos naturales, o bien recibe derechos e ingresos sobre su explotación. Panamá y el Paraguay son casos similares, en que a los ingresos tributarios se suman otros ingresos corrientes derivados de actividades de servicios. En Cuba, la explotación de bienes y servicios por parte del Estado también genera ingresos no tributarios significativos. Por otra parte, en Honduras, Nicaragua y, en menor medida, Haití, así como en otros países del Caribe, las donaciones elevan los ingresos corrientes respecto de los tributarios. Los ingresos de capital tienen un débil peso en el total de ingresos fiscales de los países de la región.

Gráfico IV.1
AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE: RECURSOS FISCALES, 1990-2010^a
 (En porcentajes del PIB)



Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de cifras oficiales.

^a Los datos corresponden al gobierno central, excepto en el caso de Bolivia (Estado Plurinacional de), en que se utilizó información del gobierno general.

^b Incluye a Bolivia (Estado Plurinacional de), Colombia, el Ecuador, México, Suriname, Trinidad y Tabago y Venezuela (República Bolivariana de).

^c Incluye a Chile, Guyana y el Perú.

Como se describe más adelante, en parte importante de la región se ha logrado incrementar la presión tributaria en las últimas décadas. Sin embargo, la situación dista aún de asemejarse a la de los países desarrollados, e incluso a la de muchos países con un grado de desarrollo similar. También se han concretado algunas mejoras desde el punto de vista de la estructura del sistema tributario, aunque en este campo la distancia con los países desarrollados resulta todavía muy significativa.

Los problemas de la baja presión impositiva y el regresivo impacto distributivo de la estructura tributaria se encuentran estrechamente relacionados. Los países de la región enfrentan menos dificultades para recaudar impuestos indirectos que impuestos directos (potencialmente progresivos), tales como los impuestos sobre la renta personal y la propiedad. El aumento de la presión tributaria y la mejora del impacto distributivo de la estructura recaudatoria son temas importantes en la agenda de desarrollo de América Latina y el Caribe. Sin perjuicio de ello, el gasto público es el principal instrumento redistributivo de la política fiscal. En una comparación internacional, se observa que la mayor parte del esfuerzo redistributivo en los países desarrollados se basa en el gasto público social, en particular en el sistema de transferencias, más que en el sistema tributario (Goñi, López y Servén, 2008)⁵.

En otro plano, desde una perspectiva macroeconómica, y también como parte integral de las políticas de desarrollo, la política fiscal debe cumplir una función estabilizadora de la actividad económica y reducción del desequilibrio externo. La experiencia histórica de América Latina y el Caribe, y más recientemente la respuesta a la crisis de los años 2008 y 2009, en la región y el resto del mundo, ponen de manifiesto el papel clave de los instrumentos de política fiscal para enfrentar los vaivenes de la actividad económica, en especial los causados por choques externos de tipo comercial o financiero (véase CEPAL, 2010b).

Una de las principales líneas de acción tendientes a fortalecer la capacidad de actuar de manera contracíclica se vincula a la consolidación del margen de maniobra o espacio fiscal. La solvencia fiscal constituye, en tal sentido, una condición de la capacidad de reacción contracíclica, aunque la situación del sector externo de la economía resulta igualmente importante al establecer el margen de acción del sector público, como lo demuestra la experiencia de las últimas décadas (Martner y Tromben, 2004).

En los últimos años, se ha observado una mejora del manejo de la política macroeconómica en la mayor parte de los países de la región, lo que les ha permitido reducir su vulnerabilidad externa y, de manera concomitante, disponer de un mayor espacio fiscal para enfrentar choques exógenos. Por primera vez en décadas diversos gobiernos de la región no han encontrado en la situación externa de sus economías o en los condicionantes fiscales un límite insalvable para, por ejemplo, extender la cobertura de sus sistemas de protección social.

Ante este reto —promover una carga tributaria progresiva y adecuada a las necesidades del desarrollo y fortalecer la solvencia de las finanzas públicas— la región exhibe, a grandes rasgos, dos realidades. Por un lado se encuentran los países caracterizados por una presión tributaria insuficiente, en los cuales las reformas tributarias tendientes a incrementar la capacidad de intervención del Estado deberían constituir el objetivo principal. En estos casos, resulta necesario un nuevo pacto fiscal, concebido como el vehículo que permita dotar al Estado de la capacidad para desempeñar un papel activo en la promoción del desarrollo.

⁵ En tal sentido, Barreix, Bes y Roca (2009) analizan la política fiscal en Centroamérica, Panamá y la República Dominicana y encuentran que en ese grupo de países el impacto distributivo del gasto público social es 4,4 veces mayor que el de la política tributaria.

Por otro lado, están los países que cuentan con una presión tributaria más acorde con su grado de desarrollo y, fundamentalmente, con las necesidades de un Estado moderno, capaz de sostener un sistema extendido de protección social, fomentar la inversión pública (en infraestructura, salud y educación) y financiar las políticas industriales y tecnológicas. En estos países, la cuestión esencial no se relaciona con la disponibilidad de recursos sino con su administración a lo largo del ciclo y con las posibilidades de potenciar las fases expansivas y el cambio estructural que se encuentra en la base de todo proceso de desarrollo.

En el análisis siguiente se examina el desempeño fiscal de la región en las últimas dos décadas considerando las realidades que enfrentan los países. En primer término, el análisis se centra en la dinámica de la recaudación tributaria, el gasto de gobierno y el proceso de endeudamiento o desendeudamiento público resultante; luego se analiza el carácter procíclico o contracíclico de la política fiscal y la evolución del espacio fiscal a lo largo del período mencionado. Las implicaciones de política serán analizadas en el capítulo VI. Las políticas monetaria y cambiaria se abordan en la sección B.

1. Los ingresos tributarios

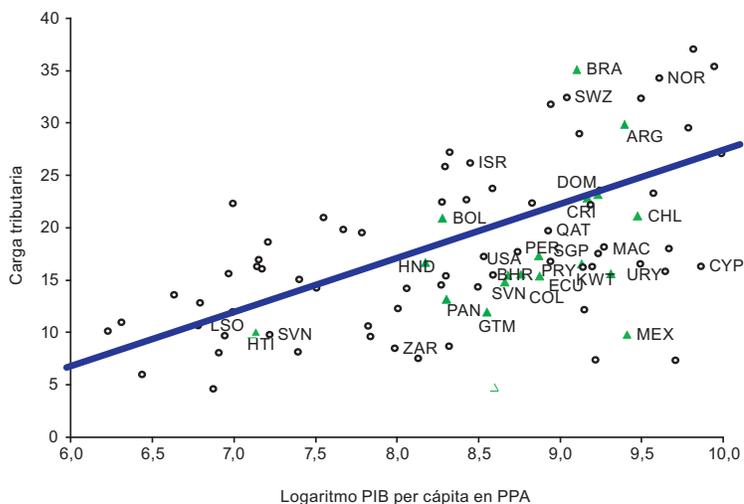
Los países de América Latina y el Caribe se han caracterizado históricamente por su reducida carga tributaria. En promedio, la presión tributaria en 2010 fue del orden del 18% del PIB en América Latina y del 22% del PIB en el Caribe. Estas cifras contrastan, por ejemplo, con las que se registran en los países de la OCDE, donde la carga media es de prácticamente el 35%⁶.

Esta insuficiencia de ingresos impositivos no necesariamente está vinculada con el nivel de desarrollo de los países de la región⁷. Al analizar la correlación entre la carga tributaria y el PIB per cápita de 121 países a mediados de la década de 2000 (véase el gráfico IV.2), se observa que gran parte de los países de América Latina y el Caribe tienen una carga tributaria inferior a la que les correspondería según su grado de desarrollo (medido en términos de PIB per cápita). En la Argentina y el Brasil, la presión tributaria se ubica por encima del nivel establecido por la línea de regresión y en el Uruguay, Costa Rica, Bolivia (Estado Plurinacional de) y Honduras se encuentra en torno a esa línea. Los restantes 12 países de la región representados en la muestra se ubican bajo esa línea, lo que indica que en ellos existe una presión tributaria significativamente menor a la que les correspondería de acuerdo con su PIB per cápita. Resulta ilustrativo, en tal sentido, que algunos países aún no cuentan con un impuesto a la renta, o que la graven marginalmente, sobre todo cuando se trata de la imposición a las personas físicas. Como se podrá apreciar más adelante, el problema de la baja presión tributaria se encuentra estrechamente relacionado con la débil imposición sobre la renta personal.

⁶ Salvo excepciones, entre las que se destacan la Argentina, el Brasil, el Uruguay y algunos países del Caribe, los ingresos tributarios en los países de la región no superan el 20% del PIB. América del Sur y el Caribe tienen cargas tributarias más altas que la de Centroamérica (que fue de solo el 15,6% del PIB entre 2005 y 2010) y que la de México (10,6% del PIB).

⁷ Este tipo de comparación no refleja toda la disponibilidad de recursos fiscales, ya que, como se ha mencionado, no contabiliza ingresos no tributarios y donaciones. En varios países de la región, como Bolivia (Estado Plurinacional de), Chile, Colombia, el Ecuador, México, el Perú y Venezuela (República Bolivariana de), los ingresos no tributarios constituyen una porción considerable de los ingresos públicos. En estos casos la capacidad estatal para financiar políticas públicas es significativamente mayor que la que se deriva de la estimación convencional de la carga tributaria. Por otra parte, en Honduras y Nicaragua, y en menor medida Haití, las donaciones elevan los ingresos corrientes respecto de los tributarios.

Gráfico IV.2
PAÍSES SELECCIONADOS: CARGA TRIBUTARIA EN COMPARACIÓN CON EL PIB PER CÁPITA
EN PARIDAD DEL PODER ADQUISITIVO (PPA), MEDIADOS DE LA DÉCADA DE 2000^a
(En porcentajes del PIB y logaritmos)



Fuente: Juan Pablo Jiménez, Juan Carlos Gómez Sabaini y Andrea Podestá (comps.), "Evasión y equidad en América Latina", *Documentos de proyecto*, N° 309 (LC/W.309), Santiago de Chile 2010; y Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de información de la Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos (OCDE) y Banco Mundial, World Development Indicators [base de datos en línea].

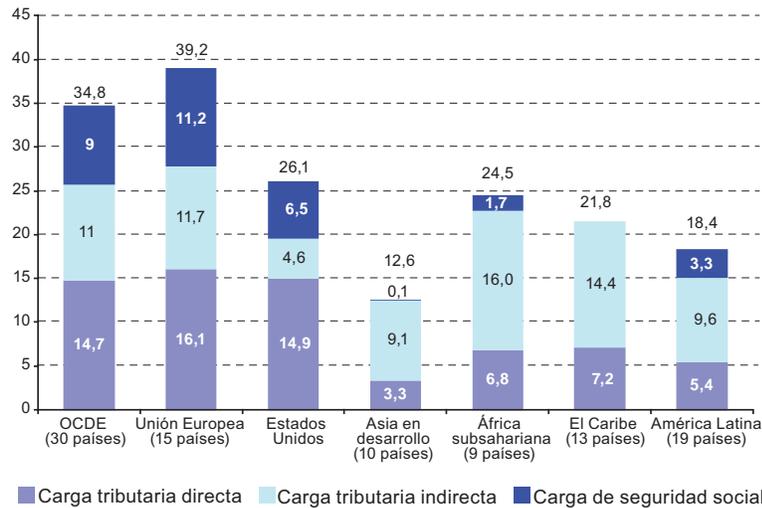
^a En los países de América Latina, la cobertura corresponde al gobierno central, excepto en la Argentina, el Brasil, Bolivia (Estado Plurinacional de), Chile y Costa Rica, casos en que corresponde al gobierno general.

La reducida carga tributaria derivada de la imposición directa no solo se relaciona con los elevados niveles de incumplimiento, evasión y elusión, que atentan contra el principio de equidad horizontal, sino también con las bases imponibles, reducidas en términos relativos. Todo ello torna virtualmente inefectivo el impacto redistributivo de la imposición a la renta. La inequidad (vertical) que se deriva de la proliferación de exenciones a dicho impuesto resulta, a su vez, agravada por el grado de evasión, que tiende a ser mucho mayor en el caso del impuesto a la renta que en el impuesto sobre el valor agregado (IVA) (Jiménez, Gómez Sabaini y Podestá, 2010). La política tributaria no solo ha fortalecido la imposición general al consumo mediante el fortalecimiento del IVA sino que, además, la imposición a la renta se orientó a gravar básicamente los ingresos de las personas jurídicas y, en mucho menor medida, las rentas obtenidas por las personas físicas, lo que disminuye su efecto redistributivo. Ello se manifiesta, por ejemplo, en comparación con los países de la Unión Europea, donde los impuestos directos e indirectos ascienden al 16,1% y el 11,7% del PIB, respectivamente, en tanto que en América Latina llegan al 5,4% y el 9,6% del PIB, en forma respectiva (véase el gráfico IV.3)⁸. También

⁸ En la región los impuestos sobre la renta de las personas físicas no llegan a representar en promedio el 1% del PIB (en el período comprendido entre 2000 y 2008 representaron de hecho el 0,46% del PIB), mientras que en los países de la OCDE alcanzan el 9,1% del PIB. En el caso del impuesto a la renta de las sociedades la diferencia es también significativa, pero bastante menor: en el período comprendido entre 2000 y 2008, la recaudación de dichos impuestos representó como promedio el 1,6% del PIB en los países de la región y el 3,3% del PIB en los países de la OCDE. Véase también Rossignolo y Gómez Sabaini (2011).

resulta muy baja la carga correspondiente a los ingresos de la seguridad social (3,3% del PIB en América Latina frente al 11,2% en la Unión Europea y el 9,0% en los países de la OCDE), un síntoma tanto de la elevada informalidad laboral como de la diversidad de regímenes públicos y privados de seguridad social en la región. Por su parte, los países del Caribe tienen una mayor carga tributaria que los países de América Latina, pero la participación relativa de los impuestos directos e indirectos es similar.

Gráfico IV.3
COMPARACIÓN INTERNACIONAL DEL NIVEL Y LA ESTRUCTURA DE LA CARGA TRIBUTARIA, VARIOS AÑOS ENTRE 2002 Y 2010^a
(En porcentajes del PIB)



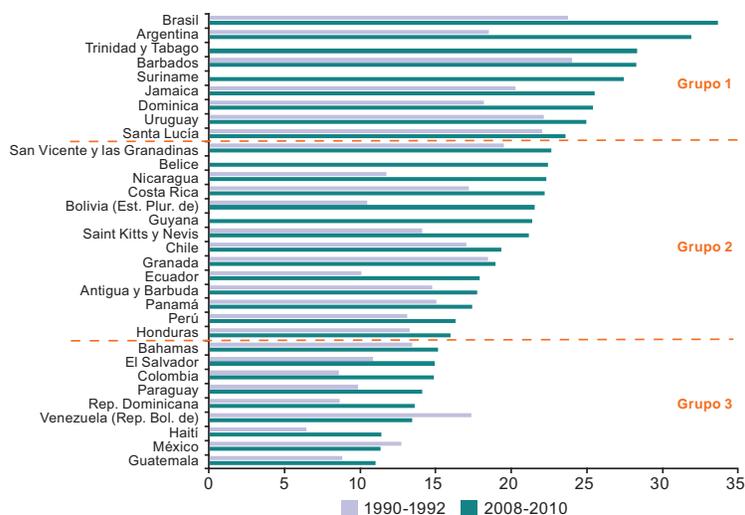
Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos (OCDE) y Fondo Monetario Internacional (FMI).

^a En el promedio de América Latina la cobertura corresponde al gobierno central, excepto en la Argentina, el Brasil, Bolivia (Estado Plurinacional de), Chile y Costa Rica, casos en que corresponde al gobierno general.

Existen tendencias positivas en materia tributaria. El nivel de la carga tributaria media de América Latina, incluidas las contribuciones a la seguridad social, se ha incrementado de manera sostenida durante las últimas dos décadas. Frente al promedio del período 1990-1992, el promedio del período 2008-2010 muestra un incremento en términos absolutos cercano a 5 puntos porcentuales del PIB y una tasa de crecimiento del 35%.

Existe una alta heterogeneidad entre los países de la región en cuanto al nivel de sus ingresos tributarios y su evolución reciente. Mientras algunos países como el Brasil, la Argentina, Trinidad y Tabago y Barbados muestran actualmente cargas tributarias superiores al 30% del PIB, otros países como Guatemala, México y Haití no superan el 14% del PIB y muestran además un menor ritmo de crecimiento relativo en comparación con los primeros (véase el gráfico IV.4).

Gráfico IV.4
AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE: CARGA TRIBUTARIA (INCLUIDAS CONTRIBUCIONES SOCIALES), PERÍODOS 1990-1992 Y 2008-2010^a
(En porcentajes del PIB)



Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de cifras oficiales.

^a La cobertura corresponde al gobierno central, salvo en la Argentina, Bolivia (Estado Plurinacional de), el Brasil, Chile, Costa Rica y México, casos en que corresponde al gobierno general. En los países del Caribe no se incluyen contribuciones a la seguridad social.

Cuadro IV.1
AMÉRICA LATINA: ESTRUCTURA TRIBUTARIA MEDIA, PERÍODOS 1990-1992, 1999-2001 Y 2007-2009
(En porcentajes del PIB y porcentajes del total de los ingresos tributarios)

Tipo de impuesto	En porcentajes del PIB			En porcentajes del total de los ingresos tributarios		
	1990-1992	1999-2001	2007-2009	1990-1992	1999-2001	2007-2009
Renta y ganancias de capital	2,4	3,2	4,9	17,1	19,7	25,7
Propiedad	0,5	0,6	0,8	3,8	3,8	4,0
Generales sobre bienes y servicios (IVA)	3,6	5,5	6,8	26,0	33,5	35,7
Específicos sobre bienes y servicios	2,1	2,3	1,9	15,2	13,9	9,7
Comercio internacional	1,9	1,5	1,2	13,9	9,4	6,2
Otros impuestos	0,7	0,4	0,4	5,4	2,2	2,0
Seguridad social	2,6	2,9	3,2	18,7	17,6	16,8
Ingresos tributarios totales	13,8	16,4	19,1	100,0	100,0	100,0

Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de cifras oficiales.

En cuanto a la estructura tributaria, el diseño de las reformas en las últimas dos décadas se basó en la búsqueda de mayor solvencia fiscal, dejando de lado otros objetivos centrales de la política tributaria. Uno de los fenómenos más significativos de la política tributaria del período bajo análisis ha sido el considerable aumento de la importancia de los impuestos generales sobre bienes y servicios (IVA o similares) en el total de los ingresos tributarios. El peso relativo de esos impuestos en la estructura tributaria de América Latina muestra un crecimiento del 37% a lo largo del período analizado (véase el cuadro IV.1). Se observa, además, que casi todo el aumento de la ponderación porcentual de este tipo de impuestos se produjo durante la década de 1990, a raíz de las reformas que ampliaron su base tributaria y aumentaron sus alícuotas legales.

El segundo factor que explica el incremento de la carga tributaria regional durante las últimas dos décadas es el aumento de la recaudación a través del impuesto a la renta y las ganancias de capital, que subió más del 50% en el período. A pesar de la disminución de las alícuotas del impuesto a la renta de sociedades, se registró un aumento de la participación porcentual de estos tributos en el total de recursos tributarios. En este caso el mayor crecimiento se produjo en la última década debido a la ampliación parcial de algunas bases tributarias que gravan los servicios, las mejoras logradas en el control del universo de contribuyentes y, en algunos países, la apropiación de mayores recursos originados en la producción y exportación de bienes. El impuesto a la renta sobre sociedades es el menos directo de este tipo de tributos, en la medida en que algunas empresas tienen la posibilidad de trasladar la carga fiscal hacia los precios de los bienes y servicios que consumen las personas, lo que debilita su capacidad redistributiva. Además, en los países con mayor dotación de recursos naturales, lo anterior redundó en una mayor volatilidad de los ingresos tributarios ante cambios en los precios internacionales.

Por otra parte, como consecuencia de la apertura comercial, se produjo una caída significativa de los impuestos que gravan el comercio exterior. De igual manera, como consecuencia de los procesos de simplificación de los esquemas tributarios mencionados anteriormente, los gravámenes sobre el consumo específico de bienes y servicios (impuestos selectivos) también tuvieron una pérdida de peso relativo en la estructura tributaria media de la región. Las contribuciones a la seguridad social representan un porcentaje importante de los recursos tributarios en el promedio regional y su participación en la estructura tributaria media de América Latina se ha mantenido medianamente estable en torno al 17% del total⁹. Por último, los gravámenes que recaen sobre el patrimonio han mantenido una proporción casi constante en términos relativos entre los dos períodos.

