

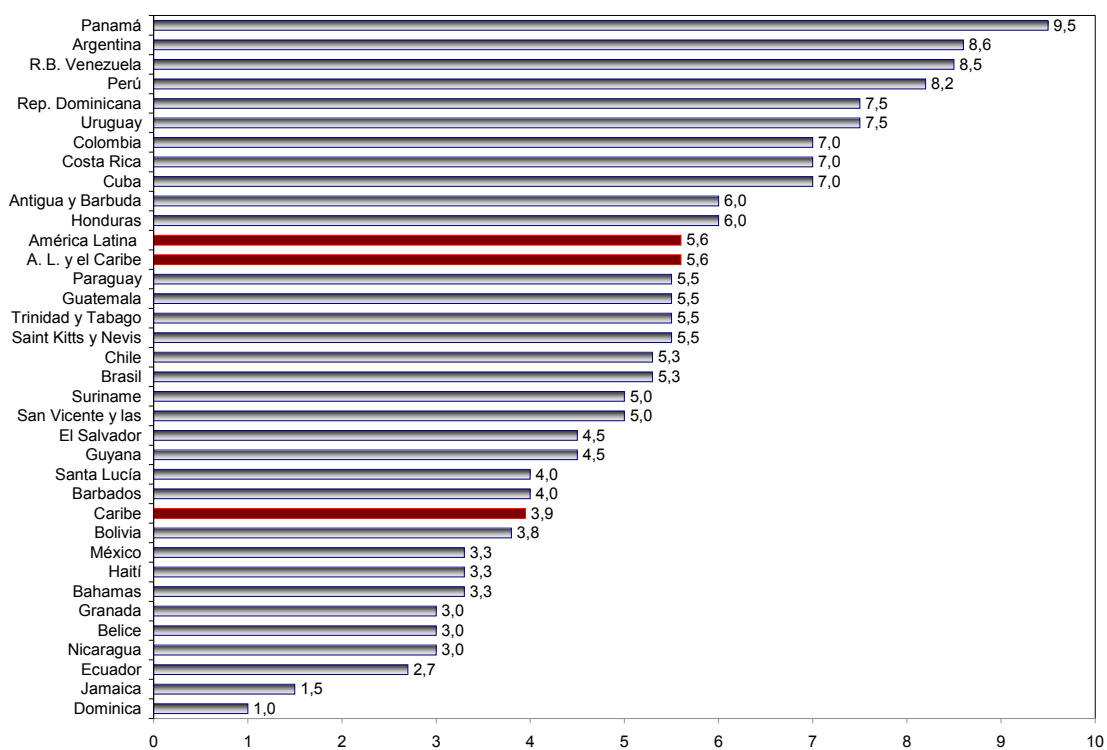
## Capítulo I

### INTRODUCCIÓN

Desde el año 2003, la región de América Latina y el Caribe atraviesa por una coyuntura económica muy favorable, caracterizada por el crecimiento que, casi sin excepciones, vienen registrando todos los países que la integran. Durante 2007, sin embargo, la región enfrentó un deterioro del contexto financiero externo, provocado por la elevada volatilidad de los mercados financieros internacionales y el aumento de la incertidumbre, derivados en gran medida de la crisis originada en el mercado financiero norteamericano. A pesar de esto, la mayoría de los países de la región siguió creciendo a tasas elevadas, gracias al elevado dinamismo de la demanda interna, tanto en lo que respecta al consumo privado como a la formación bruta de capital.

Por consiguiente, la CEPAL proyecta una tasa de crecimiento del PIB de América Latina y el Caribe del 5,6% para 2007 y se estima que el crecimiento del año 2008 podría ascender al 4,9% (véase el gráfico I.1). Si estos pronósticos se confirman, 2008 será el sexto año de crecimiento consecutivo, al final del cual el producto por habitante de la región habrá acumulado un aumento del 23%, equivalente al 3,5% anual.

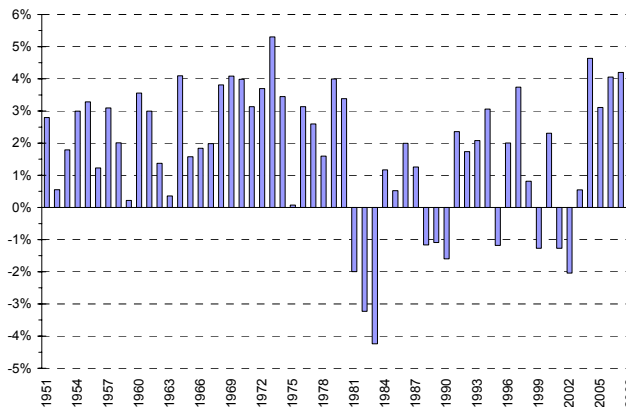
Gráfico I.1  
AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE: TASA DE CRECIMIENTO DEL PIB, 2007



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

Para encontrar un período en el que el PIB por habitante muestre un crecimiento sostenido superior al 3% anual, habría que remontarse a 40 años atrás, a la etapa de expansión regional registrada entre fines de los años sesenta y el primer *shock* de los precios del petróleo a comienzos de los setenta, en la que creció durante siete años consecutivos a tasas comparables (véase el gráfico I.2).

Gráfico I.2  
**AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE: PRODUCTO INTERNO BRUTO POR HABITANTE**  
*(Tasas de variación anual)*

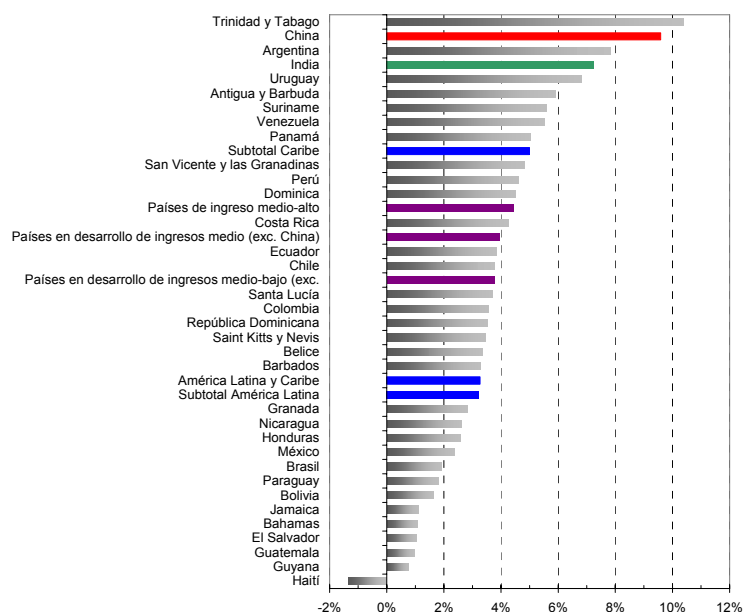


**Fuente:** Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de cifras oficiales.

Los últimos años han sido excepcionales para la economía mundial, que lleva cuatro años consecutivos creciendo más de un 3% por año, por lo que la evolución de las economías de América Latina y el Caribe no es un hecho aislado, sino que, por el contrario, se da en un contexto de generalizado crecimiento. En este sentido, cabe señalar que, aunque las tasas de crecimiento de la región son elevadas en términos históricos, no lo son cuando se comparan con las observadas en otras regiones del mundo en desarrollo.