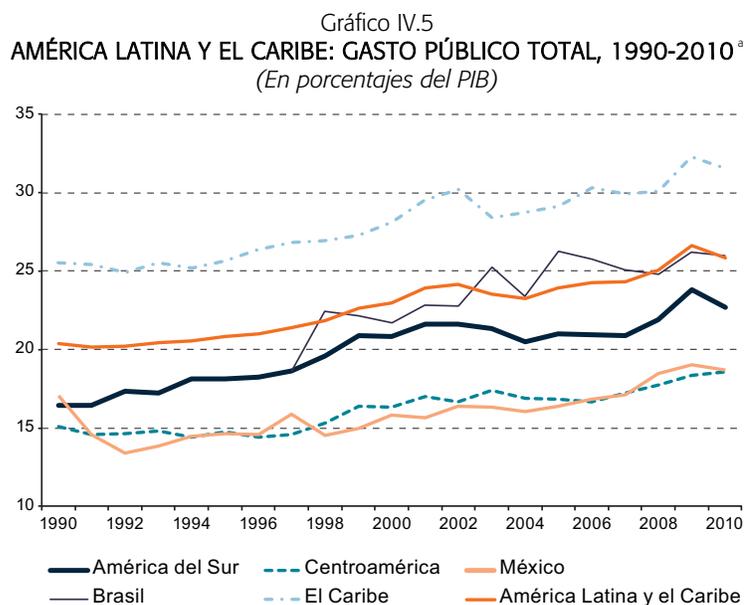
Así, tanto el sesgo hacia la imposición aplicada al consumo como las estrechas bases imponibles de los impuestos a la renta, junto con el alto grado de incumplimiento impositivo y evasión, han limitado la capacidad de los sistemas tributarios de promover la igualdad y, en algunos casos, de contar con recursos para impulsar los objetivos del desarrollo.

⁹ No obstante, es importante tener en consideración que durante los últimos 20 años se han llevado a cabo profundas modificaciones en los alcances de los programas de seguridad social, la participación del Estado y su financiamiento. Además, en los países de la región se observa una considerable heterogeneidad en cuanto al criterio de financiamiento de la seguridad social: existen sistemas de pensiones en que la presencia del sector público está siendo sustituida por administradoras privadas de fondos capitalizables, sistemas en que el sector público convive con el privado y sistemas netamente públicos.

El aumento de los ingresos tributarios en la mayoría de los países de la región en las últimas dos décadas se debe fundamentalmente al aumento de los impuestos generales sobre bienes y servicios, y a la expansión de las bases imponibles generada por tres factores principales: i) un fuerte y acelerado proceso de crecimiento económico en diversos países; ii) la introducción de iniciativas novedosas como impuestos mínimos e impuestos a las transacciones financieras, junto con la introducción de impuestos sobre ingresos de los recursos naturales¹⁰, y iii) diversas reformas a la estructura y administración tributaria.

2. Gasto público y resultado fiscal

El avance en la recaudación tributaria en las últimas dos décadas hizo posible un aumento importante del gasto público como porcentaje del PIB (véase el gráfico IV.5). En América del Sur, se registra un gasto público total del 17,1% del PIB como promedio del período comprendido entre 1991 y 2000, y del 21,4% del PIB como promedio del período comprendido entre 2001 y 2010, niveles superiores al promedio de la región. México se ubica en el extremo opuesto, con un cociente entre gasto total y PIB del 14,7% y el 18,1%, respectivamente, en los períodos comprendidos entre 1991 y 2000 y entre 2001 y 2010.



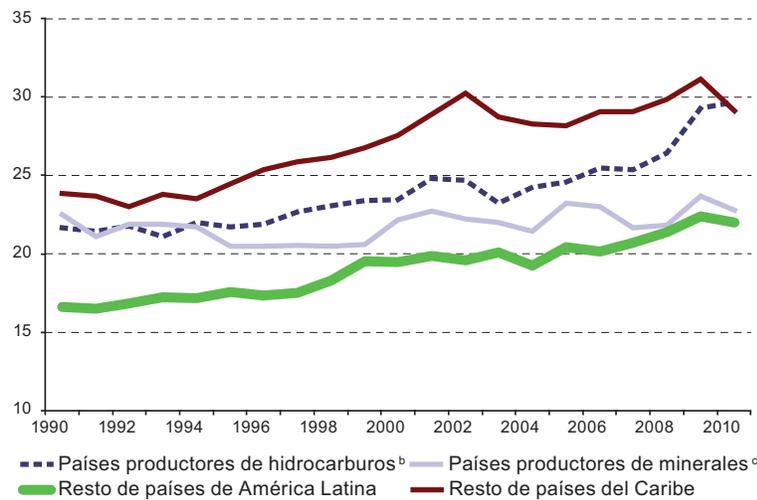
Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de cifras oficiales.

^a Los datos corresponden al gobierno central.

¹⁰ A pesar de que la mayor parte de los ingresos procedentes de los recursos naturales se consideran como ingresos no tributarios, por lo que el aumento derivado del incremento de precios se observa principalmente en el aumento de la recaudación fiscal, hay una parte significativa de recursos de carácter tributario derivados del impuesto a la renta a las empresas del sector.

Desde la perspectiva de las finanzas públicas, la estructura productiva también resulta decisiva. Cuando se analiza el nivel y la trayectoria del gasto público de los distintos países según la especialización productiva dominante y su dotación de recursos, se observa que los productores de petróleo y gas lideran el grupo con una relación entre gasto público total y PIB de un 26,5% (promedio del período comprendido entre 2001 y 2010), superior al promedio de la región. Los países de América Latina no especializados en hidrocarburos y minerales se ubican en el extremo opuesto, con un cociente entre gasto y PIB de un 20,6% en el período comprendido entre 2001 y 2010, mientras que los productores de minerales alcanzan un nivel medio de un 22,4% en ese mismo período (véase el gráfico IV.6).

Gráfico IV.6
AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE: GASTO PÚBLICO TOTAL, 1990-2010^a
(En porcentajes del PIB)



Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de cifras oficiales.

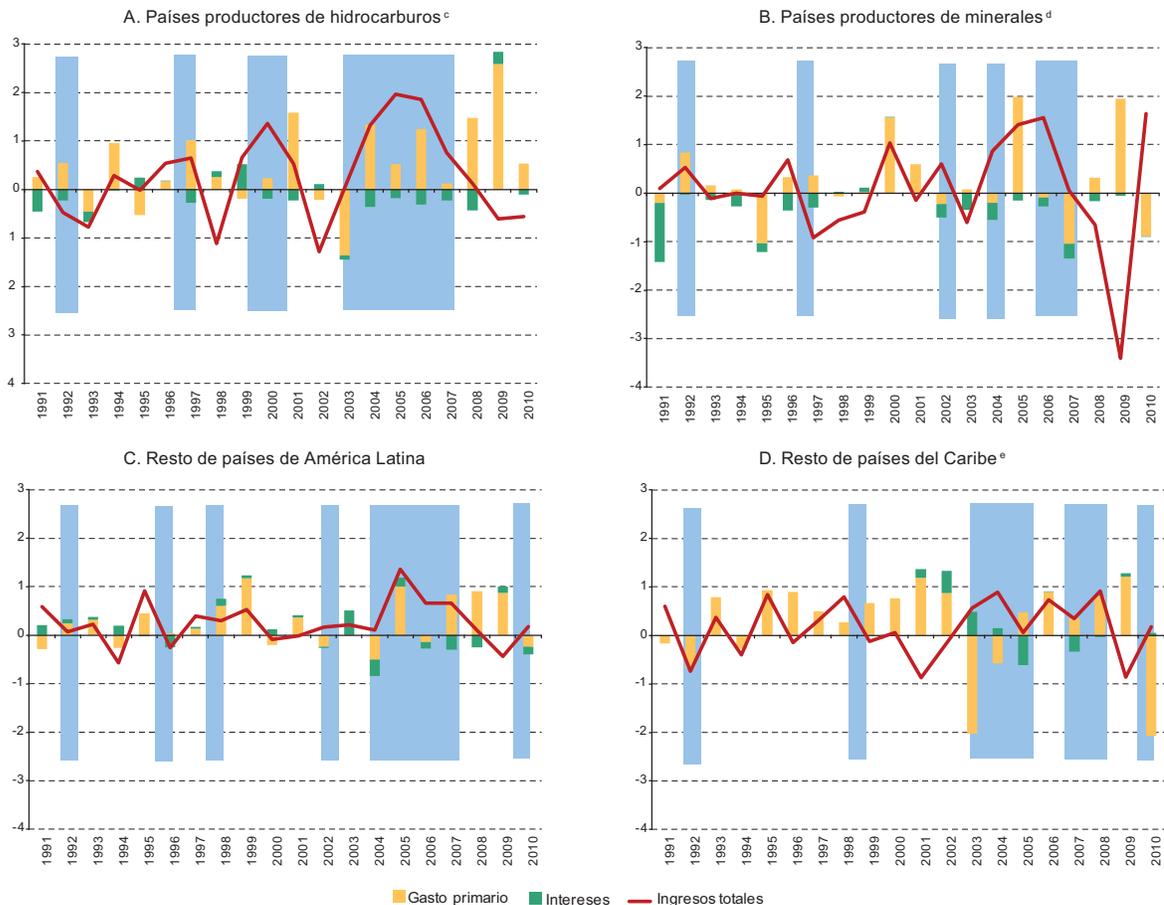
^a Los datos corresponden al gobierno central, excepto en el caso de Bolivia (Estado Plurinacional de), en que se utilizó información del gobierno general.

^b Incluye a Bolivia (Estado Plurinacional de), Colombia, el Ecuador, México, Suriname, Trinidad y Tabago y Venezuela (República Bolivariana de).

^c Incluye a Chile, Guyana y el Perú.

No todo el incremento de los recursos fiscales se destinó al financiamiento del gasto público. A continuación se muestra el incremento anual de los ingresos tributarios, del gasto primario y del pago de intereses en América Latina y el Caribe, medido en puntos porcentuales del PIB (véase el gráfico IV.7). En varias oportunidades el aumento de los ingresos fue superior al incremento del gasto público total (como proporción del PIB), especialmente en la década de 2000. Esta tendencia se manifiesta tanto en los países especializados en recursos naturales no renovables como en el resto de los países de la región, y explica la reducción del endeudamiento público registrada en esa década. Implica, además, un comportamiento fiscal contracíclico prácticamente inédito, como se analiza más adelante. Por otra parte, en el gráfico se aprecia una mayor volatilidad de los ingresos y gastos de los países productores de hidrocarburos y minerales en comparación con los demás países.

Gráfico IV.7
AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE: INCREMENTO ANUAL DE LOS INGRESOS FISCALES, EL GASTO PRIMARIO Y LOS INTERESES DE LA DEUDA PÚBLICA, SEGÚN GRUPOS DE PAÍSES, 1991-2010^{a,b}
(En puntos porcentuales del PIB)



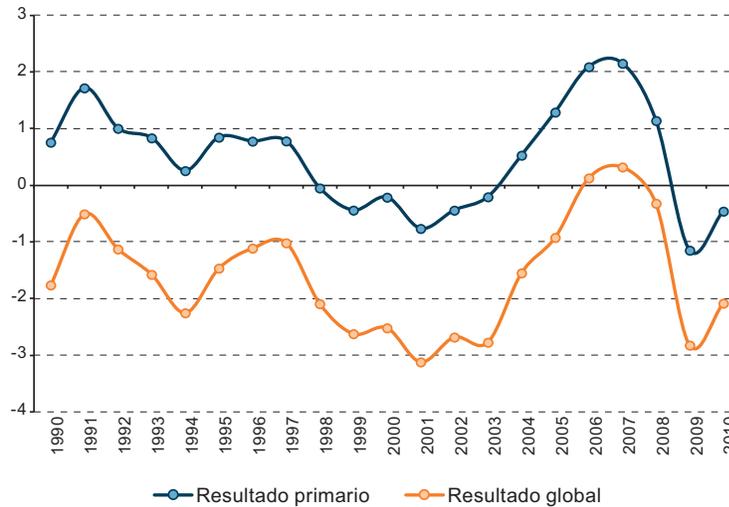
Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de cifras oficiales.

- ^a Los datos corresponden al gobierno central, excepto en el caso de Bolivia (Estado Plurinacional de), en que se utilizó información del gobierno general.
- ^b Las áreas sombreadas indican los años en que el incremento de los ingresos supera al del gasto total (la suma del gasto primario y el pago de intereses de la deuda pública), mejorando el resultado fiscal.
- ^c Incluye a Bolivia (Estado Plurinacional de), Colombia, el Ecuador, México, Suriname, Trinidad y Tabago y Venezuela (República Bolivariana de).
- ^d Incluye a Chile, Guyana y el Perú.
- ^e En el caso del resto de los países del Caribe, hasta 2000 los datos corresponden a la variación del gasto total.

Al observar la evolución de los resultados fiscales primario y global de la región en las últimas dos décadas (véase el gráfico IV.8), se distinguen dos períodos con tendencias definidas: un deterioro tendencial entre 1990 y 2001, y una mejora sistemática entre 2002 y 2007. La dinámica descrita representa lo ocurrido tanto en países especializados en recursos naturales no renovables como en el resto de la región, con independencia de su especialización productiva. Como consecuencia de la crisis financiera internacional de los años 2008 y 2009, y de la caída de ingresos y la puesta en práctica de distintos paquetes de medidas contracíclicas, las cuentas públicas de la

región se resintieron en forma considerable y se retornó a una situación de déficit financiero. Si bien la recuperación económica de 2010 fue bastante intensa, particularmente en los países productores de minerales y en otros de América del Sur, los resultados de las cuentas públicas no volvieron a los niveles previos a la crisis, aunque se comportaron en un sentido contracíclico.

Gráfico IV.8
AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE (33 PAÍSES): RESULTADOS PRIMARIO Y GLOBAL, 1990-2010^a
(En puntos porcentuales del PIB)



Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de cifras oficiales.

^a El resultado primario se calcula como ingresos menos gastos excluidos intereses. El resultado global se calcula como ingresos menos gastos incluidos intereses.

El mejor resultado fiscal y la reducción concomitante del cociente entre deuda y PIB trajeron aparejada la reducción del peso del pago de intereses de la deuda pública, e hicieron posible el aumento del gasto en capital (en que la inversión en infraestructura tiene una participación importante), que prácticamente se duplicó entre los extremos de la serie, tanto en los países especializados en recursos naturales no renovables como en el resto de los países de América Latina (véase el gráfico IV.9). Sin embargo, el primer grupo de países tiene un nivel de gasto de capital bastante superior al registrado en el segundo grupo. En el caso del grupo “resto de países del Caribe”, los gastos en capital se mantuvieron relativamente estables.

Como promedio de toda la región el pago de intereses se redujo en un monto equivalente a aproximadamente el 0,5% del PIB a lo largo de la década de 2000. Sin embargo, la evolución de los intereses difiere entre los grupos considerados: en los países productores de petróleo, gas y minerales la reducción media superó el 1,5% del PIB mientras que en los demás países de América Latina y el Caribe se mantuvo casi constante¹¹.

¹¹ En la década de 2000, la carga de intereses disminuyó del 15% al 6% de los ingresos fiscales en los países exportadores de hidrocarburos y minerales, del 12% al 9% en los demás países de América Latina, y del 17% al 16% en el resto del Caribe.

Gráfico IV.9
AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE: INTERESES DE LA DEUDA PÚBLICA, GASTO CORRIENTE
PRIMARIO Y GASTO DE CAPITAL, 1990-2010^a
(En porcentajes del PIB)



Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de cifras oficiales.

^a Los datos corresponden al gobierno central, excepto en el caso de Bolivia (Estado Plurinacional de), en que se utilizó información del gobierno general.

^b Incluye a Bolivia (Estado Plurinacional de), Colombia, el Ecuador, México, Suriname, Trinidad y Tabago y Venezuela (República Bolivariana de).

^c Incluye a Chile, Guyana y el Perú.

^d En el caso del resto de los países del Caribe, hasta 2000 los datos corresponden al gasto corriente.

El gasto público social ha registrado una tendencia creciente, independientemente de la trayectoria de los pagos de intereses de la deuda pública, aumentando del 44,9% del gasto público total en el período comprendido entre 1990 y 1991 al 62,2% en el período comprendido entre 2008 y 2009. Como porcentaje del PIB, el incremento correspondiente es del 11,3% al 17,9% (CEPAL, 2011). Por el contrario, el gasto público en infraestructura se estancó entre los años 1999 y 2002, período en que los pagos de intereses alcanzaron los niveles máximos, y solo repuntó cuando los desembolsos por intereses se redujeron (véase el capítulo III). Por grupos de países, esta tendencia se observa con mayor intensidad en los productores de hidrocarburos. La inversión pública en infraestructura tiene efectos perdurables desde el punto de vista del cambio estructural y el desarrollo a largo plazo (véase el capítulo VI), por lo que su sostenimiento debería constituir un

objetivo de primer orden de la política macroeconómica en general y de la fiscal en particular. Incrementar el gasto público social, especialmente en educación, tiene también claras implicaciones positivas para el cambio estructural.

3. Deuda pública

La crisis de la deuda externa de comienzos de la década de los ochenta condicionó fuertemente las finanzas públicas, produjo una larga recesión y limitó el margen de maniobra macroeconómico más allá de ese decenio. El problema no se limitaba al excesivo nivel de endeudamiento de los países de la región, sino que se asociaba sobre todo a la elevada proporción de deuda pública denominada en moneda extranjera¹². La magnitud de la deuda externa del sector público, a la que se sumó el hecho de que el Estado asumió la deuda externa del sector privado, implicó que la deuda externa fuera el determinante principal de la dinámica de la deuda pública total.

Luego de la década perdida, caracterizada por ajustes fiscales y externos que impidieron la recuperación de la región, la relación entre deuda pública y PIB tendió a mejorar, al disminuir de cerca del 80% a comienzos de la década de 1990 al 43% en 1997¹³. Ello se debió a una conjunción de factores incluida la recuperación económica generalizada —asociada, en parte, a la reestructuración de la deuda en varios países de la región y la consecuente reapertura de los mercados financieros¹⁴— y la tendencia a la apreciación de las monedas locales en varios países de la región. A partir de 1998 volvió a aumentar el cociente entre deuda pública y PIB como consecuencia del estancamiento relativo que experimentó la región en el quinquenio siguiente, así como de las fuertes devaluaciones en algunos países (el Brasil en 1999 y la Argentina en 2001). El grado de endeudamiento público en 2002, cuando finalizó un nuevo período de alza del coeficiente entre deuda pública y PIB, era algo menor que el de comienzos de la década de 1990.

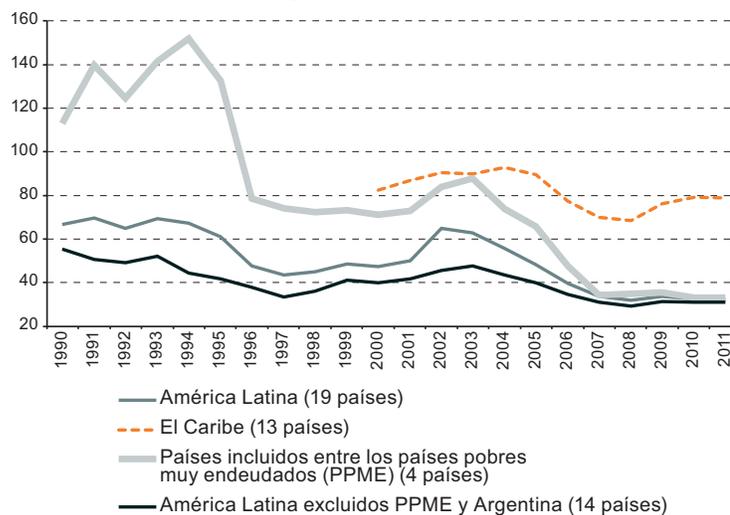
Así, la trayectoria de la deuda de América Latina y el Caribe entre comienzos de la década de 1990 y 2002 describe un perfil con forma de U (véase el gráfico IV.10). El alto grado de endeudamiento inicial y la caída registrada hasta 1997 están sesgados por la trayectoria del endeudamiento de Bolivia (Estado Plurinacional de) (72% del PIB), Nicaragua (270% del PIB) y Honduras (80% del PIB), países que, junto con Haití, se beneficiaron posteriormente de la reducción de deuda en el marco de la Iniciativa en favor de los países pobres muy endeudados (PPME). En la Argentina, debido a la devaluación de la moneda, la deuda se triplicó hacia 2002 y llegó a superar el 180% del PIB. Un fenómeno similar puede advertirse en el Uruguay, donde la deuda se duplicó y alcanzó el 100% del PIB. Ambos eventos marcan el punto máximo de endeudamiento de la región en su conjunto en las últimas dos décadas. La evolución de los cocientes entre la deuda pública y el PIB del resto de la región es menos volátil y se caracteriza por niveles de endeudamiento relativamente más elevados en el Caribe y Centroamérica en comparación con los países de América del Sur.

¹² Este es el denominado “pecado original”, de acuerdo con la expresión de Eichengreen y Hausmann (1999), que consiste en una situación en que no se utiliza la moneda nacional para obtener préstamos en el exterior, ni para obtener préstamos a largo plazo en el mercado interno.

¹³ Los fuertes ajustes, que redundaron en una gran caída de la tasa de inversión, estuvieron asociados a programas de ajuste estructural y su condicionalidad, impuestos por el Fondo Monetario Internacional y la banca internacional, organizada en un grupo de acreedores (CEPAL, 2002).

¹⁴ La emisión de los llamados bonos Brady a partir de fines de los años ochenta estuvo en la raíz de la integración a los mercados financieros internacionales. La opción de usar esos bonos para pagar la compra de activos estatales contribuyó a la reducción del endeudamiento del sector público.

Gráfico IV.10
AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE: DEUDA TOTAL DEL SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO, 1990-2011^a
(En porcentajes del PIB)



Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de cifras oficiales.

^a Las cifras de 2011 son provisionales.

Desde 2003 hasta la crisis del período comprendido entre 2008 y 2009 volvió a reducirse el cociente entre deuda pública y PIB de manera considerable. Si bien esta evolución fue generalizada, el alivio de la deuda de los países acogidos al programa para países pobres muy endeudados, así como la disminución de las deudas de la Argentina y el Uruguay influyeron en la marcada reducción que se produjo hasta 2008¹⁵. La excepción es Haití, país que en los últimos años se ha beneficiado del alivio de la deuda por parte de sus acreedores externos. Los países del Caribe son el grupo con mayor nivel de endeudamiento público con relación al PIB, que alcanza a un 80% en 2011 (véase el recuadro IV.1).

Tanto o más importante que la disminución relativamente generalizada de los coeficientes entre deuda pública y PIB es la caída del peso de la deuda pública externa, una tendencia que se puede apreciar en América del Sur y especialmente en México desde comienzos de la década de 2000 hasta la actualidad (véase el cuadro IV.2). En Centroamérica se advierte una tendencia semejante, pero menos pronunciada. Además de la reducción de los indicadores de endeudamiento total, esta mejora bastante generalizada del perfil de los pasivos del sector público constituye un elemento clave en la recuperación del margen de acción macroeconómica en la región.

El mejor desempeño relativo de América del Sur y México en comparación con Centroamérica a partir de la década de 2000 se relaciona directamente con el impacto asimétrico que tiene el aumento de los precios internacionales de los productos básicos en los términos de intercambio de las distintas subregiones. De hecho, en 2010, cuando volvieron a mejorar los términos de intercambio para los países de esta subregión, solo América del Sur retomó la tendencia al desendeudamiento característica del período anterior a la crisis. Sin embargo, no toda la mejora se debe a la evolución favorable de los términos de intercambio. La existencia de reglas

¹⁵ La deuda pública media de los 32 países que reportan este dato alcanzó al 47% del PIB en 2008. En diciembre de 2011, con un nivel del 51% del PIB, la deuda pública de la región no había retornado al nivel anterior a la crisis de 2009.

fiscales en varios países de América del Sur, así como la implementación de estrategias exitosas de administración de pasivos (mejora del perfil de vencimientos, renegociaciones, reestructuración de deuda, menor descalce de tasas, desdolarización de pasivos, entre otras) coadyuvaron también a este resultado. En tal sentido, se advierte una clara tendencia al uso más intensivo de instrumentos de deuda interna (véase el gráfico IV.11). El resto de la región no logró retomar ese rumbo luego de la crisis de 2008. Los países de Centroamérica, en su condición de importadores netos de alimentos y energía, han enfrentado tensiones fiscales a raíz del aumento de los precios internacionales de productos básicos.

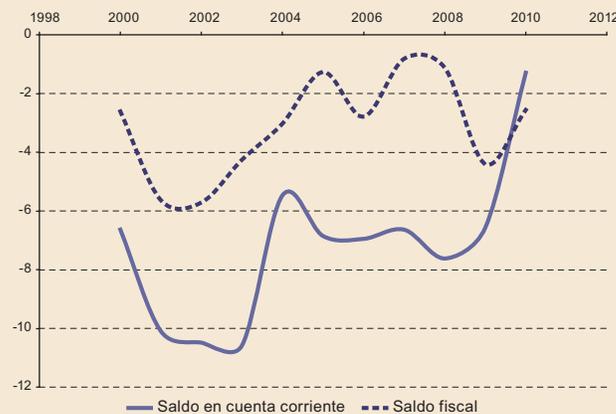
Recuadro IV.1

LA DEUDA EXTERNA EN EL CARIBE Y SUS DETERMINANTES

En los análisis de la deuda externa en el Caribe se evidencian dos hechos. En primer lugar, es un problema regional más que un problema de alcance nacional. Pese a que algunas de las economías más endeudadas son también las más pequeñas, las economías más grandes de la región como Barbados o Jamaica no están al margen de este problema. En segundo lugar, los criterios estándares de sostenibilidad muestran que, en muchas economías de la subregión, el nivel de endeudamiento es insostenible. A nivel mundial, las economías que tienden a parecerse estructuralmente a las del Caribe también se enfrentan a problemas de deuda. En 2010, de los 31 países considerados pequeños Estados insulares en desarrollo, 14 exhibían niveles de deuda superiores al 60% de su PIB. El elevado endeudamiento, aunque en algunos casos se explica por incrementos desmedidos del gasto público, está también vinculado al comportamiento y desempeño del sector externo. La vulnerabilidad externa, intensificada en los países del Caribe por su tamaño, exposición a desastres naturales y pérdida de competitividad, explica en gran medida el desempeño fiscal. Como se muestra en el gráfico siguiente, existe una relación entre el saldo en cuenta corriente y el saldo fiscal.

EL CARIBE: SALDO EN CUENTA CORRIENTE Y SALDO FISCAL GLOBAL, 2000-2010

(En porcentajes del PIB)



Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de cifras oficiales.

Esta relación se muestra mediante dos indicadores: la postura fiscal (gasto de gobierno dividido por la presión fiscal) y el desempeño exportador (exportaciones divididas por la propensión media a importar). Una postura fiscal que supere el desempeño exportador implica una situación de déficit fiscal y en cuenta corriente. Este es el caso de la mayor parte de las economías del Caribe. De aquí se deduce que la mejora de las cuentas fiscales, en un entorno en que el gobierno debe contribuir a mejorar el bienestar de la población, requiere una mejora de la competitividad y de las condiciones externas de estas economías.

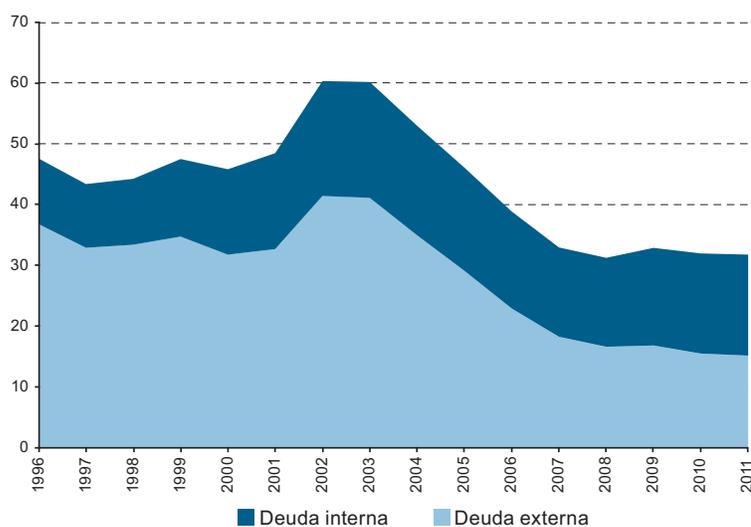
Fuente: Programa de las Naciones Unidas para el Desarrollo (PNUD), *Achieving Debt Sustainability and the MDGs in Small Island Developing States*, 2010; R. Sahay, "Stabilization, debt and fiscal policy in the Caribbean", *IMF Working Paper*, N° WP/05/26, Washington, D.C., Fondo Monetario Internacional, 2004; R. Machado, "Economic growth in the Caribbean", Puerto España, sede subregional de la CEPAL para el Caribe, 2009; E. Pérez Caldentey, "Debt accumulation in the Caribbean: origins, consequences and strategies", serie *Studies and Perspectives*, Puerto España, sede subregional de la CEPAL para el Caribe, 2007; A. Birchwood, "Should SIDS follow monetary and fiscal rules?", documento presentado en la reunión de expertos sobre crecimiento y desarrollo de los pequeños Estados, Malta, 17 y 18 de noviembre de 2011.

Cuadro IV.2
AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE: DEUDA PÚBLICA INTERNA Y EXTERNA, 1990, 2000 Y 2010
(En porcentajes del PIB)

	1995	2000	2008	2011
América Latina y el Caribe				
Total	58,3	45,1	31,2	31,8
Interna	10,1	14,1	14,7	16,8
Externa	50,4	31,8	16,5	15,0
Centroamérica, República Dominicana y Haití				
Total	90,8	49,6	32,6	34,5
Interna	8,2	11,3	11,0	13,6
Externa	85,9	39,6	21,6	20,9
América del Sur				
Total	39,3	43,6	30,5	29,2
Interna	11,0	16,2	17,0	18,5
Externa	29,7	27,3	13,5	10,7
El Caribe				
Total	...	82,5	68,6	77,7
Brasil (deuda pública neta)				
Total	24,2	38,3	38,5	39,4
Interna	24,2	38,3	49,5	53,5
Externa	0,0	0,0	-11,0	-14,1
México				
Total	47,4	25,3	26,9	36,3
Interna	9,1	11,8	20,6	24,7
Externa	38,3	13,5	6,3	11,6

Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL) y Banco Interamericano de Desarrollo (BID), sobre la base de cifras oficiales.

Gráfico IV.11
**AMÉRICA LATINA (19 PAÍSES): DEUDA TOTAL DEL SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO
 POR RESIDENCIA DEL ACREEDOR, 1996-2011**
(En porcentajes del PIB)



Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de cifras oficiales.

4. Espacio fiscal y desempeño económico

Ante las limitaciones que enfrenta el manejo de la política monetaria en economías con una elevada apertura de la cuenta financiera y de capital y, en general, un grado relativamente bajo de intermediación financiera en comparación con los países desarrollados, como es el caso de prácticamente todos los países de América Latina y el Caribe, la política fiscal debe desempeñar un rol de suma importancia¹⁶.

Hay señales positivas en el comportamiento de la política fiscal en la última década. En el pasado, la política fiscal de los países de la región, al acentuar, más que atenuar, las fluctuaciones económicas, ha sido frecuentemente procíclica¹⁷. Esta tendencia ha cambiado, de modo tal que en la década de 2000 gran parte de los países de la región adoptaron una postura contracíclica o, en todo caso, menos procíclica, como se constata en la efectiva reacción de los gobiernos frente a la gran recesión internacional de 2008 y 2009 (CEPAL, 2010b).

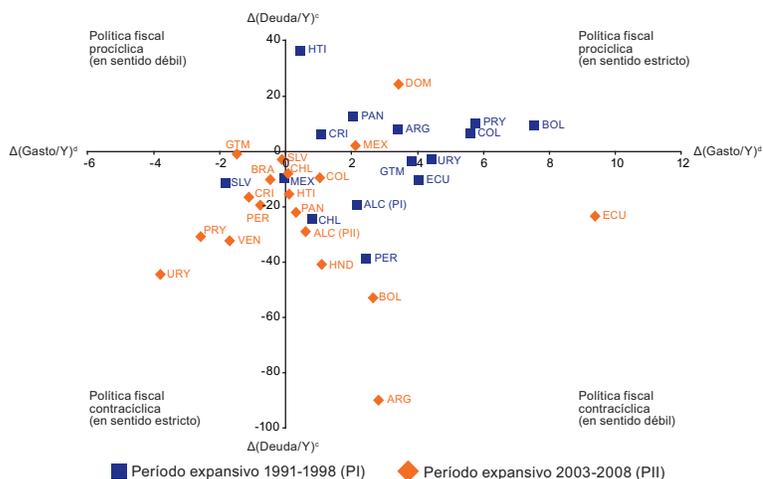
Las políticas contracíclicas aplicadas durante dicha crisis han sido benéficas para la estabilidad y el crecimiento. La política fiscal no solo se ha transformado en un factor estabilizador de las expectativas de los agentes económicos sino que además se le ha otorgado un papel más protagónico en la creación de empleo y el sostenimiento del dinamismo económico de la región. En tal sentido, el control de las finanzas públicas es hoy un activo significativo de la región en su conjunto. Como se demostró en la crisis y en el período posterior, los espacios fiscales bien aprovechados pueden contribuir a fortalecer el ciclo expansivo de la región, además de morigerar las reversiones coyunturales y promover (por medio de la inversión pública) una estrategia de cambio estructural hacia la eficiencia dinámica.

En otras palabras, todo indica que la región está en la actualidad mejor preparada que en el pasado para diseñar y aplicar políticas fiscales contracíclicas. Los gráficos siguientes lo ilustran a partir de información del comportamiento fiscal en las últimas dos décadas (véanse los gráficos IV.12.a y IV.12.b). En ellos se reflejan las evoluciones del gasto público y de la deuda pública en las dos fases de bonanza (1991-1998 y 2003-2008) y de recesión (1999-2002 y 2008-2010). Esto permite identificar situaciones en que mediante la política fiscal se adoptó una posición contracíclica en sentido estricto —cuando el gasto público y la deuda pública se contraen en la expansión (o aumentan en la recesión) simultáneamente— y en sentido débil —cuando la deuda pública disminuye (aumenta) y el gasto público crece (disminuye)—, siempre expresando las variables como porcentajes del PIB.

¹⁶ La política monetaria no solo tiene una menor efectividad relativa en los países de la región desde el punto de vista de su impacto en la demanda agregada, sino que su efecto resulta a veces contradictorio (véase la sección B). Usar la tasa de interés para frenar la demanda agregada, al conducir a una apreciación del tipo de cambio, puede generar un aumento del consumo contradictorio con el objetivo inicial, sin olvidar sus efectos sobre la rentabilidad relativa de bienes transables y no transables y la dinámica de la inversión.

¹⁷ Se trata, en rigor, de un rasgo característico de la mayoría de los países en desarrollo (Kaminsky, Reinhart y Végh, 2005).

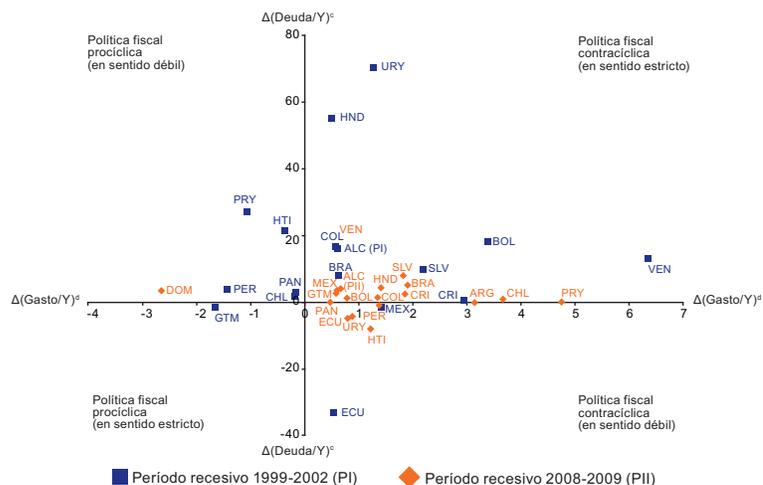
Gráfico IV.12a
AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE: LOS CUADRANTES DE LA POLÍTICA FISCAL EN PERÍODOS EXPANSIVOS^{a,b}
 (En porcentajes)



Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de M. Espada, I. González y R. Martner, "Hacia una mayor calidad de las finanzas públicas en América Latina", *serie Gestión pública*, Santiago de Chile, Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), 2012, inédito.

- ^a En el gráfico se presentan las variaciones de los cocientes entre el gasto público y el PIB en los años inicial y final, respectivamente, de cada período analizado.
- ^b Deuda pública y gasto público del gobierno central.
- ^c $\Delta(\text{Deuda}/Y)$: variación de la deuda pública en puntos del PIB.
- ^d $\Delta(\text{Gasto}/Y)$: variación del gasto público en puntos del PIB.

Gráfico IV.12b
AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE: LOS CUADRANTES DE LA POLÍTICA FISCAL EN PERÍODOS RECESIVOS^{a,b}
 (En porcentajes)

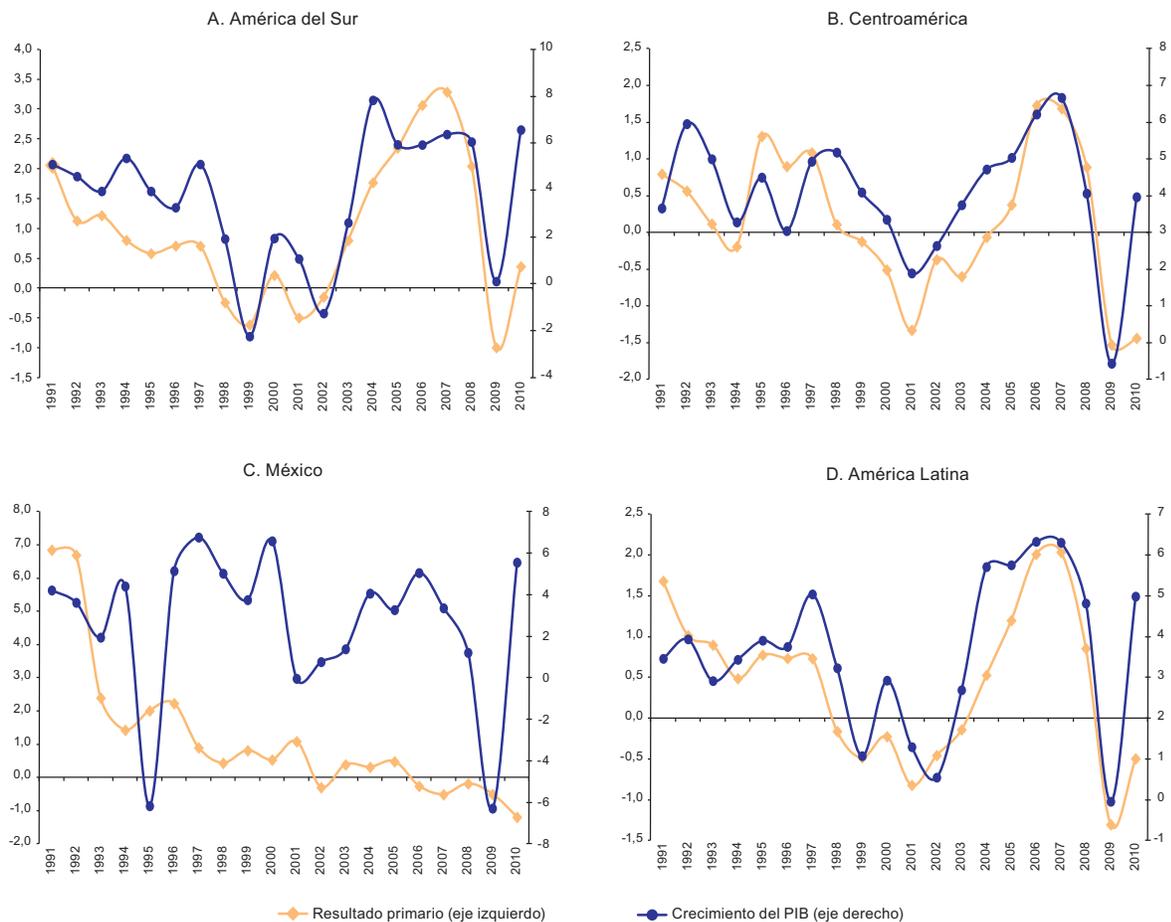


Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de M. Espada, I. González y R. Martner, "Hacia una mayor calidad de las finanzas públicas en América Latina", *serie Gestión pública*, Santiago de Chile, Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), 2012, inédito.