La comparación de las tasas de crecimiento del PIB por habitante entre 2003 y 2006 en un conjunto de países de ingreso medio, categoría en la que se ubican los países de la región con la excepción de Haití, indica que el promedio regional es inferior al de todas las categorías de países de ingreso medio (véase el gráfico I.3). A nivel de países destacan los casos de Trinidad y Tabago, en que el fenómeno responde al crecimiento derivado de la producción de hidrocarburos, y de Argentina, Uruguay y la República Bolivariana de Venezuela, en que responde a la superación de crisis internas; asimismo, varios países del Caribe figuran entre los de mayor crecimiento en los últimos años.

Gráfico I.3  
**AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE EN EL CONTEXTO DE LOS PAÍSES DE INGRESO MEDIO**  
*(Tasas de crecimiento anual del PIB por habitante, 2003-2006)*



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

Durante 2007 siguieron observándose muchas de las características de la actual fase de crecimiento económico que han sido analizadas en otros informes de la CEPAL.<sup>1</sup>

Entre ellas destacan el mantenimiento del superávit de la cuenta corriente aunque en un nivel significativamente menor, una nueva mejora (más atenuada) de los términos del intercambio, la continuidad del saldo primario positivo de las cuentas fiscales, el desempleo decreciente, la expansión de las reservas internacionales y la reducción de la deuda externa como porcentaje del PIB.

Simultáneamente, las tendencias de los últimos años mostraron algunos cambios que, aunque difícilmente podrían afectar las perspectivas de crecimiento para 2008, indudablemente constituyen un desafío en materia de política económica para los años venideros. Algunos de los hechos dignos de especial mención son la aceleración del gasto público, que supuso un retroceso respecto del equilibrio fiscal global que la región había alcanzado en 2006; el menor dinamismo de las exportaciones de bienes cuyo volumen, por primera vez desde hace muchos años, se expandió a una tasa inferior a la del PIB; el alza de la inflación que interrumpió la tendencia descendente de los últimos cuatro años, y el aumento del riesgo país de los países de la región, en el contexto de las turbulencias que se produjeron en los mercados financieros a partir del mes de mayo.

<sup>1</sup> Véase CEPAL, *Balance preliminar de las economías de América Latina y el Caribe, 2006* (LC/G.2327-P), Santiago de Chile, diciembre de 2006; y *Estudio económico de América Latina y el Caribe, 2006-2007* (LC/G.2338-P), Santiago de Chile, julio de 2007.

## A. El contexto externo y los desequilibrios globales

En primer lugar, conviene recordar que, aunque lo ocurrido a partir de la crisis del mercado de crédito hipotecario de alto riesgo relegó a un segundo plano a los riesgos globales vinculados al déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos de Estados Unidos, estos siguen latentes, por lo que sigue siendo necesario sostener la demanda global de activos en dólares para cubrir el desequilibrio. El interés por estos temas, sin embargo, quedó opacado a partir de mediados de 2007 por la amenaza proveniente de la creciente volatilidad de los mercados financieros internacionales, gatillada por la crisis del mercado de hipotecas, y el peligro de que sus efectos negativos se extiendan a otras áreas del mercado financiero y terminen por provocar un *shock* crediticio que afecte de manera generalizada a la demanda global.

Aunque todavía hay más dudas que certezas acerca de la evolución de las economías en 2008, estos riesgos plantean dudas sobre la posibilidad de que se prolongue la bonanza externa que favorece a América Latina y el Caribe. Si bien una desaceleración de la economía estadounidense, caracterizada por un menor crecimiento del consumo de los hogares, un aumento del ahorro y una depreciación del dólar, no es necesariamente negativo para la economía mundial, en gran medida esto depende de las modalidades y el ritmo del ajuste. Si este fuera lento y gradual podría contribuir a la estabilidad del crecimiento global; en cambio, un aterrizaje brusco podría ser un factor profundamente desestabilizador.

En este sentido, la percepción inicial sobre los riesgos de desaceleración de la economía estadounidense se basaba en tres factores: i) el descenso del precio de las propiedades y, consecuentemente, del consumo de los hogares (a través del efecto riqueza) y de la construcción de viviendas; ii) los efectos del problema de las hipotecas de alto riesgo en términos de los márgenes crediticios, sobre todo de la valoración del riesgo, y del funcionamiento de los mercados de crédito en general, y iii) la disminución de los créditos respaldados por el valor de las propiedades y de las refinanciaciones de hipotecas, que podrían dar lugar a una ulterior contracción del consumo.<sup>2</sup>

La rápida respuesta de la Reserva Federal de Estados Unidos, que aumentó la liquidez y redujo las tasas de referencia de la política monetaria, devolvió rápidamente la calma a los mercados financieros y despertó una confianza inicial bastante generalizada en que, aunque volvieran a producirse turbulencias como las observadas a mediados del año, la Reserva y otros bancos centrales seguirían interviniendo, a fin de garantizar la liquidez necesaria para que los ajustes sean mínimamente traumáticos.

Esta confianza se mantuvo a medida que avanzaba el año, aunque en forma menos generalizada que en un comienzo, mientras comenzaba a acentuarse el temor de que un deterioro de las condiciones que sirven de marco a la actividad financiera empezara a condicionar las posibilidades de éxito de la intervención de los bancos centrales. Si la iliquidez que inicialmente afectó a las operaciones inmobiliarias se extiende masivamente a otros segmentos de la actividad financiera, es posible que los bancos reduzcan la oferta de fondos en el mercado interbancario, con el propósito de preservar la liquidez en un contexto de incertidumbre.<sup>3</sup> La demanda creciente

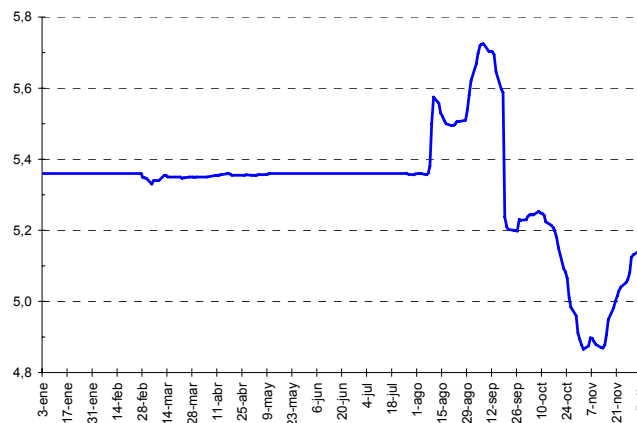
---

<sup>2</sup> Para un análisis de los efectos de la crisis del mercado de hipotecas de alto riesgo en Estados Unidos, véase M. Feldstein, "Housing, credit markets and the business cycle", *Working Paper*, N° 13471, Oficina Nacional de Investigaciones Económicas (NBER), octubre de 2007.