- ^a En el gráfico se presentan las variaciones de los cocientes entre el gasto público y el PIB en los años inicial y final, respectivamente, de cada período analizado.
- ^b Deuda pública y gasto público del gobierno central.
- ^c $\Delta(\text{Deuda}/Y)$: variación de la deuda pública en puntos del PIB.
- ^d $\Delta(\text{Gasto}/Y)$: variación del gasto público en puntos del PIB.

La respuesta de política fiscal en los países de la región tendió a modificarse entre la década de 1990 y la de 2000 (véase el gráfico IV.13). Si bien en la década de 1990 los países tendieron a adoptar posiciones contracíclicas en la primera fase recesiva (1999-2002), en la fase expansiva precedente (1991-1998) gran parte de ellos (cerca de la mitad) había adoptado políticas procíclicas. Por el contrario, en la década de 2000 los países de la región tendieron a adoptar, de manera prácticamente generalizada, posiciones contracíclicas —en sentido estricto o débil— tanto en la expansión (2003-2008) como en la contracción (2009). La fase expansiva (2003-2008) se caracterizó, en muchos casos, por aumentos, en general moderados, del gasto público y disminuciones bastante significativas de la deuda pública, mientras en la fase recesiva (2009) se registraron aumentos paralelos del gasto y la deuda pública¹⁸.

Gráfico IV.13
AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE: RESULTADO PRIMARIO Y CRECIMIENTO DEL PIB, 1991-2010
(En puntos porcentuales del PIB y porcentajes)



Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de cifras oficiales.

¹⁸ Una particularidad de la política fiscal reciente (2008-2010) es que el gasto, en la mayoría de los países, se financió en gran parte con recursos propios, por lo que los incrementos de la deuda pública bruta fueron pequeños.

En la implementación de una política fiscal contracíclica se enfrentan dos grandes desafíos. El primer desafío es conseguir el suficiente espacio fiscal para hacer frente al aumento del nivel del gasto necesario para impulsar la demanda agregada y el crecimiento de la economía en la fase contractiva del ciclo. Este mayor espacio fiscal puede generarse, en la época de auge, mediante un mayor ahorro público que permita administrar los impactos de choques adversos sin poner en juego la sostenibilidad financiera del Estado (véase el capítulo VI).

Un segundo desafío es que el mayor espacio fiscal debe complementarse con una mejora en la posición externa de la economía, que permita suplementar los recursos generados internamente con otros procedentes del exterior. Es decir, una política fiscal contracíclica debe estar apoyada también en una política monetaria y cambiaria conducente a contar con reservas internacionales que eviten el estrangulamiento externo y niveles de tipo de cambio real que prevengan la emergencia de un déficit externo no sostenible. En tal sentido, un factor relevante para explicar la capacidad de reacción en el período comprendido entre 2008 y 2009 fue la holgura externa que experimentó parte importante de la región en el período anterior a la crisis, ya sea por razones exógenas (mejora en los términos de intercambio, condiciones financieras internacionales favorables) o endógenas (una actitud alerta frente a los efectos negativos del exceso de endeudamiento externo en contextos de elevada liquidez internacional, políticas de desendeudamiento externo y de acumulación de reservas internacionales).

En otras palabras, el análisis del espacio fiscal debe considerar la dinámica del sector externo de la economía. Un mismo paquete de medidas contracíclico puede implicar diferentes trayectorias en materia de desequilibrio externo dependiendo del resultado de la cuenta corriente y las posibilidades de financiarlo. De allí la necesidad de realizar un análisis integrado de las restricciones externa y fiscal, sin perjuicio de la importancia que adquiere por sí mismo el manejo sustentable de las finanzas públicas.

Existen distintas medidas de espacio fiscal en la literatura. Unas ponen énfasis en la relación entre el margen de maniobra fiscal y el equilibrio financiero del sector público (Heller, 2005)¹⁹; otras hacen hincapié en la relación entre las políticas públicas y la capacidad de movilizar recursos desde el Estado para cumplir con determinados objetivos de desarrollo (Roy y Heuty, 2009). En las primeras, se privilegia el análisis de la sostenibilidad de la deuda pública, prestando especial atención a la eventual aparición de inconsistencias entre acervos y flujos; en las segundas, se pone en primer plano el problema de la disponibilidad de recursos del Estado, en general asociada a una carga tributaria insuficiente, aunque la falta de recursos para financiar las políticas públicas puede también estar asociada a inconsistencias entre acervos y flujos.

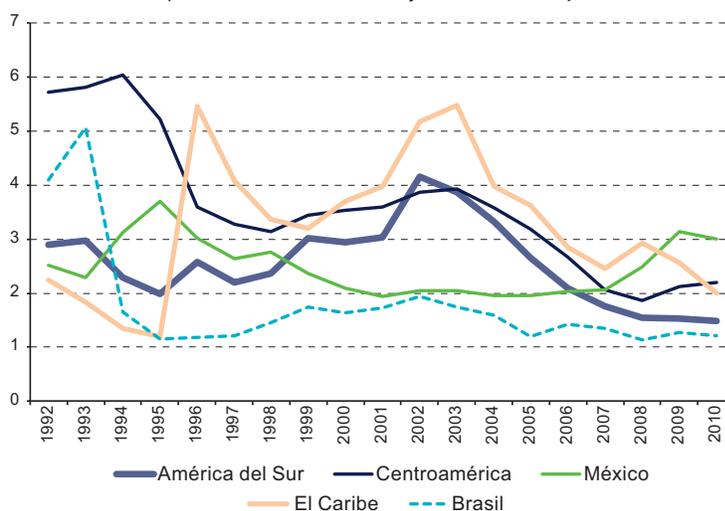
A continuación se realiza un ejercicio en que se busca integrar ambas visiones, enfatizando tanto el grado de endeudamiento del sector público como la recaudación impositiva como porcentaje del PIB. De acuerdo con Aizenman y Jinjarak (2011), se considera que el espacio fiscal se relaciona inversamente con el cociente entre el total de la deuda pública (D) y la recaudación tributaria (T)²⁰. Cuanto menor sea el cociente entre D y T, mayor será el espacio fiscal. En el

¹⁹ Para Heller (2005) esta noción alude a la capacidad presupuestaria de los gobiernos para asignar recursos a fines deseados sin poner en juego la sostenibilidad de su posición financiera ni la estabilidad de su economía (véase también Schick, 2009).

²⁰ Este cociente es un indicador de la cantidad de años (ejercicios fiscales) que serían necesarios en una economía para repagar el total de la deuda pública con la recaudación tributaria de un momento dado del tiempo, aunque no sea un objetivo de política. El indicador no supone que el gobierno tiene como objetivo pagar toda la deuda, sino que busca captar el margen existente para ampliar el gasto público sin presionar excesivamente las cuentas públicas.

gráfico IV.14 se muestra la evolución de este cociente (inversa del espacio fiscal) en las subregiones de América Latina y el Caribe²¹. En Centroamérica, hay una trayectoria de largo plazo favorable (es decir, el cociente decrece), a diferencia de lo que ocurre en México, donde, luego de un largo período de estabilidad del indicador, se observa un deterioro del espacio fiscal en el período reciente (el cociente aumenta). En América del Sur y el Caribe, el cociente ha tendido a aumentar en la década de 1990 y a disminuir en la de 2000, lo que significa que el espacio fiscal aumentó en esta última. En el conjunto de la región, la mejora antes de la crisis internacional de 2008-2009 permitió una mayor capacidad de reacción contracíclica.

Gráfico IV.14
AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE: COCIENTE ENTRE DEUDA PÚBLICA Y RECAUDACIÓN
TRIBUTARIA PROMEDIO, 1992-2010^a
(En número de años o ejercicios fiscales)



Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de cifras oficiales.

^a El cociente se relaciona inversamente con el espacio fiscal y es un indicador del número de años o ejercicios fiscales necesarios para pagar el total de la deuda pública con la recaudación de un momento dado. Se ha utilizado para la presión tributaria un promedio móvil de tres años.

Una forma alternativa de estimar el espacio fiscal se refiere a la consistencia requerida entre acervos y flujos para lograr un determinado objetivo de solvencia fiscal en el tiempo, a partir de las condiciones iniciales y la dinámica del crecimiento de cada país. Para ello, sobre la base del nivel de endeudamiento y de pagos de intereses, se calcula para cada año el balance primario requerido para estabilizar la razón entre deuda pública y PIB en un 40% en un lapso de diez años. Se supone que el PIB evoluciona según el crecimiento promedio de los diez años previos. Este indicador debe tomarse como una medida de solvencia fiscal, pero no como una guía para la acción contracíclica, pues hace abstracción de la interacción entre gasto público y crecimiento. Un aumento del superávit primario tendiente a mejorar la solvencia fiscal puede implicar una reducción del gasto público que induzca una desaceleración del crecimiento, o incluso una recesión, tornando más difícil alcanzar el cociente entre deuda y PIB buscado.

²¹ Para suavizar el impacto del ciclo al estimar dicho cociente, en el caso de la presión tributaria se utilizó un promedio móvil de tres años, tal como en Aizenman y Jinjark (2011).

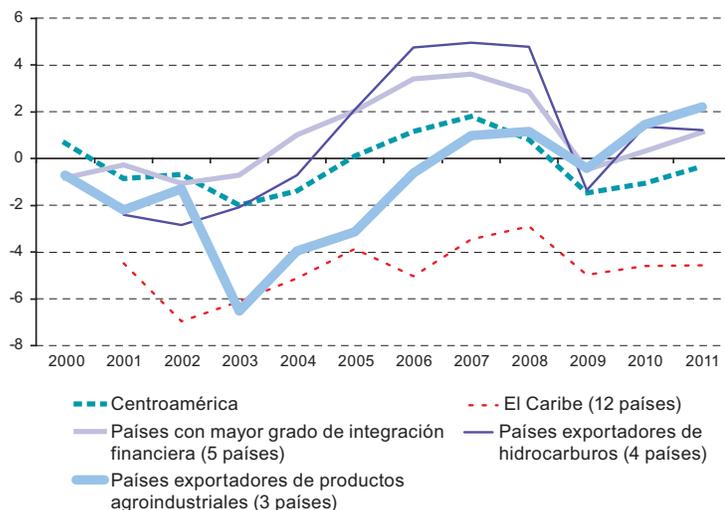
Para mostrar la evolución del espacio fiscal en la región, el balance requerido es contrastado con el balance primario efectivo. Si el balance requerido es superior al efectivo, el espacio fiscal es negativo. A la inversa, si el balance primario requerido es inferior al efectivo, podrá incrementarse el gasto (en los puntos porcentuales del PIB correspondientes a la diferencia) sin poner en peligro la sostenibilidad de las finanzas.

La evolución del espacio fiscal de las subregiones y países de la región (véanse el gráfico IV.15 y el cuadro IV.3, respectivamente) exhibe, a partir de 2003, una continua mejora, con la excepción de los países del Caribe, cuyo espacio se ha mantenido en un nivel negativo en forma sistemática debido a su mayor nivel de endeudamiento y a las dificultades que enfrentan en el campo fiscal por efecto de factores exógenos, como choques climáticos o precios externos. La evolución positiva de la región se explica tanto por el aumento de su crecimiento, como por las mejores condiciones externas y las políticas de desendeudamiento (incluida la Iniciativa en favor de los países pobres muy endeudados). Además, muestra el uso de la capacidad fiscal para hacer frente a la crisis, que se expresa en una reducción de la brecha entre el balance primario requerido y el efectivo. La gran mayoría de los países tendieron a recuperar el espacio fiscal después de la crisis, si bien con cierta mayor lentitud en el caso de Centroamérica.

La existencia de espacio fiscal no es suficiente para una política contracíclica. Más allá de la dinámica de sus indicadores, es necesario considerar su interacción con el sector externo. Desde este punto de vista, se observan entre los países de la región tendencias dispares de su capacidad para enfrentar choques y evitar que la disponibilidad de recursos externos se transforme en una traba para la acción contracíclica y el crecimiento.

Gráfico IV.15
AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE: EVOLUCIÓN DEL ESPACIO FISCAL POR AGRUPACIONES DE PAÍSES, 2000-2011

(Balance primario efectivo menos balance requerido, en porcentajes del PIB)



Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de cifras oficiales.

Nota: En el gráfico se establecen cinco agrupaciones de países, según criterios de estructura económica (comercial y financiera) y geográfica: los países con mayor grado de integración financiera (Brasil, Chile, Colombia, México y Perú), los exportadores de productos agroindustriales de América del Sur (Argentina, Paraguay y Uruguay), los exportadores de hidrocarburos (Bolivia (Estado Plurinacional de), Ecuador, Trinidad y Tabago y Venezuela (República Bolivariana de)), Centroamérica (Costa Rica, El Salvador, Guatemala, Haití, Honduras, Nicaragua, Panamá y República Dominicana, además de Cuba en caso de disponer de datos) y el Caribe, excluido Trinidad y Tabago (Barbados, Bahamas, Jamaica, Suriname, Guyana y miembros de la OECI).

Cuadro IV.3
AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE: EVOLUCIÓN DEL ESPACIO FISCAL, POR PAÍSES, 2000-2011
(Balance primario efectivo menos balance requerido, en porcentajes del PIB)

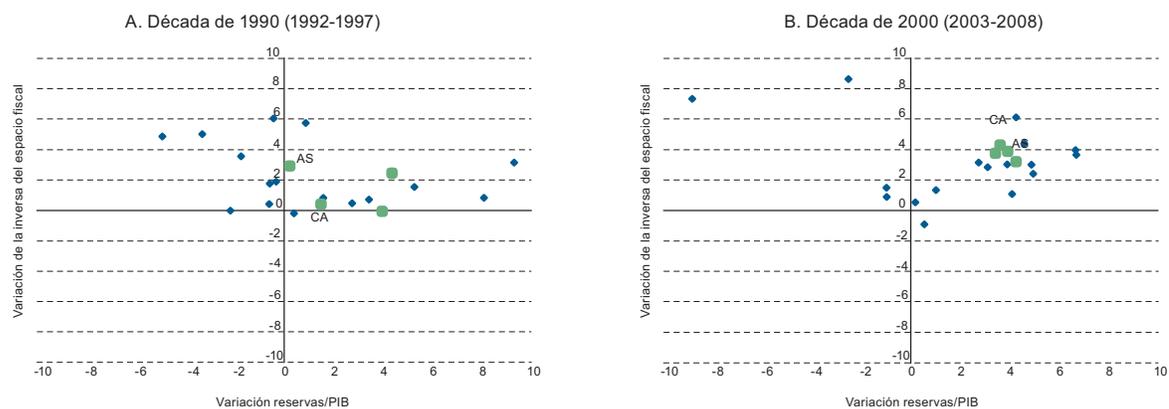
	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Argentina	-2	-5,7	-1,4	-11,2	-6,6	-7,3	-1,2	-0,7	-0,5	-2,1	0,4	1,2
Bolivia (Estado Plurinacional de)	-3,8	-7	-10	-9,1	-7,6	-3,9	3,1	2,2	4,5	1,7	3,2	2,5
Brasil	-2,5	-2,1	-3,3	-3,9	-1,9	-2,2	-2,1	-1,9	-0,9	-1,8	-1,1	-1
Chile	1,7	2,7	0,6	1,4	5,9	9,4	13,7	12,6	7,4	-0,3	3,8	3,8
Colombia	-1,8	-2,3	-2,7	-2	-1	0,1	-0,4	-0,2	1,1	-1,1	-1,7	-0,7
Costa Rica	7,1	0,5	-1,8	-0,6	-0,4	1,2	3,1	4,1	2,5	-2,2	-3,4	-3,4
Ecuador	-1	-1,7	0,1	1,5	2,5	1,6	4,7	4	2,5	-1,8	1,4	1,8
El Salvador	8,9	5,7	4,6	4,1	3,8	1,9	4,1	2,7	0,8	-4,9	-2,8	-2,2
Guatemala (GC)	0,6	0,5	1,5	0	1,4	0,7	0,5	1	0,9	-0,6	-1	-0,7
Haití (GC)	-2,1	-2,5	-3,4	-4,9	-4,3	-0,3	0,1	-0,9	-0,4	-1,2	0,2	3,6
Honduras (GC)	-5,4	-4,4	-3,8	-4,8	-3,2	-2,3	0	-0,7	0,5	-3,3	-2,2	-1,6
México (SP)	0,9	1,4	1	1,3	1,7	1,8	2,3	2,3	2,2	-0,4	-1,7	-1,3
Nicaragua	-9,4	-10,7	-5,5	-7,3	-6,8	-3,5	-1,4	0,7	0,6	0,1	0,3	0,3
Panamá	1,6	0,3	-2	-4,9	-4,9	-2,4	1,2	4,5	2,1	1,1	0,2	0,5
Paraguay	1,3	0,9	0,3	-1,7	-0,3	0,3	0,8	4,4	5,4	2,2	3,8	4,4
Perú	-2,5	-1,1	-0,9	-0,3	0,3	1	3,5	5,2	4,4	1,2	2,4	4,9
República Dominicana (GC)	3,9	4	4,9	2,4	3,3	5,6	1,8	3,2	-0,5	-0,7	0,1	1
Uruguay	-1,4	-1,8	-2,8	-6,7	-5	-2,4	-1,5	-0,8	-1,4	-1,4	0,2	1,1
Venezuela (República Bolivariana de) (GC)	-0,1	-2,8	-2,9	-4,5	-2,7	2,3	1,2	5,1	1,2	-2,5	-1,1	-1,3
Antigua y Barbuda (GC)		-13	-14,4	-10	-6,8	9,4	-9,4	-7	-6,4	-11,5	-4	-3,9
Bahamas (GC)		-0,5	-0,2	0,1	0,3	1	0,2	0,4	-1,5	-1,6	-2,6	-3,2
Barbados		-3,2	-5,8	-3,1	-2,3	-3,8	-2,1	-1,7	-5,2	-9,8	-10,2	-11,4
Belize (GC)		3,3	-7,5	-9,3	-8,1	-7,8	-3,2	-4,4	1,7	-2,5	-1,9	-2,5
Dominica (GC)		-10,4	-7,4	-6,9	-4,2	-3,8	-2,6	-3,8	-4,8	-3,5	0,5	-0,1
Granada (GC)		-5,1	-13,6	-4,3	-1,8	1,2	-5,5	-6,3	-5,6	-5,3	-3,7	-5
Guyana (GC)		-1,2	-7	-10,9	-9,6	-13,8	-13,2	-9,2	-5,2	-4,6	-4	-0,6
Jamaica (GC)		-10,3	-11,6	-10,7	-9,6	-8,5	-9,8	-8,1	-7,3	-9,3	-11,1	-10,3
Saint Kitts y Nevis (GF)		-9,6	-13	-7,9	-9,7	-7,2	-7,2	-6,6	-4,3	-3,8	-9,2	-10,6
San Vicente y las Granadinas (GC)		-1,4	-1	-1,7	-1,1	-3,3	-3,3	-2	0,3	-2,1	-3,8	-4,2
Santa Lucía (GC)		-2,5	-2,2	-7,1	-5,3	-7,3	-7	-2,7	-0,8	-2,8	-1,6	-1,5
Suriname (GC)		0	0	-1,6	-3,5	-2,5	2,5	9,9	4,5	-3	-3,3	-1,4
Trinidad y Tabago (GC)		1,9	1,5	3,8	4,9	8,3	10	8,6	10,9	-2,9	2	1,8
Promedio de la brecha en América Latina y el Caribe		-2,4	-3,4	-3,8	-2,6	-1,1	-0,5	0,4	0,3	-2,5	-1,6	-1,3
Promedio de la brecha en América Latina	-0,3	-1,4	-1,4	-2,7	-1,4	0,1	1,8	2,5	1,7	-0,9	0	0,7
Promedio de la brecha en el Caribe		-4	-6,3	-5,4	-4,4	-2,9	-3,9	-2,5	-1,8	-4,8	-4,1	-4,1
Máximo	8,9	5,7	4,9	4,1	5,9	9,4	13,7	12,6	10,9	2,2	3,8	4,9
Mínimo	-9,4	-13	-14,4	-11,2	-9,7	-13,8	-13,2	-9,2	-7,3	-11,5	-11,1	-11,4

Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de cifras oficiales.