<sup>3</sup> Véase una descripción de las inquietudes provocadas por la situación del mercado financiero estadounidense a fines del 2007 en J. Yellen, "Speech to the Seattle Community Development

de liquidez, así como la preocupación de los oferentes de crédito sobre los riesgos de una desaceleración económica que afecte la calidad de estos, pueden dar lugar a un agravamiento de las restricciones crediticias que afectan a empresas y consumidores y funcionar como una profecía autocumplida que invalide los esfuerzos de los bancos centrales. La evolución reciente de la tasa interbancaria del mercado financiero de Londres muestra indicios de acentuación de la volatilidad, uno de los factores de riesgo reseñados en el párrafo anterior (véase el gráfico I.4).

Gráfico I.4  
TASA LIBOR A 90 DÍAS



**Fuente:** Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de datos de Bloomberg.

Sin embargo, no todos los indicadores recientes son desalentadores. El aumento de las exportaciones netas de Estados Unidos y los mejores indicadores del mercado de trabajo, que pueden influir positivamente en el ingreso disponible y, por lo tanto, en el consumo y la inversión en maquinaria y equipo, aparecen como elementos compensadores de la probable desaceleración del consumo, causada por las turbulencias en el mercado inmobiliario y la reducción de la confianza de los consumidores en las perspectivas inmediatas de la economía de ese país. Por último, el gobierno estadounidense anunció en los primeros días de diciembre un programa de emergencia destinado a respaldar la renegociación de préstamos hipotecarios, cuyo propósito es aliviar la situación de los deudores y mitigar el peligro de insolvencia del sistema financiero. Por consiguiente, y teniendo en cuenta que la menor presión inflacionaria deja un margen más amplio para la aplicación de una estrategia expansiva por parte de la Reserva Federal, lo más probable es que se produzca una desaceleración gradual entre fines de 2007 y principios de 2008, que dé paso a una posterior recuperación a partir de la segunda mitad de ese año.<sup>4</sup>

Roundtable and the Seattle Chamber of Commerce Board of Trustees”, Federal Reserve Bank of San Francisco, diciembre de 2007.

<sup>4</sup> En su reunión del 11 de diciembre la Reserva Federal decidió disminuir la tasa de referencia de la política monetaria en un cuarto de punto, con lo que la tasa quedó en 4,25%.

Cuadro I.1  
**TASAS DE CRECIMIENTO MUNDIALES**  
*(Calculadas con base en dólares de 2000)*

	2003	2004	2005	2006	2007 <sup>a</sup>	2008 <sup>c</sup>
<b>Mundo</b>	<b>2,7</b>	<b>4,0</b>	<b>3,4</b>	<b>3,9</b>	<b>3,7</b>	<b>3,4</b>
<b>Países Desarrollados</b>	<b>1,9</b>	<b>3,0</b>	<b>2,4</b>	<b>2,8</b>	<b>2,5</b>	<b>2,2</b>
Estados Unidos	2,5	3,6	3,1	2,9	2,2	2,0
Unión Europea (27)	1,3	2,5	1,8	3,0	2,9	2,5
Japón	1,4	2,7	1,9	2,2	2,0	1,7
<b>Países en Desarrollo</b>	<b>5,2</b>	<b>7,0</b>	<b>6,5</b>	<b>7,0</b>	<b>6,9</b>	<b>6,5</b>
África	4,6	4,8	5,2	5,7	5,8	6,2
América Latina y el Caribe	2,2	6,2	4,7	5,7	5,3	4,7
Este y Sur de Asia	6,8	7,8	7,5	8,1	8,1	7,5
China	10,0	10,1	10,4	11,1	11,4	10,1
India	7,1	8,5	8,8	9,4	8,5	8,2
Oeste de Asia	4,7	6,9	6,5	4,6	5,7	5,2
<b>Países en Transición</b>	<b>7,2</b>	<b>7,6</b>	<b>6,6</b>	<b>7,5</b>	<b>8,0</b>	<b>7,1</b>
<b>Tasa de crecimiento mundial con promedios ponderados según dólar PPP</b>	<b>4,0</b>	<b>5,2</b>	<b>4,8</b>	<b>5,4</b>	<b>5,3</b>	<b>4,9</b>

**Fuente:** Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de sobre la base de WESP 2008 (por publicarse).

<sup>a</sup> Construcción en base a promedios ponderados (PIB en dólares y tipos de cambio del año 2000) de las tasas de crecimiento de los países. <sup>b</sup> Estimación. <sup>c</sup> Proyección.

En la Unión Europea, se prevé una desaceleración de la expansión, motivada por el aumento de las tasas de interés, cierto endurecimiento de las condiciones crediticias y la apreciación del euro. La tasa de crecimiento se proyecta en un 2,9% en 2007 y en alrededor del 2,5% en 2008. Algo similar ocurre en Japón, donde se proyecta un descenso de la tasa de crecimiento, del 2% en 2007 a alrededor del 1,7% en 2008.

Estas consideraciones permiten prever una moderada desaceleración de la economía mundial, fundamentalmente atribuible al menor ritmo de crecimiento de los países desarrollados, que podría afectar en forma limitada y de distinta manera a las economías emergentes en 2008.

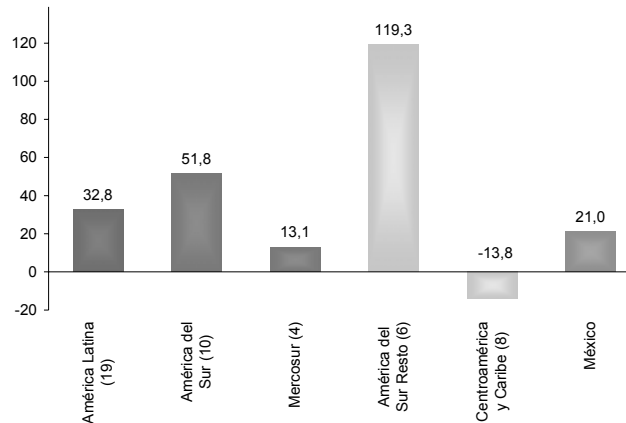
## B. La cuenta corriente de la balanza de pagos

Durante 2007, el crecimiento nuevamente fue acompañado por un superávit en la cuenta corriente, aunque menor que el de años anteriores (0,7%) en 2007, en comparación con un 1,7% en 2006. Este cambio en relación con lo que se venía observando en los últimos años, en los que el excedente era creciente, obedece principalmente al deterioro de la balanza comercial (véase el capítulo IV). Dentro del conjunto de factores asociados a este agregado ha destacado en los últimos años el incremento de los términos del intercambio de la región en su conjunto y de las remesas de los trabajadores emigrados.