Nota: GC: gobierno central; SP: sector público; GF: gobierno federal.

Para considerar conjuntamente los frentes externo y fiscal, se muestran a continuación las variaciones del cociente entre el total de la deuda pública (D) y la recaudación tributaria (T) (inversa del espacio fiscal) y de la razón entre reservas internacionales y PIB de los países de la región (véase el gráfico IV.16). Un aumento de la variable en el eje de las ordenadas supone una caída del espacio fiscal; un aumento del cociente entre reservas internacionales y PIB (en el eje de las abscisas) implica una disminución de la vulnerabilidad externa²². De esta manera, las situaciones de mayor vulnerabilidad se verán reflejadas en el cuadrante superior izquierdo, donde se reduce el espacio fiscal y cae la posición de reservas, en tanto que las de menor vulnerabilidad se ubicarán en el cuadrante inferior derecho, en que se amplía el espacio fiscal y mejora la posición de reservas internacionales. Así, al comparar la posición de los países en las fases ascendentes del ciclo de las décadas de 1990 (1992-1997) y 2000 (2003-2008), se observa que la mayoría de ellos se mueven en la dirección del cuadrante virtuoso. Los países de América del Sur exhiben el mejor desempeño relativo, como resultado del auge en los precios internacionales de productos básicos.

Gráfico IV.16
AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE: INVERSA DEL ESPACIO FISCAL Y SECTOR EXTERNO SEGÚN PAÍSES,
DÉCADAS DE 1990 Y DE 2000^a
(En puntos porcentuales)



Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL).

^a AS: América del Sur; CA: Centroamérica.

²² El indicador de vulnerabilidad externa debe interpretarse con cautela y es usado a los efectos de ilustrar variaciones en la posición externa de los países. En rigor, la sostenibilidad externa depende de un conjunto amplio de variables que no pueden representarse en un único gráfico: la posición deudora/acreadora externa del Estado, el nivel de deuda externa y las tasas de interés aplicadas según su composición, la posición estructural de la cuenta corriente (es decir, midiendo las exportaciones e importaciones a precios de tendencia, así como otros componentes, como las remesas) y la facilidad de acceso a los mercados de financiamiento (calificación y nivel de riesgo soberano).

La evolución de las reservas internacionales se asocia al comportamiento de los componentes de la balanza de pagos. Entre 2003 y 2008, los países exportadores netos de productos básicos exhibieron saldos de cuenta corriente con superávits, a los que se agregaron fuertes ingresos de capitales. Los países centroamericanos tienen una mayor vulnerabilidad externa y mostraron una mejora transitoria en 2008 como resultado de la fuerte disminución del valor de sus importaciones. Los países del Caribe, exceptuando a Trinidad y Tabago, presentan sostenidos déficits en sus cuentas corrientes, que se agravaron en 2008 por la fuerte caída de la demanda externa debido a la crisis global. En estos dos grupos, con ciertas excepciones, especialmente en países con fuerte inversión extranjera directa, las holguras externas son limitadas. Asimismo, la Iniciativa en favor de los países pobres muy endeudados ha aliviado las obligaciones de pagos de deuda externa de dos países de Centroamérica. El Caribe, por su parte, no se ha visto beneficiado por las tendencias del financiamiento externo que favorecieron a las otras subregiones, y ha debido enfrentar alzas de precios de importaciones y reducciones de la demanda de países desarrollados por sus exportaciones (en especial, servicios de turismo), a lo cual se sumaron las consecuencias de choques climáticos.

Es importante evitar situaciones de vulnerabilidad externa que obstaculicen la implementación de políticas fiscales contracíclicas. En tal sentido, desde una perspectiva que contempla el predominio de la balanza de pagos en la dinámica de corto plazo, la posición externa de una economía puede resultar tan importante como la del sector público. En este plano, además de la política fiscal, las políticas monetaria y cambiaria cumplen un papel fundamental debido a su incidencia en el sector externo. La dinámica de los términos de intercambio no siempre contribuirá a fortalecer los frentes externo y fiscal simultáneamente moviendo a las economías hacia el cuadrante virtuoso.

En resumen, en el campo fiscal se han hecho avances importantes, que deben ser profundizados, tanto en términos de la fiscalidad para la igualdad, como en términos de creación de espacio fiscal y de su vínculo más efectivo con la calidad de la inversión y su papel en el cambio estructural.

La mejora del espacio fiscal para desarrollar políticas contracíclicas requiere la aplicación de medidas que permitan aumentar de manera sistemática el ahorro de recursos en las épocas de auge. En el capítulo VI se discutirán los distintos instrumentos de política a los que se puede recurrir para tal efecto, como los fondos de estabilización para acumular los ingresos transitorios derivados de cambios favorables en los términos de intercambio, las reglas fiscales estructurales y los distintos tipos de estabilizadores automáticos.

B. Política monetaria, tipo de cambio e inflación

1. Inflación, política monetaria y el tipo de cambio como ancla nominal en los años noventa

La política monetaria tiene un papel importante en la búsqueda de la estabilidad y el crecimiento, actuando de forma coordinada con la política fiscal. En un grupo importante de países de la región, el desafío en los años noventa fue reducir los muy altos niveles de inflación heredados de la década perdida de los años ochenta. En efecto, luego de experimentar tasas de inflación elevadas durante los años setenta, ochenta e inicios de los años noventa, incluidos varios episodios de hiperinflación,

durante la segunda mitad de esa última década los países de América Latina y el Caribe lograron bajar el ritmo de incremento de los precios. Aún en la primera mitad de los años noventa hubo tasas de inflación bastante elevadas (véase el cuadro IV.4); entre 1991 y 1994 en algunos de los países de la región se registraron tasas de inflación de tres dígitos (Argentina, Perú, Suriname y Uruguay) y cuatro dígitos (Brasil y Nicaragua). Posteriormente, hacia fines de ese decenio, las tasas de inflación tendieron a converger a un dígito en casi toda la región, con pocas excepciones.

Cuadro IV.4
AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE: INFLACIÓN ANUAL, 1991-2000
(En porcentajes)

	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
América del Sur ^a	129,7	127,4	218,6	229,9	25,8	23,1	15,3	13,7	11,2	15,3
Argentina	171,7	24,9	10,6	4,2	3,4	0,2	0,5	0,9	-1,2	-0,9
Bolivia (Estado Plurinacional de)	21,4	12,1	8,5	7,9	10,2	12,4	4,9	7,7	2,2	4,4
Brasil	432,8	951,6	1 928,0	2 075,9	66,0	15,8	6,9	3,2	4,9	7,0
Chile	21,8	15,4	12,7	11,4	8,2	7,4	6,1	5,1	3,3	3,8
Colombia	30,4	27,0	22,4	22,8	20,9	20,8	18,5	18,7	10,9	9,2
Ecuador	48,7	54,6	45,0	27,3	22,9	24,4	30,7	36,1	52,2	96,1
Paraguay	24,2	15,2	18,2	20,6	13,4	9,8	7,0	11,6	6,7	9,0
Perú	409,5	73,5	48,6	23,7	11,1	11,5	8,5	7,3	3,5	3,8
Uruguay	102,0	68,5	54,1	44,7	42,2	28,3	19,8	10,8	5,7	4,8
Venezuela (República Bolivariana de)	34,2	31,4	38,1	60,8	59,9	99,9	50,1	35,7	23,6	16,2
Centroamérica y México ^a	349,3	13,0	13,9	12,9	17,3	14,8	11,4	8,8	8,0	7,5
Costa Rica	28,7	21,8	9,8	13,5	23,2	17,5	13,3	11,7	10,0	11,0
Cuba	...	...	...	...	...	...	...	...	...	0,3
El Salvador	14,4	11,2	18,5	7,2	9,7	9,8	4,5	2,5	0,5	2,3
Guatemala	35,1	10,2	13,4	12,5	8,4	11,1	9,2	6,6	5,2	6,0
Haití	15,2	19,3	36,5	37,3	25,1	18,3	16,4	10,6	8,7	13,7
Honduras	34,0	8,8	10,7	21,7	29,5	23,8	20,2	13,7	11,6	11,1
México	22,7	15,5	9,8	7,0	35,0	34,4	20,6	15,9	16,6	9,5
Nicaragua	2 945,0	23,7	20,4	7,8	10,9	11,6	9,2	13,0	11,2	11,5
Panamá	1,2	1,8	0,4	1,3	1,0	1,3	1,2	0,6	1,3	1,4
República Dominicana	47,1	4,3	5,2	8,3	12,5	5,4	8,3	4,8	6,5	7,8
El Caribe ^a	16,7	24,0	30,2	69,5	45,1	5,8	4,8	5,6	19,7	13,8
Bahamas	7,3	5,7	2,8	1,3	2,1	1,4	0,5	-0,6	3,2	1,6
Barbados	6,2	6,1	1,1	0,7	1,9	2,4	7,7	-1,2	1,5	2,4
Jamaica	51,1	77,3	22,1	35,1	19,9	26,4	9,7	8,6	6,0	2,7
Santa Lucía	5,7	5,1	1,0	2,5	5,7	1,8	0,2	2,2	5,3	1,9
Suriname	26,0	43,6	143,5	368,5	235,5	-0,7	7,1	19,0	98,8	70,9
Trinidad y Tabago	3,9	6,4	10,8	8,8	5,3	3,3	3,6	5,6	3,4	3,6

Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL).

^a Corresponde al promedio simple de los países.

En muchos casos la estabilización de precios se logró mediante la instrumentación de programas monetarios que establecieron el tipo de cambio como ancla nominal, no solo en las economías más pequeñas de Centroamérica y el Caribe —donde aún tiene cierta preponderancia este tipo de régimen

monetario— sino también en algunas de las economías de mayor tamaño de América del Sur²³. Estos programas se implementaron en general junto con políticas de apertura comercial y financiera, y de desregulación de los mercados internos, incluidos el financiero y el laboral.

La combinación de programas de estabilización basados en el tipo de cambio como ancla nominal y reformas de mercado, particularmente apertura comercial, dio lugar a un fuerte alineamiento de los precios de los bienes y servicios transables con los precios externos, que coadyuvó al logro de la estabilización, pero condujo a procesos de apreciación del tipo de cambio significativos, especialmente en la Argentina y el Brasil. Ello aceleró en algunos casos el proceso de especialización de la producción y la exportación de recursos naturales que se derivaba de las reformas económicas que se consolidaron en los años noventa. Estas reformas no solo implicaban la reducción de la protección arancelaria y de otros instrumentos de política comercial, sino también el desmantelamiento de los instrumentos de política industrial (véase el capítulo VI)²⁴.

Durante los años noventa el aumento del desempleo ocasionado por el retroceso de los sectores transables —fenómeno que nuevamente afectó en especial a algunos países de América del Sur— contribuyó a la caída de la participación del trabajo asalariado en el ingreso (véase el capítulo V)²⁵. Este retroceso se produjo en el marco de las políticas de flexibilización laboral y fue allanado por ellas²⁶. La influencia de la incorporación de la fuerza laboral del continente asiático (fundamentalmente de China y en menor medida de la India) en la dinámica de los costos laborales a escala mundial, así como su creciente gravitación en los mercados internacionales de productos manufacturados, tendió a reforzar esa tendencia (Epstein y Yeldan, 2009). Este fenómeno tuvo efectos particularmente en Centroamérica y México, dada su orientación hacia la exportación de manufacturas intensivas en el uso de mano de obra —en competencia directa con la producción asiática— pero también incidió en los sectores manufactureros intensivos en mano de obra de los países más industrializados de América del Sur. A la tendencia a la apreciación cambiaria y a la reducción de la participación asalariada en el ingreso debe añadirse, en la primera parte de la década de 1990, la baja de los precios internacionales de los hidrocarburos y otras materias primas y el desmantelamiento de los procesos de indexación de precios que existían en algunos países.

La reducción del promedio regional de las tasas de inflación también refleja la disminución importante de dichas tasas en países donde se habían producido recientes inflaciones de tres y cuatro dígitos (Argentina, Brasil, Nicaragua, Suriname, Perú y Uruguay). A partir de 1995 en ningún país de la región se registró una tasa de tres dígitos y varios países presentaron ya tasas de inflación de un dígito. De este modo, en 2000 la tasa de inflación media de la región (promedio simple) fue del 12%.

²³ En los regímenes de paridad fija se adoptó la forma de paridad “dura” (caja de conversión, dolarización y tipo de cambio fijo) y de paridad “blanda” (paridades móviles y bandas móviles).

²⁴ Los procesos de apertura comercial, que redundaron en rebajas importantes de aranceles, contribuyeron a elevar la participación de las importaciones más baratas en el consumo y a contener la inflación (Sáinz y Manuelito, 2006).

²⁵ El mismo fenómeno se advierte en los países centrales durante la llamada era de la “gran moderación”, que se refiere al período de baja inflación y reducida volatilidad observada en los países industrializados entre 1987 y 2007. En ese período en todos los países centrales, con independencia de su situación política y del régimen macroeconómico vigente, se produjo una caída importante de la participación asalariada en el ingreso nacional (Wittwer, 2009; Torres, 2011; Keen, 2011).

²⁶ En algunas situaciones particulares el descenso de la participación asalariada en el ingreso fue ampliado por la disminución del Estado (véase Novick y otros, 2007).

Estos factores —la apertura comercial y la sustitución de oferta nacional por oferta importada, la apreciación de las monedas locales y la caída de los precios internacionales de los hidrocarburos y los metales y minerales— contribuyeron a reducir las presiones inflacionarias por el lado de la oferta, al disminuir los costos laborales y de los insumos y bienes finales transables.

Ello permite comprender el hecho de que el proceso de estabilización se haya producido, *contrario sensu*, en un período de relativa prosperidad económica como el que se produjo en gran parte de la región entre 1990 y la crisis asiática de 1997, al margen de la crisis mexicana de 1994. Aunque la reducción de la inflación fue un fenómeno global, la obtención de superávits primarios fue un logro mayor de las finanzas públicas en la región, que tuvo efectos sobre la dinámica de la demanda agregada y las expectativas inflacionarias (Rogoff, 2006).

Además de su impacto por el lado real, los procesos de apreciación cambiaria asociados al tipo de programa de estabilización que proliferó en la década de 1990 propiciaron profundas crisis de balanza de pagos de las mayores economías de la región (México en 1994, Brasil en 1999 y Argentina en 2001)²⁷. La repercusión negativa de estas crisis en los sistemas financieros y las finanzas públicas de los países involucrados, incluidos los serios daños colaterales que padecieron gran parte de los restantes países de la región²⁸, tendió a socavar la legitimidad de los programas de estabilización basados en “anclas cambiarias”.

Luego de la crisis financiera que se produjo en los países de Asia del este en 1997, cuando aún restaba por manifestarse el mismo tipo de proceso en países de la región —el Brasil y la Argentina—, los programas macroeconómicos basados en el tipo de cambio nominal ya habían comenzado a perder aceptación dentro del enfoque convencional, más allá de su reconocida efectividad para reducir o contener la inflación. En tal sentido, la necesidad de contar con un mayor grado de flexibilidad cambiaria constituyó una de las enseñanzas de la década de 1990, aunque en la región ya se contaba con los elementos de juicio para arribar a ese tipo de conclusión²⁹. Las reformas tendientes a profundizar la apertura financiera internacional no fueron, sin embargo, puestas en tela de juicio de la misma manera, a pesar de que resultaron decisivas en la configuración de la dinámica desestabilizadora que antecedió a las crisis mencionadas. Si bien algunos países continuaron con la apertura financiera, otros tomaron medidas para restringir los flujos transfronterizos de capital (Calderón y otros, 2011).

Aunque muchas de las economías más pequeñas y abiertas de la región en Centroamérica y el Caribe han conservado sus regímenes de paridad cambiaria fija o similar, en varias de las economías de América del Sur y en México los programas de estabilización basados en el tipo de cambio tendieron a ser reemplazados por regímenes monetarios más flexibles desde el punto de vista cambiario, como los de metas de inflación instaurados en el Brasil, Chile, Colombia, México y el Perú entre fines de la década de 1990 y comienzos de la de 2000 (Frenkel y Rapetti, 2011)³⁰.

²⁷ Crisis similares, de hecho, ya habían ocurrido en la región con las experiencias pioneras del Cono Sur de finales de la década de los setenta, en que los programas de estabilización basados en el tipo de cambio también se instrumentaron simultáneamente con políticas de desregulación financiera, liberalización del flujo internacional de capitales y apertura comercial indiscriminada.

²⁸ Tal es el caso, por ejemplo, del Uruguay, que en el lapso de pocos años afrontó los efectos colaterales de las crisis del Brasil (1999) y la Argentina (2001).

²⁹ En ese sentido véase el clásico artículo de Díaz-Alejandro (1985).

³⁰ Guatemala también se rige por un esquema de metas de inflación, en tanto que el Uruguay, con sus particularidades, también suele considerarse como un régimen de metas de inflación.

2. Hacia una mayor flexibilidad cambiaria

Desde finales de los años noventa, ha ganado aceptación internacional la adopción de regímenes de metas de inflación (Blanchard, 2008), que se caracterizan por el anuncio oficial de una meta inflacionaria para uno o más períodos consecutivos, con el reconocimiento explícito de que una tasa de inflación baja y estable es el objetivo primordial de la política monetaria (Bernanke y Mishkin, 1997).

En este tipo de esquema, la principal herramienta para la estabilización de la inflación es la tasa de interés nominal de corto plazo. Mediante esta tasa se procura incidir en la estructura de tasas de interés según plazo y, por ese medio, en las decisiones de cartera de los agentes económicos y en los distintos componentes de la demanda agregada a fin de sostener la actividad y el empleo en un nivel que mantenga las expectativas de inflación alineadas con la meta oficial³¹. Idealmente, los regímenes de metas de inflación suponen esquemas cambiarios de flotación libre aunque, como se aprecia más adelante, en la práctica tienden a preponderar situaciones intermedias o de “flotación administrada”.

En el marco de un régimen de metas de inflación, la meta oficial constituye el ancla nominal de la economía; es por eso que, en este tipo de esquema, la credibilidad de la autoridad monetaria asume una importancia crucial. Un supuesto básico es que un banco central creíble coadyuva a que la meta oficial de inflación sea internalizada por los agentes económicos en el proceso de formación de expectativas y toma de decisiones de consumo, inversión y de cartera. Ello explica, a su vez, la importancia que se asigna a la independencia o autonomía operacional de los bancos centrales en este tipo de regímenes monetarios³². Desde esta perspectiva, otros dos conceptos importantes son los de predictibilidad y reputación del banco central³³.

En este tipo de esquema, en que la credibilidad del banco central resulta determinante para la efectividad de la política monetaria, la búsqueda y consolidación de la reputación puede devenir en uno de los objetivos intermedios de la autoridad monetaria. Sin embargo, existe el riesgo de que este objetivo intermedio se convierta en objetivo final. Así, por ejemplo, el afán por fortalecer su reputación puede llevar a las autoridades monetarias a sobrerreaccionar ante un choque de oferta transitorio como, por ejemplo, un incremento temporal de los precios internacionales de los productos básicos. Esto resulta en particular relevante en una región como América Latina y el Caribe, que es relativamente más susceptible a choques de oferta que a perturbaciones de demanda (Arestis, De Paula y Ferrari-Filho, 2008). En tales casos, suele recomendarse la introducción de metas de inflación más flexibles, que pueden asumir la forma de

³¹ Desde el punto de vista de la administración de la demanda agregada a lo largo del ciclo, la política fiscal tiende a cumplir un papel subsidiario en los regímenes de metas de inflación, virtualmente confinada a la acción contracíclica de los estabilizadores automáticos. Para evitar situaciones de “dominancia fiscal”, bajo este tipo de régimen macroeconómico se procura reducir a un mínimo el activismo o discrecionalidad fiscal, excepto ante situaciones de crisis macroeconómicas generalizadas (Arestis, 2009).