Se estima que los términos del intercambio del conjunto de la región se incrementaron en promedio en torno a un 2,5% en 2007, por lo que superarán en aproximadamente un 33% el valor

promedio de los años noventa, aunque con diferencias muy marcadas entre países (véase el gráfico I.5).<sup>5</sup>

Gráfico I.5  
VARIACIÓN DE LOS TÉRMINOS DEL INTERCAMBIO 2007,  
VERSUS EL PROMEDIO DE LOS NOVENTA



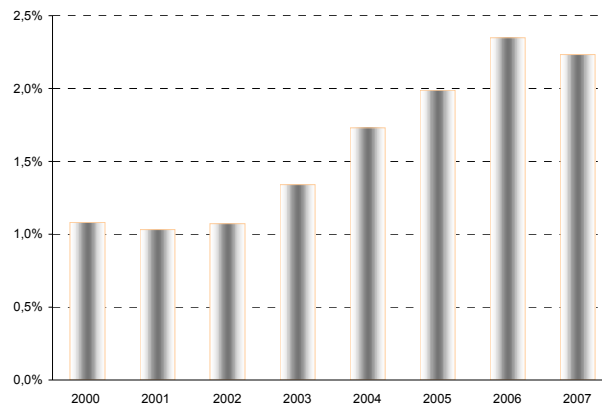
**Fuente:** Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de cifras oficiales.

Además, muchos países de Centroamérica y México son los mayores receptores de recursos provenientes de remesas de trabajadores emigrados. En 2007 volvió a registrarse una cuantiosa entrada de divisas por este concepto, aunque se observó un descenso de su tasa de crecimiento, al menos en parte a causa del deterioro de la situación laboral de muchos trabajadores emigrados, sobre todo en el sector de la construcción, y de las restricciones impuestas a la migración por Estados Unidos. En la región en su conjunto, las remesas representaron en 2007 alrededor de 2% del PIB, mientras en Centroamérica equivalieron aproximadamente a un 11% del PIB y en México a un 2,8%. En los tres países del Caribe de habla inglesa que son los mayores receptores de remesas en la subregión (Granada, Guyana y Jamaica) estas representan, en promedio, cerca del 6% del PIB.

Otro rasgo característico de la evolución de la cuenta corriente de la balanza de pagos en los últimos años es el marcado aumento de las remesas de utilidades realizadas por empresas extranjeras a sus casas matrices, sobre todo desde América del Sur, situación atribuible en parte al alza de los precios de algunos productos básicos y al hecho de que, en muchos casos, la explotación de recursos naturales está en manos de empresas extranjeras (véase el gráfico I.6). En este contexto, cabe destacar que Chile y Perú concentran más de la mitad de los egresos de divisas por este concepto, a pesar de que solo representan el 8% del PIB regional calculado en dólares corrientes.

<sup>5</sup> Este tema se analiza en mayor detalle en CEPAL, *Estudio económico de América Latina y el Caribe, 2006-2007* (LC/G.2338-P) Santiago de Chile, julio de 2007.

Gráfico I.6  
**REMESAS DE UTILIDADES**  
*(En porcentajes del PIB)*



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

### C. Producto, ingreso y componentes de la demanda

Un hecho característico de los últimos años es que el ingreso nacional bruto disponible (YNBD) de los países de la región se ha venido expandiendo a una tasa superior a la del PIB. En 2007 el incremento de este agregado fue del 6,5% mientras el PIB creció un 5,6%, lo que obedece en gran medida al efecto de la mejora de la relación del intercambio, que fue equivalente al 3,7% del PIB. A nivel nacional, el efecto de los distintos componentes que explican la diferencia entre el PIB y el YNBD ha sido bastante heterogéneo.

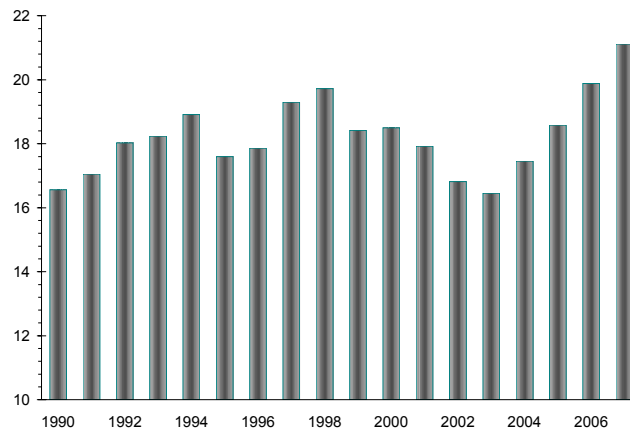
Dado al aumento del YNBD en la región, el ahorro nacional volvió a crecer respecto del año anterior, aunque a una tasa menor, a causa del significativo dinamismo del consumo. A precios corrientes, representó un 21,2% del PIB y, tal como ha venido ocurriendo en los últimos años, permitió financiar íntegramente la inversión regional.

La demanda interna de los países de la región se incrementó un 7,7% en 2007, impulsada por el crecimiento de la formación bruta de capital fijo (11,6%) y, en menor medida, por la expansión del consumo privado (6,8%), que respondió a la mejora observada en los indicadores del mercado de trabajo, así como a la considerable expansión del crédito bancario al sector privado (véase el capítulo III).

La formación bruta de capital, que ha sido el componente más dinámico de la demanda, aumentó entre 2004 y 2007 a una tasa anual equivalente a alrededor del 10%. Esta expansión refleja no solo el dinamismo de la construcción sino, y sobre todo, de la inversión en maquinaria y equipos, cuya contribución ascendió a cerca de dos tercios del alza de este indicador en los últimos cuatro años. Como porcentaje del PIB, en 2007 la formación bruta de capital fijo superó el 21%, el nivel máximo registrado en el período 1990-2007 (véase el gráfico I.7).



Gráfico I.7  
**FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL FIJO**  
*(En porcentajes del PIB a precios del año 2000)*



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

Las diferencias que se observan en la evolución de las economías de la región se reflejan también en el comportamiento de los elementos más dinámicos de la demanda en los últimos años: la inversión y las exportaciones. Entre otras cosas, el aumento de la formación de capital es evidentemente mayor en los países de América del Sur, favorecidos por la mejora de los términos del intercambio. El volumen exportado de bienes se elevó un 5,4% en 2007, después de haber aumentado un 7,3% el año anterior. Esta variación responde en gran medida al marcado descenso del volumen de exportaciones de la República Bolivariana de Venezuela.

Por último, es interesante observar el alza actual de las exportaciones de servicios reales en algunos países de la región. En primer lugar, cabe destacar que su tasa promedio de incremento ha sido en muchos países superior a la de los bienes. Además, en los últimos cuatro años, El Salvador ha venido a sumarse a los casos más conocidos de Panamá y Costa Rica como país cuyo crecimiento supera el promedio regional. Llama también la atención el notable crecimiento que muestran varios países de América del Sur, entre los que destacan Argentina, Brasil, Perú y Uruguay.<sup>6</sup>

En tanto, impulsado por el aumento del nivel de actividad y por la apreciación cambiaria, el volumen importado de bienes y servicios registró nuevamente una expansión acelerada, de un 13,3% en 2007, debido a lo cual la incidencia de las exportaciones netas en el crecimiento fue negativa, tal como viene ocurriendo desde el año 2004.<sup>7</sup>

<sup>6</sup> Véase un análisis desagregado de la evolución de los servicios reales en Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), *Panorama de la inserción internacional de América Latina y el Caribe 2006. Tendencias 2007* (LC/G.2341-P), Santiago de Chile, agosto de 2007.