³² Cuando un banco central es independiente, decide la meta de inflación y cómo lograrla. Por su parte, en casos de autonomía operacional, la meta de inflación es fijada por el gobierno y el banco opera instrumentos para alcanzarla. Una reconstrucción histórica de la noción de independencia de los bancos centrales puede encontrarse en Bibow (2010).

³³ El concepto de predictibilidad remite a la necesidad de que las instituciones tengan objetivos claros, como una política monetaria creíble, que genere los efectos esperados por los agentes. La reputación se funda en la transparencia de las preferencias de la entidad frente al público y en el hecho de que ellas sean estables (Drazen, 2000).

una extensión de los rangos o plazos de convergencia hacia la meta, o bien de cambios de la propia meta con el compromiso de mantener la meta de largo plazo³⁴.

En este marco, y dadas las dificultades que pueden existir para situar la inflación observada en línea con el punto medio del rango oficial, pueden revelarse espontáneamente funciones de reacción “asimétricas” por parte de las autoridades monetarias, con una mayor tolerancia por los defectos que por los excesos respecto del valor medio establecido para el objetivo inflacionario (Carlin y Soskice, 2006). Esta asimetría adquiere particular interés en la región en relación con la evolución del tipo de cambio nominal. Considerando la primacía del objetivo antiinflacionario por sobre otros objetivos, la autoridad monetaria tiende a frenar más las depreciaciones que las apreciaciones cambiarias, debido al efecto inflacionario de las primeras y desinflacionario de las segundas (Barbosa-Filho, 2008; Ocampo, 2011; Ros, 2012).

Sin perjuicio de lo anterior, en los últimos años se advierte una preocupación creciente de los bancos centrales frente a los procesos de apreciación cambiaria (Levy-Yeyati y Sturzenegger, 2007)³⁵. A diferencia de lo que se ha planteado convencionalmente en relación con la necesidad de contar con un régimen de “flotación pura”, la realidad muestra que, aun en el marco de los regímenes de metas de inflación, se acepta la posibilidad de intervenir en el mercado cambiario en determinadas circunstancias, por ejemplo, en situaciones de fuerte volatilidad en ese mercado que puedan afectar la dinámica de formación de precios o la estabilidad financiera³⁶.

En la región, los bancos centrales ejercen distintos grados de intervención en el mercado de cambios, incluidos los que operan en el marco de regímenes de metas de inflación (Brasil, Chile, Colombia, México, Guatemala, Perú y Uruguay), como se muestra a continuación (véase el gráfico IV.17, donde esos países se señalan con un cuadrado). En el eje de las ordenadas se muestra la volatilidad de las reservas internacionales y en el de las abscisas, la volatilidad del tipo de cambio nominal. En esta representación, se espera que los regímenes de flotación libre reflejen una elevada volatilidad cambiaria y una reducida volatilidad en la evolución de las reservas internacionales. En el otro extremo, se espera que los regímenes de tipo de cambio fijo reflejen una elevada volatilidad de las reservas y nula volatilidad cambiaria. Por último, los regímenes intermedios deberían tender a reflejar una volatilidad cambiaria menor que los regímenes de flotación libre, pero mayor que los regímenes de tipo de cambio fijo, y una volatilidad de las reservas menor que los regímenes de tipo de cambio fijo, pero mayor que los regímenes de flotación libre³⁷.

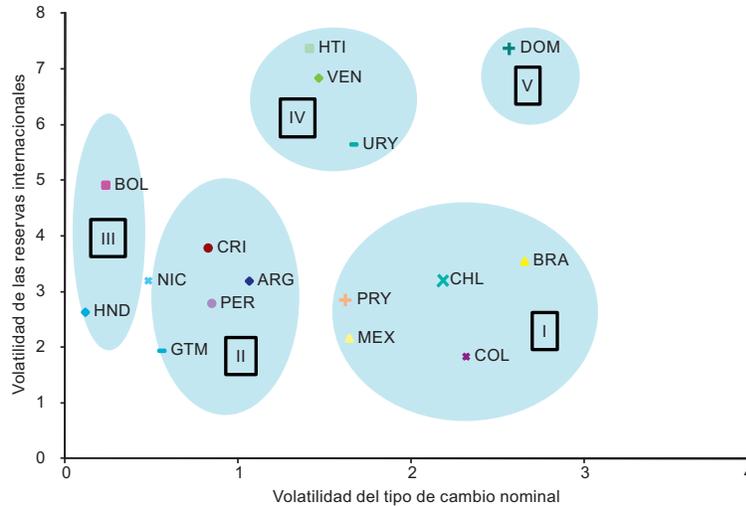
³⁴ En tal sentido, existe la posibilidad de adoptar cláusulas de escape ante choques significativos, como es el caso en el Brasil, Nueva Zelanda y el Reino Unido.

³⁵ Estos autores se refieren al “miedo a la apreciación” en contraposición al más usual “miedo a flotar”, popularizado por Calvo y Reinhart (2000).

³⁶ Las intervenciones compradoras por parte del banco central han sido habituales en momentos de fuertes ingresos de fondos del exterior (como se observó en los períodos anterior y posterior a la crisis internacional de los años 2008 y 2009), para evitar excesivas apreciaciones cambiarias (un motivo neomercantilista, siguiendo la expresión de Levy-Yeyati y Sturzenegger, 2007), o para acumular mayores montos de reservas internacionales con fines de autoaseguramiento (un motivo de precaución), aunque no apuntaron a impedir la apreciación cambiaria (véase Pérez Caldentey, 2009).

³⁷ Dependiendo del período considerado, una excesiva volatilidad de ambas variables puede reflejar una situación de crisis, con caída precipitada de reservas y posterior devaluación.

Gráfico IV.17
AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE (16 PAÍSES): GRADOS DE INTERVENCIÓN EN EL MERCADO DE CAMBIOS, 2003-2011^a
(En porcentajes)



Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL).

^a Se muestran con un cuadrado los países cuyos bancos centrales operan en el marco de regímenes de metas de inflación.

No en todos los países con regímenes de metas de inflación se observan las características previstas. El Brasil, Chile, Colombia y México tienden a ubicarse en la situación esperada (zona I en el gráfico), aunque con una menor volatilidad cambiaria que la que se derivaría de un régimen de flotación totalmente libre. Las posiciones del Perú y Guatemala (zona II), por ejemplo, no difieren tanto de la de Argentina (zona II), que en el período considerado ha seguido una estrategia deliberada de sostenimiento del tipo de cambio, ni se distinguen tan claramente de los casos de Costa Rica (zona II) y Honduras (zona III), que se rigen por esquemas de tipo de cambio deslizando o cercano a fijo.

Así, en la práctica tienden a primar las situaciones intermedias. Cabe no obstante advertir que las autoridades monetarias enfatizan que su intervención en los mercados de divisas se realiza como una respuesta ante la emergencia de choques de carácter transitorio, y que no pretenden inducir una paridad predeterminada —informada, por ejemplo, por criterios de política industrial— que pudiera resultar inconsistente con los atributos fundamentales de la economía. Sin embargo, la fuerte tendencia a acumular reservas internacionales —por motivos precautorios o para frenar la apreciación cambiaria— sugiere que la banca central reconoce, cada vez más, que la apreciación del tipo de cambio puede tener costos significativos en el mediano o largo plazo.

En economías pequeñas y abiertas y con bajos niveles de intermediación financiera —como es el caso de la mayoría de los países de América Latina y el Caribe— el canal cambiario tiende a prevalecer como la principal correa de transmisión de los impulsos monetarios a los precios, en contraposición con el canal de crédito³⁸. La evidencia indica que en la región existe una baja elasticidad de la demanda agregada con respecto a la tasa de interés (Barbosa-Filho, 2008; Frenkel,

³⁸ También en algunos países desarrollados y en transición la discusión sobre la relación entre el tipo de cambio y las metas de inflación resulta de suma relevancia. Véase al respecto Bernanke y Woodford (2004).

2008; Galindo y Ros, 2008). En regímenes de tipo de cambio flexible y apertura irrestricta de la cuenta financiera, el alza (disminución) de la tasa de interés interna atrae (expulsa) capitales del (al) exterior, tendiendo a apreciar (depreciar) el valor de la moneda local. Ello repercute directamente sobre el precio interno de los bienes transables y, en consecuencia, sobre la inflación. También, de forma menos inmediata, afecta la evolución del crédito, cuyo ritmo de expansión puede incluso acelerarse en caso de producirse un “efecto riqueza” del lado de la demanda de financiamiento como corolario del proceso de apreciación cambiaria (Stiglitz y otros, 2006; Ocampo, 2011). De esta manera, en países con bajos niveles de profundización financiera, una política monetaria contractiva tiende a reducir la tasa de inflación primordialmente a través del canal cambiario, y en menor medida a través del canal de crédito³⁹.

Precisamente debido a esta mayor eficacia del canal cambiario, las autoridades suelen reaccionar rápidamente ante la mínima posibilidad de aumento, es decir, devaluación, del tipo de cambio nominal —incrementando la tasa de referencia, interviniendo directamente en el mercado cambiario o aplicando alguna combinación de ambas medidas— a fin de evitar su traspaso a precios, y no tanto ante su disminución, es decir, apreciación. De allí se deriva, en la práctica, cierta asimetría en la gestión cambiaria de los bancos centrales en países en desarrollo o con bajo grado de profundización financiera. Esta asimetría se encuentra inscrita en el propio esquema de incentivos que subyace a los regímenes de metas de inflación. Tal sesgo puede ser problemático, ya que perjudica la producción de transables y puede comprometer la diversificación productiva (como se ha estudiado en el capítulo I)⁴⁰.

La discusión anterior sobre el papel central del canal cambiario tiene importantes repercusiones para la estructura productiva. Si el efecto de la política macroeconómica sobre los macroprecios es muy fuerte, tendrá un impacto sobre las rentabilidades relativas (y la dirección de la inversión) que será difícil de revertir por la política industrial. Este efecto será aún más dominante cuando dicha política esté ausente o sea muy débil, como ocurre en la mayor parte de los países de América Latina y el Caribe

3. Política monetaria y tipo de cambio en el contexto del auge de los productos básicos

Durante la década de 2000, los países de América Latina y el Caribe tuvieron que enfrentar el desafío del control de la inflación en un contexto de crecientes precios internacionales de productos básicos y gran liquidez externa. No obstante, las tasas de inflación en la región se mantuvieron relativamente bajas, situándose entre el 6% y el 10%, excepto en 2009, cuando se redujeron al 4,5%. En varios de los países que siguen metas de inflación, en un número significativo de años, los resultados obtenidos se situaron muy cerca del tope superior de las

³⁹ Ello no implica que el canal de crédito no resulte operativo en los países de la región, sino que es menos relevante que en las economías avanzadas, en que el sistema financiero se encuentra mucho más desarrollado. Esta menor relevancia no solo se relaciona con el menor grado de desarrollo y profundidad que, en general, caracteriza a los sistemas financieros de la región, sino también con los efectos contrapuestos derivados de las decisiones de política monetaria. Dada la incidencia de las variaciones de la tasa de política sobre el tipo de cambio, y de este sobre la percepción de los agentes acerca de la evolución de su propia situación patrimonial (efectos riqueza), el impacto contractivo (expansivo) de los aumentos (disminuciones) en la tasa de interés puede verse compensado por los efectos riqueza positivos (negativos). En el capítulo VI se discuten las implicancias macroeconómicas de los distintos grados de apertura financiera que evidencian los países de la región.

⁴⁰ Véase Abeles y Borzel (2010).

bandas establecidas, sobrepasándolas en varios años (véase el cuadro IV.5). Ello se produjo en el marco de una tendencia bastante generalizada a la apreciación cambiaria, inducida por el contexto financiero internacional y por las propias respuestas de política de los países de la región.

Cuadro IV.5
AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE: INFLACIÓN ANUAL, 2001-2011
(En porcentajes)

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
América del Sur ^a	8,3	10,4	11,6	6,4	6,1	6,2	7,0	10,8	6,7	6,7	7,8
Argentina	-1,1	25,9	13,4	4,4	9,6	10,9	8,8	8,6	6,3	10,5	9,0
Bolivia (Estado Plurinacional de)	1,6	0,9	3,3	4,4	5,4	4,3	8,7	14,0	3,3	2,5	9,5
Brasil	6,8	8,5	14,7	6,6	6,9	4,2	3,6	5,7	4,9	5,0	6,2
Chile	3,6	2,5	2,8	1,1	3,1	3,4	4,4	8,7	1,5	1,5	3,0
Colombia	8,0	6,3	7,1	5,9	5,1	4,3	5,5	7,0	4,2	2,3	3,2
Ecuador	37,7	12,5	7,9	2,8	2,1	3,3	2,3	8,4	5,2	3,6	4,0
Paraguay	7,3	10,5	14,2	4,3	6,8	9,6	8,1	10,1	2,6	4,8	8,1
Perú	2,0	0,2	2,3	3,7	1,6	2,0	1,8	5,8	2,9	1,5	3,3
Uruguay	4,4	14,0	19,4	9,2	4,7	6,4	8,1	7,9	7,1	6,7	7,5
Venezuela (República Bolivariana de)	12,5	22,4	31,1	21,7	16,0	13,7	18,7	31,4	28,6	29,1	24,5
Centroamérica y México ^a	8,1	4,7	10,5	11,9	7,3	7,0	6,8	10,5	2,7	4,2	5,5
Costa Rica	11,3	9,2	9,4	12,3	13,8	11,5	9,4	13,4	7,8	5,7	4,7
Cuba	12,0	-5,2	2,0	-2,2	2,8	5,1	7,1	1,6	-1,2	1,3	0,9
El Salvador	3,8	1,9	2,1	4,4	4,7	4,0	4,6	7,3	0,5	0,9	4,9
Guatemala	7,3	8,1	5,6	7,6	9,1	6,6	6,8	11,4	1,9	3,9	5,8
Haití	14,2	9,9	39,3	22,8	15,1	13,2	8,5	15,5	0,0	5,7	7,9
Honduras	9,7	7,7	7,7	8,1	8,8	5,6	6,9	11,4	5,5	4,7	6,6
México	6,4	5,0	4,5	4,7	4,0	3,6	4,0	5,1	5,3	4,2	3,0
Nicaragua	7,4	4,0	5,1	8,4	9,4	10,0	10,7	19,6	3,0	5,9	7,7
Panamá	0,3	1,1	1,4	1,6	0,9	2,5	4,2	8,8	2,4	3,5	5,4
República Dominicana	8,8	5,2	27,5	51,5	4,2	7,6	6,1	10,6	1,4	6,3	8,0
El Caribe ^a	11,2	4,8	7,1	5,2	7,4	7,4	4,9	11,1	3,8	6,4	6,1
Bahamas	2,1	2,1	3,0	1,2	1,8	1,9	2,5	4,4	1,3	1,8	1,0
Barbados	2,8	0,2	1,6	1,1	6,4	7,3	4,0	8,1	3,6	5,8	7,9
Jamaica	12,7	7,1	10,3	13,6	15,3	8,6	6,2	21,8	9,4	13,1	6,9
Santa Lucía	5,3	-0,3	1,0	1,5	3,9	6,9	2,2	5,9	1,5	1,9	-0,3
Suriname	38,6	15,5	23,0	9,9	10,0	11,3	6,5	14,6	-0,1	5,1	16,8
Trinidad y Tabago	5,5	4,2	3,8	3,7	6,9	8,2	8,0	12,0	7,0	10,5	4,1

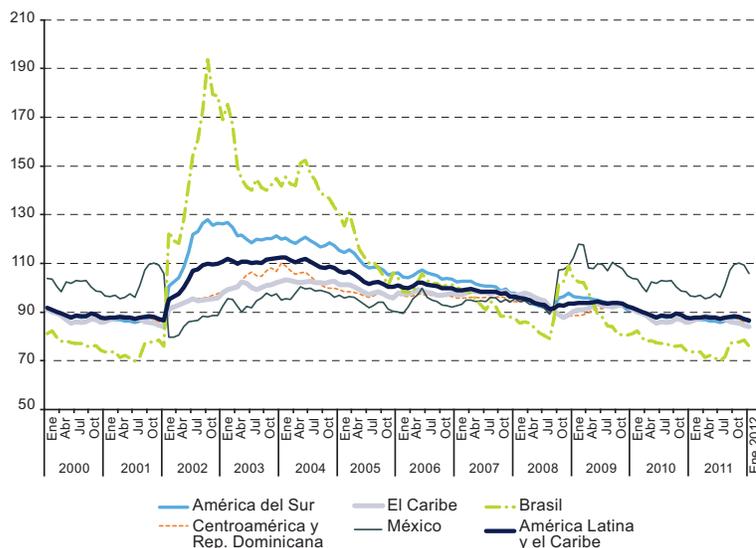
Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL).

^a Corresponde al promedio simple de los países.

En América del Sur y, en cierta medida, en México, es posible identificar en la última década cuatro etapas en materia cambiaria, monetaria e inflacionaria, que en gran medida responden a las fluctuaciones de los precios internacionales de los productos básicos. La primera etapa, entre 2003 y 2006, se caracterizó por la continua desaceleración de la inflación, en línea con la trayectoria iniciada en los años noventa, y cierta tendencia a la apreciación cambiaria (véase el

gráfico IV.18), otro síntoma de continuidad respecto de la década anterior. Durante este período los precios internacionales de productos básicos permanecieron relativamente estables⁴¹.

Gráfico IV.18
AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE: TIPO DE CAMBIO REAL MULTILATERAL, 2000-2012
(En índices, base 1990-1998=100)



Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de datos del Fondo Monetario Internacional (FMI).

En la segunda etapa, desde fines de 2006 a mediados de 2008, resurgieron las presiones inflacionarias (aunque los aumentos de precios fueron moderados en relación con los registrados históricamente en la región) ligadas al incremento del nivel y la volatilidad de los precios internacionales de los productos básicos, la energía y especialmente los alimentos⁴². En ausencia de mecanismos compensadores eficaces⁴³, el aumento del precio internacional de los alimentos presionó la inflación local al alza⁴⁴.

El papel de la apreciación cambiaria en la contención del impacto local del aumento de los precios internacionales de los productos básicos fue particularmente relevante en algunos países de

⁴¹ Cabe hacer notar que entre fines de la década de 1990 y comienzos de la de 2000 se instauran los regímenes de metas de inflación antes mencionados, en el Brasil (1999), Chile (1999), Colombia (1999), México (2001) y el Perú (2002).