<sup>7</sup> Tal como se analizó en mayor detalle en el *Estudio económico de América Latina y el Caribe, 2006-2007*, las importaciones siguen creciendo con una elasticidad promedio de alrededor de 2,5.

## D. Activos y pasivos externos y vulnerabilidad macroeconómica

En 2007 continuó disminuyendo la posición pasiva neta con el exterior de América Latina y el Caribe, lo que contribuyó a que siguiera reduciéndose su vulnerabilidad externa, tanto a través de la disminución de los pasivos externos como del incremento de las reservas. El saldo de la balanza básica se estima en un porcentaje superior al 3% del PIB, lo que obedece a la disminución del saldo en cuenta corriente, estimado en un 0,7% del PIB, y al aumento de la IED neta, que según las proyecciones ascendería a alrededor del 2,3% del PIB regional.

Además de los excedentes derivados de los saldos positivos de la balanza básica, se observa en la mayoría de los países de la región una importante afluencia de capitales privados. El fenómeno, que comenzó a observarse en Brasil en 2006, se volvió bastante generalizado en 2007, al menos en la primera parte del año.<sup>8</sup> La afluencia de divisas, unida a la solidez de la balanza básica, aumentó la presión sobre el tipo de cambio y dio origen a una voluminosa acumulación de reservas internacionales, dada la decisión de algunos bancos centrales de la región de evitar, o al menos limitar, la apreciación cambiaria (véase el capítulo II). Estos movimientos se han aminorado como consecuencia de las turbulencias que se produjeron en los mercados internacionales en la segunda mitad de 2007, pero podrían volver a observarse si se atenúan las tensiones en los mercados internacionales de capital, a lo que contribuiría la posibilidad de una sostenida reducción de las tasas de interés por parte de la Reserva Federal de Estados Unidos y el Banco Central Europeo.

El superávit de la balanza básica, sumado a los incentivos provenientes de la reducción de las tasas de interés internas y de la mayor flexibilidad de los tipos de cambio, han impulsado en los últimos años una notoria reducción de la carga de la deuda externa, tanto en relación con el PIB como con las exportaciones.<sup>9</sup> Aunque la deuda externa sigue siendo elevada en algunos países, el coeficiente deuda externa neta/exportaciones de bienes y servicios ha disminuido a alrededor de 0,29, después de haber registrado un promedio de 1,7 en la segunda mitad de los años noventa.

Tal como ocurre en otras regiones, los países de América Latina y el Caribe han aumentado sus reservas internacionales a tasas crecientes. De hecho, han acelerado en 2006 y 2007 el ritmo de expansión de las reservas, como consecuencia de la intervención en los mercados cambiarios motivada por la preocupación de algunos bancos centrales (especialmente los de Argentina, Brasil y Colombia) respecto del nivel del tipo de cambio real (véase el gráfico I.8). Las reservas aumentaron a un ritmo equivalente al 1% del PIB en 2004, al 1,6% en 2006 y se estima que en 2007 su incremento superó el 3,5% del PIB regional.<sup>10</sup>

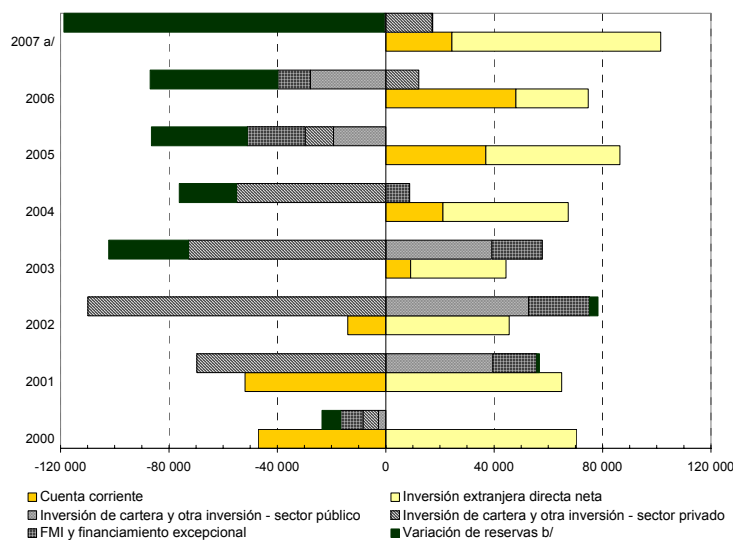
---

<sup>8</sup> Cabe destacar que cerca de dos tercios de los ingresos de capital registrados por el sector privado en Brasil en 2006 provienen del financiamiento de la operación de compra por parte de la CVRD de una empresa minera canadiense.

<sup>9</sup> En ambos casos también cabe mencionar el comportamiento de las variables del denominador de esos coeficientes.

<sup>10</sup> Este tema se analiza en J. L. Machinea, O. Kacef y J. Weller (2007), “América Latina en el 2007: situación económica y del mercado de trabajo” documento presentado en la reunión anual de la Fundación CIDOB, Barcelona, 26 de octubre de 2007.

Gráfico I.8  
**AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE: FUENTES Y USOS DE LA BALANZA DE PAGOS**

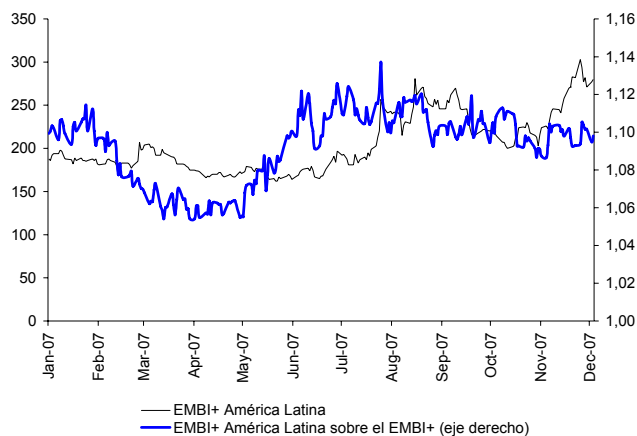


**Fuente:** Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de cifras oficiales.

Por otra parte, el aumento de la volatilidad en los mercados financieros internacionales<sup>11</sup> interrumpió la tendencia marcadamente descendente del riesgo país de los países de la región. El EMBI+ registró mínimos históricos (168 puntos base) a fines de mayo de 2007 y a partir de entonces inició una escalada que, pese a mostrar oscilaciones, lo ubica a fines de año en alrededor de 270 puntos básicos. Se observó, al mismo tiempo, un aumento del EMBI+ relativo de América Latina con respecto al de los mercados emergentes en general (véase el gráfico I.9). El riesgo relativo de la región se incrementó a causa de la evolución de los precios de los bonos de Argentina y la República Bolivariana de Venezuela, incluso antes de que se produjera el más reciente episodio de volatilidad financiera global, y se estabilizó en la segunda mitad de 2007 en un nivel que supera en 10 puntos básicos el promedio de los mercados emergentes.

<sup>11</sup> La intensificación de la volatilidad de los mercados financieros internacionales comenzó mucho antes de la crisis del mercado de hipotecas de alto riesgo. En mayo de 2006, varias economías emergentes realizaron liquidaciones de deuda en respuesta a la acentuación de la aversión al riesgo provocada por las expectativas de mayor inflación en Estados Unidos y de un posible endurecimiento de la política monetaria. A fines de febrero y principios de marzo de 2007, se produjo otro hecho perturbador, esta vez inducido por el anuncio de ajustes de política económica en China destinados a contener el alza de los precios de los activos en ese país, que provocó una caída de los valores en la bolsa de Shanghai cercana a un 9%.

Gráfico I.9  
**AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE: RIESGO ABSOLUTO Y RIESGO RELATIVO**



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

Como hemos señalado reiteradamente, los países de la región se encuentran mucho mejor preparados que en el pasado para enfrentar una situación como la que caracteriza a los mercados financieros internacionales en la segunda mitad del 2007. Esto obedece al excedente de la balanza básica que muestra la región en promedio, así como a los menores niveles y mejores perfiles de endeudamiento, en términos de plazos, tasas y monedas de emisión y al aumento del nivel de reservas internacionales.

Como se analiza en el recuadro I.1, aunque el excedente externo de la región en conjunto depende en gran medida de los términos del intercambio, y estos pueden verse afectados por un cambio de tendencia del PIB global, el déficit equivalente al 1% del PIB que mostraría América Latina y el Caribe en la balanza básica si los términos del intercambio volvieran a los niveles de los años noventa no parece excesivamente alto, cuando se lo compara con un acervo de reservas internacionales equivalente al 12% del PIB regional. Por otra parte, es muy poco factible que, aun en caso de una posible reversión de la evolución de los precios internacionales de los productos básicos, la región pueda retroceder rápidamente a los niveles de la década de 1990.

Recuadro I.1  
**BALANZA BÁSICA EN AMÉRICA LATINA**

La balanza básica es la suma del saldo en cuenta corriente más el saldo neto en inversión extranjera directa (IED). Dado que esta última puede considerarse un componente relativamente estable de la balanza de pagos, la balanza básica representa la necesidad de financiamiento externo de los países, descontada la variación de las reservas internacionales.

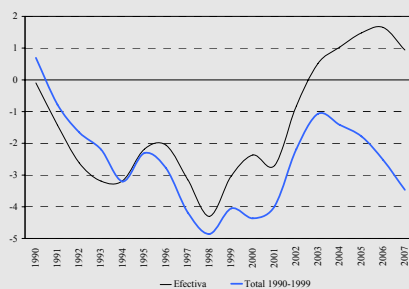
Desde el año 2003, la conjunción de los elevados precios de las materias primas y las altas tasas de crecimiento de los volúmenes exportados se ha traducido en sucesivos superávits en la cuenta corriente de la región que, de manera inédita, acompañaron la fase expansiva del ciclo por el que pasa América Latina y el Caribe. La combinación de crecimiento económico y superávit en cuenta corriente constituye un rasgo positivo en la medida que disminuye la vulnerabilidad externa, hecho que adquiere mayor importancia en un momento como el que atraviesan actualmente los mercados financieros internacionales, caracterizado por mayor volatilidad, creciente iliquidez y más aversión al riesgo. Sin embargo, como este resultado depende de la reciente evolución de los términos del intercambio (y de las remesas de los trabajadores emigrados), cabe preguntarse qué ocurriría en caso de que los precios de los productos básicos volvieran a niveles inferiores.

Teniendo en cuenta que el proceso de recuperación de los términos del intercambio se inició en los años noventa, se decidió calcular la balanza básica con los precios relativos medios del comercio de bienes y servicios correspondientes al período 1990-1999. A tal efecto, se utilizan índices (2000=100) de valor unitario (IVU) de exportaciones e importaciones de bienes y servicios propios de cada país. Luego se corrigen las cifras corrientes de exportaciones de bienes (servicios) de los distintos países, deflactándolas por el IVU de exportaciones de bienes (servicios) e inflactándolas por el IVU de importaciones de bienes (servicios). Intuitivamente, la corrección es bastante simple. Se llevan las cifras corrientes de las exportaciones de cada país al promedio de los precios de la década de 1990, para luego “recuperar” las series a los precios corrientes de cada año mediante los índices de precios de las importaciones, con lo cual se obtiene un cálculo “a precios corrientes”, si los términos del intercambio correspondientes a 2007 fueran iguales al promedio de la década de 1990.

Por otra parte, los altos ingresos de divisas por concepto de exportaciones de materias primas tienen su contrapartida en la cuenta corriente por el lado de las remesas de utilidades de empresas extranjeras que explotan recursos naturales en diferentes países de la región (casos emblemáticos como Chile y Perú). Luego, es preciso corregir también esta partida en el balance de rentas, para saber el efecto neto sobre la balanza básica de una reversión de los precios de exportación a los niveles de la década de 1990. En ausencia de deflatores específicos para esta partida, se usará la misma corrección aplicada para las exportaciones de bienes. Esto supone que o bien las remesas están directamente relacionadas con la explotación y por lo tanto con los precios internacionales de los productos básicos o bien la evolución de estos está relacionada con el nivel de actividad y por ende con las utilidades de las empresas.