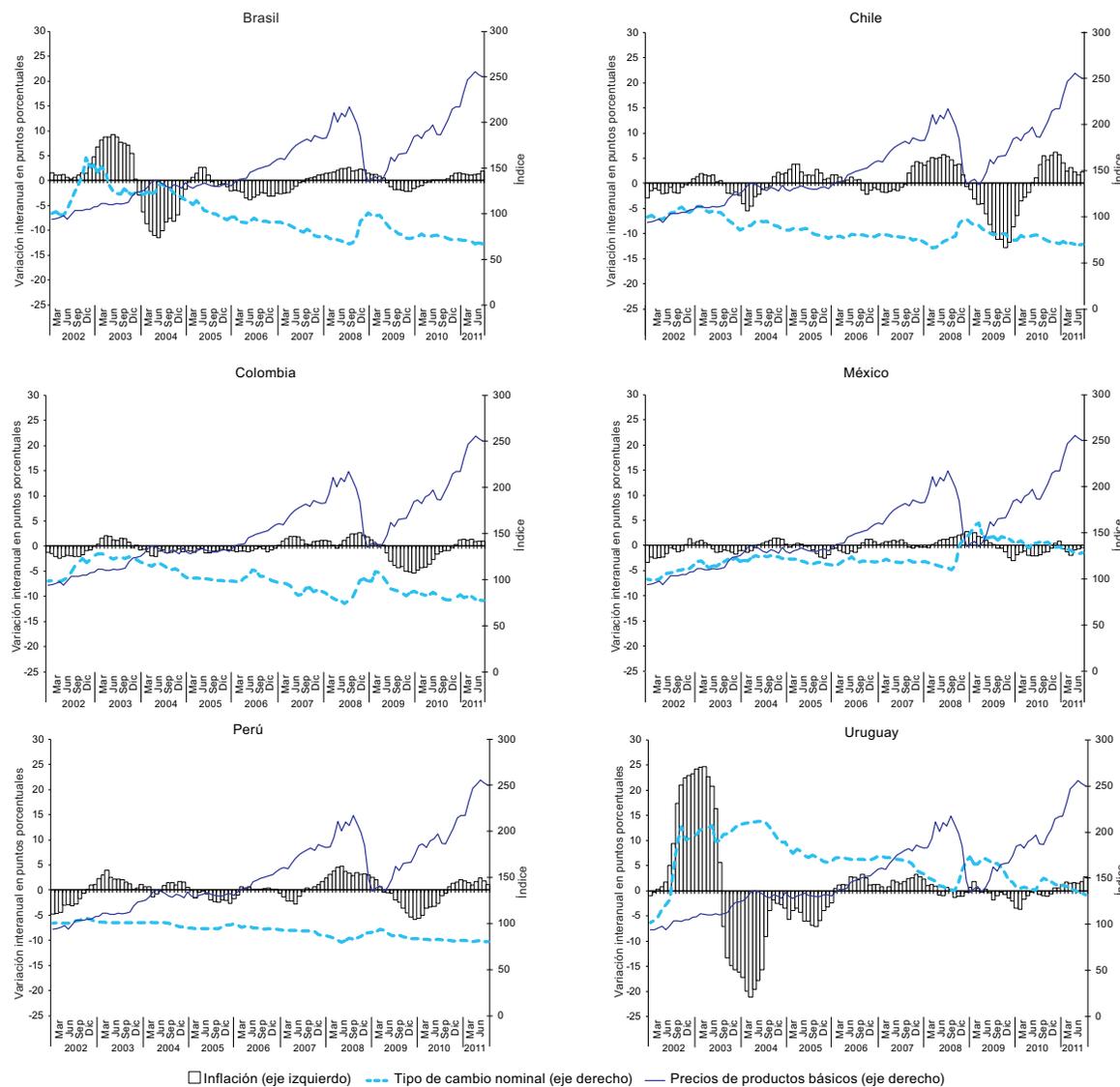
⁴² Tres factores contribuyen a explicar este fenómeno: en primer lugar, el aumento de la demanda asiática de productos básicos y su efecto sobre el nivel de precios internacionales de las materias primas; en segundo lugar, el sesgo expansivo de la política monetaria de los países industrializados, en particular de los Estados Unidos, y su impacto sobre la volatilidad de los precios de los productos básicos derivado del aumento de la liquidez global; y finalmente, la tendencia creciente a la producción de combustibles sobre la base de recursos agrícolas (CEPAL, 2011 y UNCTAD, 2011).

⁴³ Por ejemplo, en la Argentina se aumentaron los derechos de exportación de las principales materias primas alimentarias; en el Brasil se contuvo el precio interno de los combustibles mediante la empresa petrolera estatal (Petrobrás); en el Perú se removieron aranceles a la importación en el caso de varios productos agrícolas. En todos los casos, las medidas contribuyeron a compensar el impacto del aumento de los precios internacionales de las materias primas sobre los precios internos. Véase Bianchi, Calidoni y Menegatti (2009).

⁴⁴ Como ocurre en general en los países en desarrollo, el precio de los alimentos resulta decisivo en la dinámica del nivel general de precios minoristas debido al peso de dicho rubro en la canasta de consumo de la población. Según el FMI (2011) la mediana del peso de los alimentos en el consumo de los hogares es del 31% en los países en desarrollo y del 17% en los desarrollados.

América del Sur (véase el gráfico IV.19). Se trata de los países exportadores de materias primas cuyas políticas monetarias se basan en regímenes de metas de inflación: Brasil, Chile, Colombia, Perú y Uruguay⁴⁵. En distintos estudios se constata el efecto de contrapeso que la caída del tipo de cambio nominal ejerció en los precios internos (Lora, Powell y Tavella, 2011; BPI/FMI, 2011). Por el contrario, en los países que sostuvieron la paridad cambiaria nominal durante el auge de precios internacionales, como la Argentina y Venezuela (República Bolivariana de), se produjo un impacto inflacionario mayor.

Gráfico IV.19
AMÉRICA LATINA (6 PAÍSES): PRECIOS DE PRODUCTOS BÁSICOS, TIPO DE CAMBIO NOMINAL E INFLACIÓN, 2002-2011
 (En puntos porcentuales e índices con base en diciembre de 2000=100)



Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de cifras oficiales.

⁴⁵ Aunque el esquema monetario del Uruguay no es formalmente el de un régimen de metas de inflación, en la práctica tiende a operar como tal.

La tercera etapa corresponde a 2009, el punto más bajo de la crisis internacional, cuando los precios internacionales de los productos básicos tuvieron una caída transitoria —aunque significativa—, induciendo una desaceleración inflacionaria en varias economías de la región, pese a que hacia fines de 2008 y comienzos de 2009 varios países experimentaron devaluaciones cambiarias significativas, como resultado del proceso de fuga en busca de mayor calidad (*flight to quality*) provocado por la caída de Lehman Brothers. Luego del choque inicial, en un contexto de baja generalizada de la tasa de inflación, durante 2009 y hasta fines del primer trimestre de 2010, la política monetaria se orientó en general a la recuperación económica.

La cuarta etapa, de 2010 a 2011, coincide —como el período comprendido entre 2007 y 2008— con el repunte de la tendencia alcista de los precios internacionales de productos básicos. La respuesta monetaria y cambiaria de los bancos centrales no difirió demasiado de la que se dio en ese período. La política monetaria expansiva de los países desarrollados alimentó, una vez más, los flujos de capitales hacia los mercados emergentes, incluidas economías de la región. En esta ocasión las autoridades monetarias tendieron a internalizar la preocupación por los efectos negativos de la apreciación cambiaria excesiva, ya sea por su efecto en la economía real o en los mercados financieros⁴⁶. Un ejemplo del primer caso es la reprimarización y uno del segundo, el surgimiento de una dinámica desestabilizadora que ocasione crisis de balanza de pagos, como las registradas en los años noventa. En este sentido, se advierte un mayor activismo cambiario en 2010 y 2011⁴⁷. A fin de moderar la volatilidad cambiaria y prevenir la excesiva apreciación, en varios países (Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México y Perú) se adoptaron posiciones fuertemente compradoras en los mercados de cambios, induciendo una importante acumulación de reservas. A la vez, en varios casos se comenzaron a implementar medidas complementarias a las políticas monetarias y cambiarias con el objetivo de evitar apreciaciones excesivas⁴⁸.

El análisis precedente refleja una novedosa actitud contracíclica de las autoridades monetarias de la región. A diferencia de lo ocurrido en períodos anteriores, la postura de la política monetaria guardó cierta coherencia con la actuación contracíclica fiscal en respuesta a la crisis del período comprendido entre 2008 y 2009. A partir de 2009 y hasta finales de 2010, en el Brasil, Chile, Colombia, México y el Perú, así como en la Argentina y Venezuela (República Bolivariana de), países estos dos últimos que no tienen metas de inflación, se redujeron las tasas de política monetaria (véase el gráfico IV.20).

Al examinar la situación de los países con regímenes de metas de inflación, se observa que en el Brasil, Chile y el Perú se elevaron las tasas de política monetaria durante el primer trimestre de 2010. En Colombia y México ello no se hizo, a fin de fortalecer la recuperación en ciernes. Entre los países sin metas de inflación explícitas, en el Uruguay se incrementaron las tasas (aunque los aumentos fueron menores y posteriores) mientras que en el Paraguay se redujo el ritmo de crecimiento de los agregados

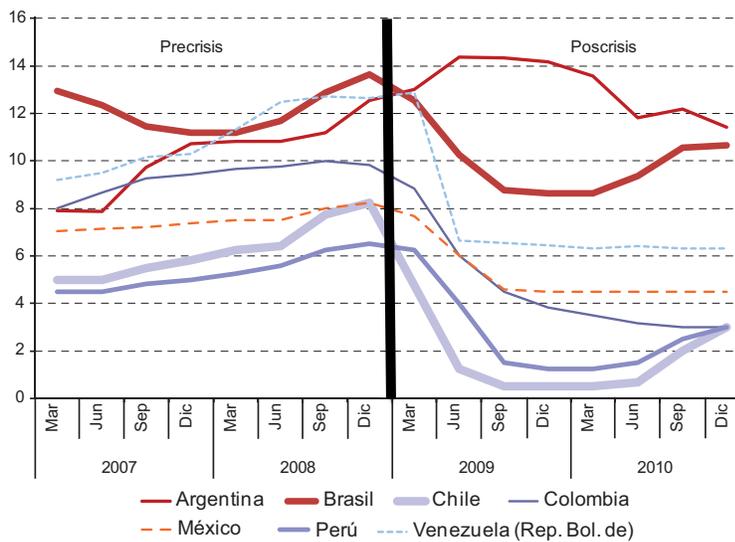
⁴⁶ En ese período se acuñó la expresión “guerra de monedas”.

⁴⁷ Dos trabajos publicados por el FMI son paradigmáticos en este proceso de apertura hacia un mayor pragmatismo. Por un lado, en FMI (2011) y Ostry y otros (2011) se acepta la aplicación de medidas tendientes a regular la cuenta financiera; por otro, Ostry, Ghosh y Chamon (2012) plantean la intervención cambiaria (“flotación administrada”) como una estrategia dominante tanto en relación con los esquemas de flotación pura como con los más rígidos de tipo de cambio fijo.

⁴⁸ En el Brasil se introdujo un impuesto a las operaciones financieras sobre las inversiones extranjeras en instrumentos de renta fija, que fue elevándose hasta llegar al 6% en octubre de 2010. A la vez, en Chile y el Perú se aumentó el límite global de inversión en el exterior de los fondos de pensiones.

monetarios⁴⁹. En la Argentina, por su parte, se aplicaron políticas más expansivas⁵⁰. Las apreciaciones más notorias en el inicio de esta cuarta etapa (los primeros nueve meses de 2010) se produjeron en el Brasil (13,6%), Colombia (13,2%), el Uruguay (13,1%) y Chile (9,4%), pese a que, a fin de moderar la volatilidad cambiaria y prevenir su excesiva apreciación, en varios de estos países (Argentina, Brasil, Colombia, Chile, México y Perú) se adoptaron posiciones fuertemente compradoras en los mercados de cambios, induciendo una importante acumulación de reservas.

Gráfico IV.20
AMÉRICA LATINA: TASAS DE POLÍTICA MONETARIA, MARZO DE 2007 A NOVIEMBRE DE 2010
(En porcentajes)



Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de cifras oficiales.

En este período también se adoptaron medidas tendientes a reducir los ingresos de capitales de corto plazo y aumentar los flujos de salida. A pesar de este más acentuado pragmatismo, reflejado en un mayor activismo cambiario y en una actitud más decidida en relación con el control de los flujos de capital transfronterizos, el tipo de cambio real se apreció de manera generalizada, llevando las paridades cambiarias (reales) por debajo de los niveles que tenían antes de desatarse la crisis. De hecho, algunos países exhiben niveles de tipo de cambio real efectivo significativamente inferiores al promedio de los últimos veinte años⁵¹. Por su parte, en los países no dolarizados y sin regímenes de metas de inflación, que a menudo utilizan los agregados monetarios como instrumento de política monetaria, se mantuvo un comportamiento heterogéneo.

Los países de Centroamérica y la República Dominicana presentan diversos regímenes monetarios. El enfoque de metas de inflación se aplica en Guatemala y está en vías de ser implementado en Costa Rica. El control de agregados monetarios se aplica en Honduras,

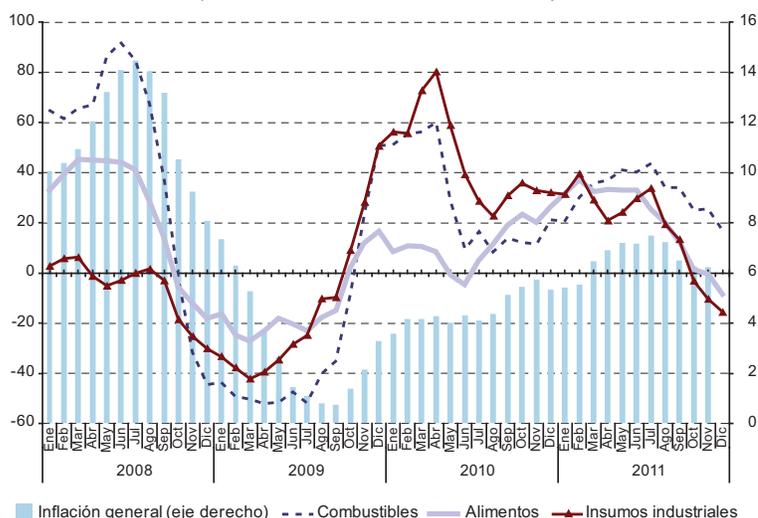
⁴⁹ En el Uruguay se elevó la tasa de política en 25 puntos básicos en septiembre de 2010. En el Paraguay se moderó significativamente el crecimiento de los agregados monetarios a partir de diciembre de 2009, con un crecimiento de M2 de solo un 5,6% (un 2,6% en términos reales) entre esa fecha y septiembre de 2010.

⁵⁰ En la Argentina aumentó el ritmo de expansión de los agregados monetarios, especialmente a partir de marzo de 2010.

⁵¹ Cinco países registran niveles más de un 20% inferiores a sus promedios históricos: Trinidad y Tabago (27,7%), Colombia (27,7%), Brasil (25,3%), Venezuela (República Bolivariana de) (23,5%) y Honduras (20,5%).

Nicaragua y la República Dominicana, en tanto que El Salvador y Panamá no cuentan con una política monetaria propia pues son economías dolarizadas. Durante la década de 2000, la inflación en la subregión se mantuvo bajo control, sin superar valores de un dígito, salvo en dos ocasiones: en 2004, debido al aumento temporal de la inflación en la República Dominicana como consecuencia de la devaluación de su moneda el año anterior, y en 2008, cuando el promedio subregional llegó al 11,8% por las presiones de los precios internacionales de los combustibles, los alimentos y los insumos industriales (véase el gráfico IV.21).

Gráfico IV.21
CENTROAMÉRICA Y REPÚBLICA DOMINICANA: PRECIOS INTERNACIONALES DE PRODUCTOS SELECCIONADOS E INFLACIÓN, 2008-2011
(En tasas de variación media anual)



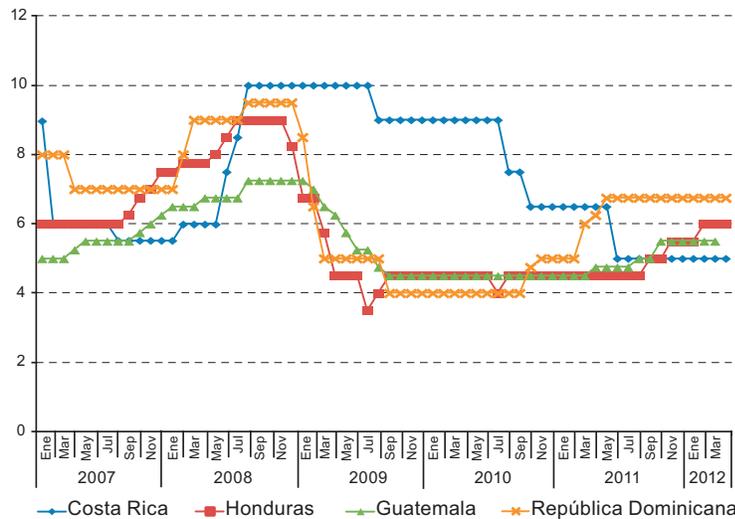
Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de cifras oficiales.

La respuesta inmediata a la aceleración de la inflación fue el aumento de las tasas de referencia de política monetaria. Durante 2008, también se permitió cierta apreciación cambiaria en Costa Rica y Guatemala para moderar el impacto de la inflación importada.

Puesto que gran parte de la población destina una proporción considerable de sus ingresos a la compra de alimentos, especialmente alta en el caso de las familias de más bajos recursos, un alza en la inflación interna resultante de choques externos no solo desalienta el crecimiento de la demanda nacional y de la producción sino que, en ausencia de otras acciones complementarias, deteriora seriamente la distribución del ingreso y aumenta la pobreza. Por ello, en varios países también se introdujeron subsidios, se implementaron programas de transferencias condicionadas o se ampliaron los montos de estas transferencias o la población beneficiada, y se distribuyeron alimentos básicos a las poblaciones de menores recursos.

En 2009 se redujo la inflación, que alcanzó el 3,3% como consecuencia de la disminución de los precios internacionales de alimentos, combustibles e insumos industriales y del colapso de la demanda interna derivado de la crisis económica internacional. Sin embargo, en 2010 y 2011 hubo repuntes inflacionarios que se tradujeron en aumentos importantes de los precios de los alimentos y el transporte.

Gráfico IV.22
CENTROAMÉRICA (3 PAÍSES) Y REPÚBLICA DOMINICANA: TASAS DE REFERENCIA DE POLÍTICA MONETARIA, 2007-2012
(En porcentajes)



Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL).

Con el aumento de la inflación en 2010 y 2011 se le planteó a la política monetaria el dilema entre moderar las presiones inflacionarias o contribuir a una recuperación sostenida ante la crisis internacional. Algunas autoridades monetarias comenzaron a incrementar las tasas de referencia; tal fue el caso de la República Dominicana a finales de 2010, seguida por Guatemala y Honduras en 2011. En Costa Rica, en cambio, se mantuvo la política de tasas reducidas hasta el segundo trimestre de 2011.

En el Caribe, los cambios de la tasa de inflación se encuentran fuertemente influidos por choques externos e internos, como eventos climáticos extremos y choques en los precios de los alimentos y combustibles. En las últimas dos décadas las tasas de inflación variaron considerablemente entre los países de la subregión. Los que tienen regímenes de tipo de cambio flexible reportaron tasas de inflación mucho mayores que el grupo que mantuvo regímenes de tipo de cambio fijo (véase el cuadro IV.6). Una explicación de este resultado es que, con tipos de cambio fijo, el gasto fiscal es restringido, por ejemplo, por las reglas de la Unión Monetaria del Caribe Oriental (Duttgupta y Tolosa, 2006).

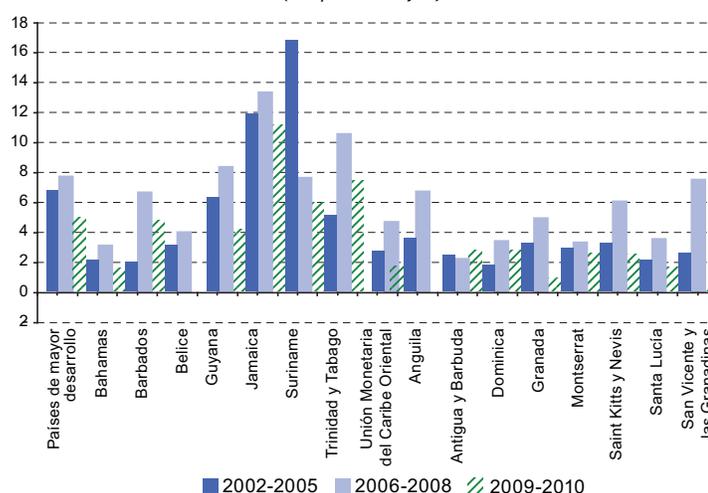
A continuación se muestran las tasas de inflación de países individuales y grupos de países en tres períodos: 2002-2005, 2006-2008 y 2009-2010 (véase el gráfico IV.23). Durante todo este lapso, las tasas de inflación han sido mayores en Guyana, Jamaica, Suriname y Trinidad y Tabago que en Belice y Barbados. En los países que preservaron regímenes de tipo de cambio fijo se registraron tasas de inflación inferiores al 5% durante los tres subperíodos, mientras en los que tienen regímenes de tipo de cambio flexible se produjeron tasas de inflación superiores al 10% durante los primeros dos subperíodos y superiores al 7% en el último. En promedio, los países de desarrollo medio de la región continúan mostrando una tendencia decreciente en materia inflacionaria y exhiben una convergencia a las tasas de inflación de los países de la Unión Monetaria del Caribe Oriental.