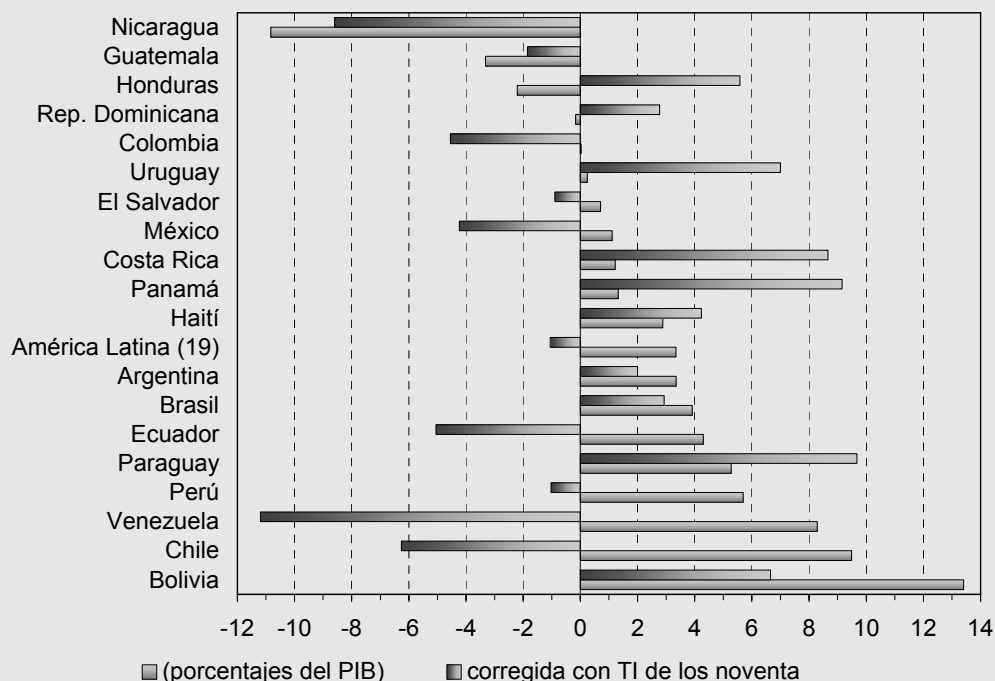
En el gráfico que sigue se muestra el saldo de la balanza básica de América Latina (19 países) como proporción del PIB a precios corrientes, tanto con los términos del intercambio de cada año como con el promedio de los términos del intercambio de 1990-1999. La balanza básica efectiva, es decir con los precios vigentes, presenta en 2007 un superávit del 3,4% del PIB, mientras que calculada con los términos del intercambio de los años noventa arroja un déficit del -1,1% del PIB. Este nivel no resulta excesivamente alto si se compara, por ejemplo, con las reservas internacionales de la región, que equivalen a algo más del 12% del PIB regional.

**AMÉRICA LATINA (19 PAÍSES): BALANZA BÁSICA, 1990-2007**  
(En porcentajes del PIB)



Por otra parte, resulta de interés la comparación país por país. Como se advierte en el segundo gráfico de este recuadro, en líneas generales se puede concluir que una vuelta a los términos del intercambio de los años noventa perjudicaría significativamente a los países exportadores de hidrocarburos y metales, con la excepción de Bolivia, que son los que más se han beneficiado de la mejora observada en los términos del intercambio. Por otra parte, la situación de los países centroamericanos mejoraría. Los países más grandes del Mercosur no verían alterada su situación de manera apreciable, mientras que Paraguay y Uruguay la mejorarían. Cabe agregar que esta estimación se basa en supuestos bastante extremos, habida cuenta de que, aun cuando los precios de los productos básicos puedan bajar y así deteriorarse los términos del intercambio de la región, es difícil prever que la situación se pueda retrotraer en el corto plazo a la imperante en los años noventa.

**AMÉRICA LATINA (19 PAÍSES): BALANZA BÁSICA, 2007**  
(En porcentajes del PIB)

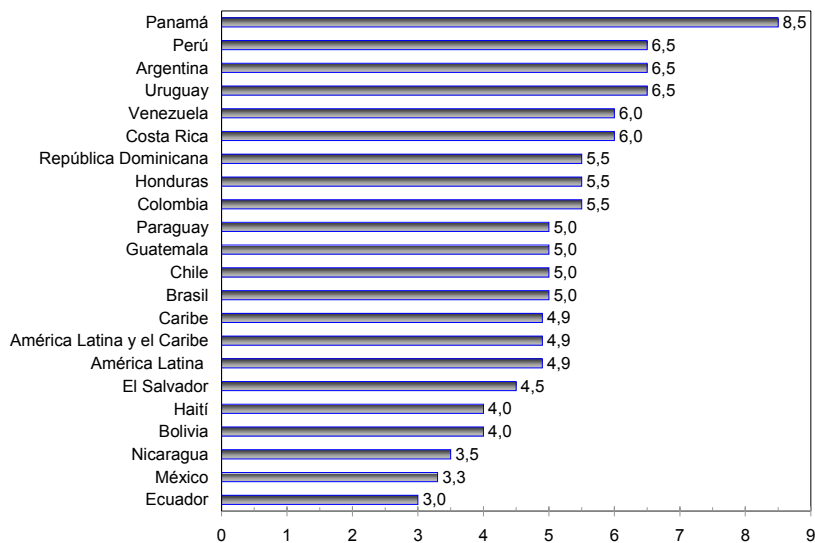


Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de cifras oficiales.

## E. Perspectivas, amenazas y desafíos

A pesar de las recientes turbulencias en los mercados financieros y las perspectivas de una desaceleración de la economía estadounidense, la relativa estabilidad que muestran las economías de la región permite mantener un cauto optimismo. Como se señala al comienzo de esta Introducción, se prevé que la tasa de crecimiento de 2007 sea de un 5,6% y, en caso de que tales proyecciones estén acertadas, el nuevo año, para el que se proyecta un crecimiento de alrededor del 4,9%, será el sexto año consecutivo de crecimiento y el quinto con una tasa superior al 4%, lo que implica un aumento del producto por habitante superior al 3% anual.

Gráfico I.10  
AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE: TASAS DE CRECIMIENTO DEL PIB, 2008



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

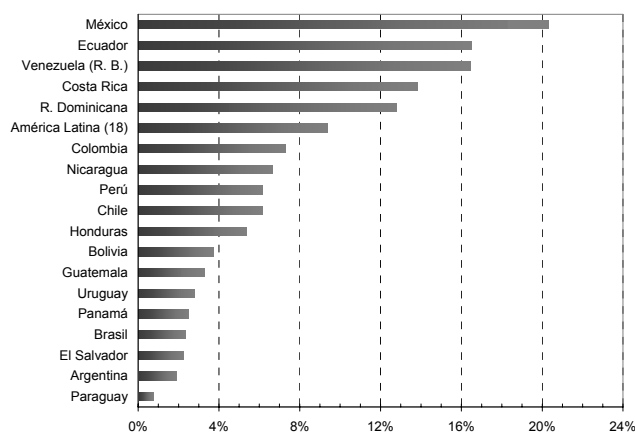
Estos pronósticos están en cierta forma sujetos a que las estrategias dirigidas a controlar la situación que atraviesan los mercados financieros internacionales a fines de 2007 permitan efectivamente evitar una desaceleración muy profunda, que podría afectar la sostenibilidad del crecimiento mundial y, en un contexto de mayor volatilidad de los mercados financieros, dar origen a una escalada de las primas de riesgo y un deterioro más profundo de las condiciones financieras para las economías emergentes.

Aun en caso de que la situación evolucione positivamente en la región, la desaceleración del ritmo de crecimiento de los Estados Unidos debería afectar más a México y Centroamérica, cuyas exportaciones están más concentradas en el mercado estadounidense y consisten en su mayor parte en manufacturas, a muchas de las cuales se les aplican reglas de origen muy definidas, por lo que son más difíciles de reubicar a corto plazo (véase el gráfico I.11).<sup>12</sup>

<sup>12</sup> La elasticidad ingreso a corto plazo de las importaciones estadounidenses se estima en 2,3. Al respecto, véase P. Hooper, K. Johnson y J. Marquez, "Trade elasticities for the G-7 countries", *Princeton Studies on International Economics*, N° 87, agosto de 2000.