Cuadro IV.6
EL CARIBE: INFLACIÓN SEGÚN EL RÉGIMEN DE POLÍTICA CAMBIARIA
(En porcentajes)

	Tipo de cambio fijo			Tipo de cambio flexible		
	Barbados	Belice	Unión Monetaria del Caribe Oriental	Guyana	Jamaica	Trinidad y Tabago
1990-1999	2,9	2,2	2,9	15,5	28,1	6,2
2000-2011	3,9	2,4	2,8	5,6	11,3	6,7

Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de cifras oficiales.

Gráfico IV.23
EL CARIBE: TASAS MEDIAS DE INFLACIÓN, 2002-2010
(En porcentajes)



Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de cifras oficiales.

Los desastres naturales son causa frecuente de choques económicos en el Caribe. En el período comprendido entre 1990 y 2011 al menos cinco tormentas tropicales afectaron a prácticamente todas las islas del Caribe, con la excepción de Trinidad y Tabago. Los efectos económicos y sociales de estos eventos tienden a perdurar varios años tras su impacto inicial y, dado que suelen reiterarse en el tiempo, son parte del escenario económico de la subregión y causa de frecuentes choques en sus economías.

4. Políticas macroprudenciales

La experiencia de la región y otros países en desarrollo muestra que la significativa concentración del crédito en ciertos segmentos del mercado, en particular el inmobiliario (residencial y comercial), es un antecedente típico de una crisis, al originar una sobreinversión en esos sectores. Este comportamiento se explica, en parte, por la miopía y el comportamiento de manada (*herd behaviour*) de los agentes financieros individuales al evaluar los riesgos de mercado causados por la concentración del crédito a nivel agregado, centrandolo su interés casi exclusivamente en los riesgos de la cartera propia de créditos. Tras esto subyace un excesivo optimismo en su capacidad de deshacer posiciones de cartera ante posibles dificultades —optimismo que suele ser acicateado por el comportamiento procíclico de las agencias calificadoras de riesgo.

La creciente globalización financiera aumentó la importancia de la política macroprudencial. Las economías de la región han debido enfrentar una volatilidad creciente en su acceso a los recursos financieros externos, en varias ocasiones motivada por situaciones de euforia —retroalimentadas por el impacto del financiamiento externo en los mercados de activos locales— seguidas de episodios de pánico y comportamientos de manada por parte de los agentes económicos externos, en un sentido y con una dinámica semejantes a los descritos por Minsky (1975) y Kindleberger (1978)⁵².

Varios países de la región han optado por regímenes cambiarios flexibles que evitan las garantías implícitas en el tipo de cambio, de modo tal que los agentes tengan que asumir los riesgos de sus operaciones. Un esquema de flotación administrada que introduce una dosis adecuada de incertidumbre cambiaria nominal en el corto plazo —sin perjuicio de la conveniencia de enviar señales de estabilidad a mediano y largo plazo— es una de las principales medidas para prevenir las crisis originadas en un excesivo optimismo respecto de la capacidad de acceder a recursos externos. Pero este disuasivo puede ser insuficiente en contextos de elevada liquidez externa y bajas tasas de interés en los principales centros financieros mundiales, dada la mayor tolerancia al riesgo en fases de auge⁵³. Las autoridades reguladoras deben enviar mensajes claros sobre los riesgos en que incurren las instituciones, tanto en términos individuales como del sistema en su conjunto⁵⁴.

La crisis global de 2008-2009 demostró una vez más que el comportamiento de la liquidez puede desempeñar una función procíclica, tanto en la fase de acumulación de riesgos sistémicos, como en la eclosión de la crisis y su transmisión al resto de la economía. El error de percepción de los agentes —que pensaban que podían tomar y deshacer posiciones con relativa facilidad en un mercado de gran amplitud y liquidez— se hizo evidente en la fase crítica. Varios mercados, que con anterioridad eran líquidos, prácticamente desaparecieron en un plazo muy breve o se mantuvieron en bajos niveles de operación, acentuando con ello la incertidumbre y la contracción del crédito a nivel global, lo que obligó a varios bancos centrales de la región a facilitar liquidez de manera inmediata, en condiciones de emergencia.

Los mercados financieros están gobernados por el comportamiento de las expectativas de rentabilidad, en algunos casos de muy corto plazo y no necesariamente ligadas de manera estrecha al desempeño económico real. Estas han demostrado ser en exceso optimistas en las fases ascendentes, aumentando la tolerancia al riesgo de los agentes, y en exceso pesimistas y adversas al riesgo durante las declinaciones del mercado⁵⁵. Los efectos del aumento de la tolerancia al riesgo durante las fases de alzas son agravados por sistemas de incentivos que premian la rentabilidad de corto plazo, lo que induce a la emulación de comportamientos riesgosos y tiende a deteriorar la gobernabilidad de las instituciones, relajando controles internos que teóricamente debieran mitigar la toma de riesgos.

⁵² Esta mayor exposición y volatilidad fue, a su vez, facilitada por una regulación financiera deficiente en los países desarrollados, como pudo advertirse con la crisis *subprime* en los Estados Unidos a partir de 2007. Véase Crotty (2009) y Kregel (2009).

⁵³ Borio y Zhu (2008) exploran la relación entre el ciclo económico y la percepción del riesgo y argumentan que esta relación procíclica ha adquirido recientemente una mayor incidencia en la génesis de crisis financieras.

⁵⁴ Magud, Reinhart y Vesperoni (2011) recomiendan limitar los incentivos para que el sistema financiero local obtenga o suministre recursos en divisas, mediante mayores requisitos de liquidez aplicables a pasivos y activos en moneda extranjera, mayores requisitos de capital o provisiones dinámicas para préstamos en moneda extranjera, reducción de las razones entre deuda e ingreso de los clientes y entre el préstamo otorgado y el valor del colateral o garantías en los períodos de auge, para controlar la expansión del crédito doméstico directamente. Estas medidas pueden ser más efectivas que acudir a la tasa de interés en el ámbito de la concesión del crédito. No obstante, la tasa de interés tiene un impacto y un ámbito de cobertura mucho más amplio que los coeficientes de capital, por ejemplo (Hannoun, 2010).

⁵⁵ Este comportamiento eufórico-depresivo no afecta solo a agentes privados. El comportamiento del gasto público y las expectativas salariales también suelen exhibir características procíclicas.

Por otro lado, ciertas normas regulatorias pueden acentuar la prociclicidad, en particular la medición del riesgo a partir del comportamiento de corto plazo de la cartera⁵⁶. Según la normativa vigente en varios países de la región, las provisiones (que son imputaciones al costo del crédito) deben constituirse según la categoría de cumplimiento en que se encuentren los créditos. En la gran mayoría de los casos, esas provisiones se establecen sobre la base del comportamiento observado (en contraste con el esperado) de la cartera. Como el cumplimiento de crédito es procíclico, las provisiones tienden a aumentar durante las fases de auge y a disminuir en las fases descendentes. El Acuerdo de Capital Basilea II, en aplicación en varios países, tendería a agudizar este comportamiento procíclico, por cuanto vincula en forma más estrecha el capital regulatorio con el riesgo de la cartera (véase, por ejemplo, Ocampo, Rada y Taylor, 2009)⁵⁷.

En el cuadro IV.7, se describen los instrumentos de política macroprudencial utilizados en países de América Latina y el Caribe, incluyendo distintos tipos de controles de capital⁵⁸. En un informe conjunto de la Junta de Estabilidad Financiera (FSB), el Fondo Monetario Internacional (IMF) y el Banco de Pagos Internacionales (BIS) para el Grupo de los 20 (G-20) (FSB/BPI/FMI, 2011) se indica que, aunque es difícil evaluar empíricamente el efecto de instrumentos macroprudenciales, la experiencia de diversos países sugiere que topes en las razones crédito/valor del colateral y servicio de la deuda/ingresos, límites impuestos al crédito o a su crecimiento, encajes y provisiones dinámicas han tenido efectos contracíclicos. Tales efectos no han dependido ni del nivel de desarrollo ni del régimen cambiario.

C. Recapitulando

En este capítulo, se han discutido los principales aspectos de la evolución de la política macroeconómica en la región en las últimas dos décadas, destacando sus fortalezas y debilidades. Se han logrado avances importantes en cuanto a la construcción del espacio fiscal y el uso contracíclico de las políticas fiscal y monetaria, pero hay mucho para hacer en cuanto a vincular estrechamente la política industrial y la política macroeconómica, para que actúen en conjunto en favor del cambio estructural.

En materia de política fiscal, si bien no en forma generalizada aún, se han introducido instrumentos anticíclicos, tales como métodos plurianuales de presupuestación y fondos de estabilización o de acumulación de ingresos extraordinarios (este tema se aborda en el capítulo VI). Estos instrumentos, junto con la reducción de la deuda externa pública —como resultado, entre otros factores, de los altos precios de las exportaciones y los programas de reducción directa como la Iniciativa en favor de los países pobres muy endeudados— han ido creando una mayor capacidad de acción contracíclica. No ha existido para este esfuerzo un correlato en el fortalecimiento del financiamiento de las necesidades de gasto mediante el sistema tributario. Si bien hay progresos, la carga tributaria en la región continúa siendo inferior a la que correspondería al nivel de desarrollo de sus países, con una composición caracterizada por la preponderancia de los impuestos indirectos, de sesgo regresivo. Así, a pesar de los avances mencionados, la situación fiscal de la región dista aún de consolidarse plenamente. Un esfuerzo en tal sentido requerirá de un pacto fiscal que establezca las bases del financiamiento equitativo y progresivo de las necesidades que conlleva el desarrollo económico y social.

⁵⁶ Véase, por ejemplo, Rochet (2008), Bikker y Metzmakers (2002), Gordy y Howells (2006), Taylor y Goodhart (2006) y Griffith-Jones (2009).

⁵⁷ Está en discusión un nuevo Acuerdo de Capital, Basilea III.

⁵⁸ Varios bancos centrales asiáticos impulsaron la adopción de diversos instrumentos macroprudenciales antes y después de la crisis de 1997, incluyendo el aprovisionamiento contracíclico en China, Hong Kong (Región Administrativa Especial de China), la República de Corea y Singapur (Hannoun, 2010).

Cuadro IV.7
AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE: INSTRUMENTOS DE POLÍTICA MACROPRUDENCIAL UTILIZADOS

Medida	Casos de países	Motivación/objetivo	Explicación
Requisitos de capital contracíclicos	Basilea III, Brasil (<i>de facto</i> , no <i>de jure</i>)	Un colchón de capital a ser constituido en la fase alta del ciclo crediticio y que esté disponible para su utilización en escenarios de estrés (en el marco de Basilea III oscila en un rango del 0% al 2,5%).	En el caso del Brasil en los préstamos para compra de automóviles, cuando tienen una razón de préstamo-valor alto se penalizan con mayor ponderación de riesgo.
Límites a las razones de apalancamiento (<i>leverage</i>)	Basilea III	Reducir el riesgo de que se haga necesario un proceso de desapalancamiento y que entonces sea de tal magnitud que desestabilice todo el sistema y tenga efectos muy adversos sobre el sector real.	
Requisitos de liquidez	Basilea III, Colombia (2008)	Identificar, medir y monitorear el riesgo de liquidez mediante la construcción de indicadores que tengan en cuenta posibles escenarios de estrés.	Chile en un reciente Informe de Estabilidad Financiera presenta cálculos de razones similares a los propuestos por Basilea III y Colombia introdujo en abril de 2009 el Sistema de Administración de Riesgo de Liquidez (SARL), que monitorea y controla la situación de liquidez del sistema y permite incorporar a los cálculos variables que consideren posibles escenarios de estrés.
Provisiones dinámicas	Bolivia (Estado Plurinacional de) (2008), Colombia (2007), Perú (2008), Uruguay (2001)	En la fase alta del ciclo se constituye un colchón de provisiones que puedan ser utilizadas para enfrentar pérdidas en la fase baja.	En Bolivia (Estado Plurinacional de) la provisión contracíclica se sitúa en un rango del 1,5% al 5,5% de los préstamos. En Colombia las provisiones contracíclicas se obtienen aplicando escenarios de riesgo a distintas categorías de préstamos. El Perú no mantiene un fondo acumulativo. Se activa y desactiva según un criterio de crecimiento del PIB. Las provisiones generales se sitúan en un rango del 0,7% al 1,0% de los préstamos y las contracíclicas en un rango de un 0,3% a un 1,5% adicional. En el Uruguay el fondo para las provisiones contracíclicas oscila entre el 0% y el 3% de los préstamos totales. Este se obtiene por la diferencia entre las provisiones para deudores incobrables y el importe que resulta de aplicar ciertos porcentajes de incobrabilidad estadística sobre los riesgos directos y contingentes de las instituciones financieras. En Chile existe la posibilidad de que los bancos constituyan voluntariamente provisiones contracíclicas (véase Informe de Estabilidad Financiera del primer semestre de 2011, Banco Central de Chile).
Razón préstamo-valor	Chile, Colombia, El Salvador, Guatemala, México, Nicaragua, República Dominicana	Límite regulatorio para aminorar el crecimiento del crédito a ciertos sectores específicos y con ello reducir la demanda por ciertos activos (en general en aquellos activos que se piense que puedan estar siendo sujetos de un <i>boom</i> de precios).	En la mayoría de los casos de países de América Latina, los límites se aplican a préstamos hipotecarios.
Razón deuda-ingreso	Chile, Colombia, Costa Rica, Nicaragua, Panamá	Límite regulatorio al grado de apalancamiento de los tomadores de préstamos para reducir con ello el riesgo del crédito bancario.	

Cuadro IV.7 (conclusión)

Medida	Casos de países	Motivación/objetivo	Explicación
Encajes sobre depósitos bancarios	Argentina, Bolivia (Estado Plurinacional de), Brasil, Chile, Colombia, Costa Rica, El Salvador, Guatemala, Honduras, Jamaica, Nicaragua, Paraguay, Perú, República Dominicana, Trinidad y Tabago, Uruguay, Venezuela (República Bolivariana de)	Instrumento contracíclico para actuar sobre el crecimiento del crédito y sobre la asignación del crédito. Además es un instrumento de política monetaria.	Es un instrumento de uso común. La mayoría de los países de la región lo utilizan (con la excepción notoria de México y Panamá, que no tienen tasa de encaje legal).
Encajes sobre otros pasivos del sistema bancario (en particular, por ejemplo, sobre pasivos con el exterior de corto plazo)	Chile, Costa Rica (2012), El Salvador, Perú (2010-2011)	Los encajes se aplican a los pasivos bancarios que se desee desincentivar. Un caso común es aplicarlos sobre pasivos externos de corto plazo para sesgar el fondeo hacia pasivos de más largo plazo y por ende más estables.	El Perú hizo un uso activo de encajes sobre pasivos bancarios con el exterior de corto plazo (menor a dos años) para sesgar el fondeo bancario hacia el largo plazo. Costa Rica implementará (2012) un encaje sobre préstamos externos a plazo menor a un año. En El Salvador existe encaje a préstamos externos menores a cinco años. En Colombia existe un encaje pero la tasa es cero desde 2008.
Límites a las posiciones abiertas en moneda extranjera	Brasil, Colombia, Costa Rica, El Salvador, Guatemala, Honduras, México, Paraguay, Perú, República Dominicana, Uruguay	Son límites impuestos sobre la cantidad de riesgo de tipo de cambio en que pueden incurrir las instituciones financieras.	Los límites cuantitativos en general se expresan como porcentaje del capital bancario. En la mayoría de los casos los límites se aplican a posiciones <i>spot</i> y en instrumentos derivados. A veces los límites son simétricos para posiciones cortas y largas. Otras veces son asimétricos (por ejemplo, en Colombia, Guatemala, Honduras y el Perú). En Chile se reemplazó el límite que existía a las posiciones abiertas por un requisito de capital adicional cuando estas exceden un cierto umbral. En Costa Rica y Nicaragua también existe requisito adicional de capital.
Manejo del riesgo crediticio por descalce de monedas en hoja de balance de deudores al sistema financiero	Guatemala, Honduras, México, Nicaragua, Perú (2010), Uruguay	Se busca que los bancos internalicen —ya sea mediante mayores requisitos de capital o mediante exigencia de mayores provisiones— el riesgo de prestarles a deudores cuyas hojas de balance tengan posiciones abiertas en monedas.	En el Perú y el Uruguay, por ejemplo, existen requisitos de capital adicionales para créditos a deudores cuyas hojas de balance tengan descalces de monedas. Además el Perú en 2006 había establecido provisiones adicionales para riesgos de crédito por descalce de monedas. El Uruguay cuenta con provisiones adicionales para créditos en moneda extranjera, independientemente de si los deudores tienen calzadas o no sus hojas de balance.
Controles a las entradas de capitales	Brasil	Herramienta para encarecer el costo de financiamiento externo y hacer que las inversiones externas en el país sean menos rentables.	El Brasil reintrodujo el impuesto a las Operaciones Financieras (IOF) en octubre de 2009 (había sido suspendido en octubre de 2008) dejando fuera de él la inversión extranjera directa (IED) y los créditos externos a bancos y empresas de plazo mayor a 3 años.
Encajes	Perú (2008, 2010) Chile y El Salvador (solo sobre líneas de crédito externas de corto plazo al sistema bancario)		En Chile (década de 1990) y Colombia (década de 1990 y 2006-2008) se utilizaron encajes no remunerados sobre entradas de capitales. El Perú en 2008 y de nuevo en 2010 utilizó activamente encajes sobre depósitos de no residentes en el sistema bancario y también sobre pasivos bancarios externos de corto plazo.

Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de información oficial.

La política monetaria también ha adquirido progresivamente un carácter contracíclico, si bien en este aspecto se mantienen entre los países diferencias significativas, que en general están asociadas a su grado de desarrollo financiero. En un número relevante de países la orientación la establecen políticas regidas por objetivos de inflación, en que se emplea la tasa de interés como principal herramienta. En otros, en cambio, se aplican métodos de regulación de los agregados monetarios para tal fin.

Durante las últimas dos décadas, en especial a partir de 2001, se han realizado en los países de América Latina y el Caribe importantes progresos en la reducción de los niveles inflacionarios, lo que representa un significativo avance para las políticas de reducción de la pobreza y la indigencia, dados los efectos regresivos de la inflación. Ello es un resultado de las lecciones aprendidas de las experiencias de alta inflación de décadas previas, así como de factores externos, como las bajas mundiales de los precios de los combustibles y los alimentos en los años noventa y por la reducción de los costos salariales derivada de la significativa alza de la producción y el comercio mundial de China. A la vez, este logro también fue resultado de finanzas públicas más equilibradas a partir del nuevo siglo, fortalecidas tanto por las reformas tributarias como, en varios casos, por la bonanza fiscal derivada del auge de los precios de las exportaciones de productos básicos. Como se ha señalado, este último factor afectó a las economías en forma heterogénea, y los países centroamericanos y caribeños importadores netos de alimentos y combustibles resultaron perjudicados en sus términos de intercambio, lo que también afectó negativamente su situación fiscal ante la necesidad de compensar los efectos sociales de esas alzas.

Con cierta independencia del régimen monetario adoptado, se observa en la región una tendencia de largo plazo hacia la apreciación real. Si bien ello se verifica en el marco de una tendencia mundial a la pérdida de valor de las monedas de reserva, en ciertos casos se ha originado en el uso directo o indirecto del tipo de cambio nominal como herramienta antiinflacionaria. Esta tendencia a la apreciación cambiaria plantea una disyuntiva entre el objetivo de estabilización de la inflación a corto plazo y el impulso estratégico a sectores exportadores y nuevos sectores, incluidos los que sustituyen importaciones. Los procesos de apreciación real no solo afectan la rentabilidad de los sectores productores de bienes transables no tradicionales, dificultando la diversificación de la estructura productiva, lo que compromete la estabilidad y el ritmo de crecimiento a mediano y largo plazo, sino que pueden exponer a las economías de la región a dinámicas de vulnerabilidad externa que suelen conducir a situaciones de inestabilidad real.

La situación del sector externo condiciona el espacio fiscal. Resulta importante considerar las políticas macroeconómicas en forma integrada, e incluir en el análisis efectos que trasciendan los ámbitos tradicionales de la política fiscal y monetaria, como los efectos sobre la estructura productiva y el riesgo de la pérdida de capacidades en el largo plazo. El papel de los diversos instrumentos, incluidos entre otros la política cambiaria y las regulaciones macroprudenciales, así como su relación con los objetivos de cambio estructural e inclusión social, se discuten más adelante (véase el capítulo VI).