Si bien se prevé que la inversión siga siendo el principal impulsor de la demanda, sobre todo porque los niveles actuales siguen siendo insuficientes para sostener una tasa de crecimiento del orden del 5%-6%, la agudización de la incertidumbre plantea dudas sobre la evolución de este agregado. Por otra parte, el impacto de las exportaciones netas volverá a ser negativo, como consecuencia de la pérdida de dinamismo de las exportaciones en comparación con los comienzos de la actual fase expansiva y del incremento de las importaciones, impulsadas por el mayor nivel de actividad y el descenso del tipo de cambio real.

Gráfico I.11  
**AMÉRICA LATINA: EXPORTACIONES A ESTADOS UNIDOS**  
*(En porcentajes del PIB)*



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

Otro hecho auspicioso de la actual coyuntura es la disminución de la tasa de desempleo, que según las proyecciones sería de un 8,0% en 2007 e inferior a este porcentaje en 2008, lo que se traduciría en niveles similares a los de los años noventa, antes de la sucesión de crisis que tuvo repercusiones muy negativas para los mercados de trabajo de la región. Además, esta disminución de la tasa de desempleo se da en el contexto de una mejora de la calidad del empleo, factores que unidos al crecimiento de las economías influyen positivamente en los indicadores de pobreza. La mejora de los indicadores laborales y el descenso de la pobreza, sumados a una incipiente tendencia a la mitigación de la inequidad, de acuerdo a los menores coeficientes de Gini que presentan algunas economías, podrían contribuir al aumento del consumo y, por lo tanto, al sostenimiento de la demanda interna de los países de la región.

Como es evidente, la situación actual no está exenta de riesgos. En lo que respecta al contexto internacional, los desequilibrios globales siguen presentes y la desaceleración prevista de la economía estadounidense, cuyos alcances son aún difíciles de precisar, se conjuga con un conjunto de factores exógenos que pueden condicionar la evolución de las economías de la región, tal como se analiza en secciones anteriores.

Otras señales de alerta provienen de la propia región y están relacionadas con la política macroeconómica aplicada en los países. Una de ellas es la persistente baja del tipo de cambio



real, que está afectando a algunas economías de América del Sur, a pesar de las medidas adoptadas por las autoridades monetarias de algunos de ellos con el propósito de contener la apreciación de su moneda.

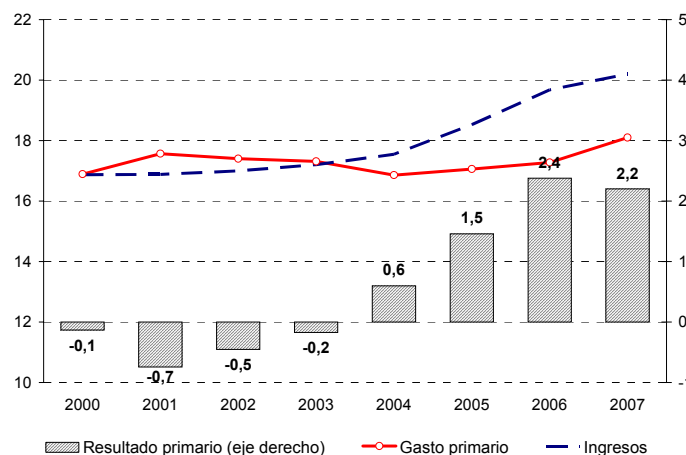
Al mismo tiempo, la tasa de inflación se está acelerando en varios países, como reflejo de la aparición de presiones tanto desde la oferta (por el aumento de los precios de los alimentos y de los productos energéticos) como desde la demanda (en parte como reflejo del sostenido crecimiento económico, pero también en parte como consecuencia de algunas decisiones de política). Debido a esta situación, en los países cuya política monetaria establece metas inflacionarias explícitas, la tasa de inflación ha excedido el límite superior de la banda (véase el capítulo II).

Junto con lo anterior, se observa un incremento generalizado del gasto público, no solo superior al del producto nominal, sino incluso superior al aumento de los ingresos. Este comportamiento procíclico del gasto público no plantea problemas fiscales a corto plazo, debido al aumento de los recursos, pero es motivo de cierta preocupación dada la posibilidad de que sea una señal de un cambio de rumbo en la política económica (véase el capítulo II).

En los primeros años del actual período de crecimiento, las cuentas públicas mostraron una mejora atribuible al aumento de los ingresos y a la reducción del gasto como porcentajes del PIB. En una segunda etapa, esta mejora se extendió esencialmente gracias al extraordinario incremento de los ingresos, mientras los gastos crecían menos que estos. En cambio, en 2007 se observó una reducción del superávit fiscal primario como consecuencia de una desaceleración del aumento de los ingresos (que aumentaron el equivalente a 0,4 puntos del PIB) y una expansión creciente del gasto (que aumentó 0,7 puntos del PIB), que acentúa la presión de la demanda sobre los precios y contribuye a la apreciación del tipo de cambio real. A esto se une el hecho de que la reducción del saldo fiscal limita la capacidad del sector público para impulsar aumentos de la inversión en capital físico y humano.

Por otra parte, se observa en varios países de la región un marcado aumento del crédito para consumo que, en un contexto de sostenido crecimiento de la demanda, puede dar origen a nuevas presiones sobre el nivel de precios (véase el capítulo II).

Gráfico I.12  
**AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE: INGRESOS, GASTO PRIMARIO Y SALDO PRIMARIO DEL GOBIERNO CENTRAL**



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

La aceleración de la inflación podría enfrentar a los bancos centrales a la necesidad de elevar las tasas de interés en un período en el que se observa una tendencia en sentido inverso en el contexto global o, al menos, es poco probable que se produzcan aumentos de las tasas de interés internacionales en el futuro cercano. Si esto ocurriera, es probable que se incremente la magnitud de las corrientes de capital hacia la región, tal como se ha observado en algunos países en 2007, lo que agudizaría las presiones a la apreciación del tipo de cambio real. En tal caso, la reducción de la demanda obedecería a la disminución de las exportaciones, que es la alternativa menos auspiciosa.

En este contexto, la alternativa de una política fiscal más austera aparece como la mejor estrategia, dado que disminuye las presiones inflacionarias además de aliviar la presión sobre el mercado de crédito y hacer posible una reducción de la tasa de interés. Lo que se plantea en este caso no es solo la habitual recomendación de adoptar una política fiscal contracíclica para mitigar la volatilidad de nuestras economías, sino una recomendación puntual y enfocada a enfrentar esta particular coyuntura, ante la amenaza de una posible aceleración de la inflación y la agudización de la apreciación del tipo de cambio real.

Asimismo, en la medida en que, a diferencia de lo que ocurría hasta el año 2006, las entradas de capital se conviertan en una de las causas de la apreciación de los tipos de cambio, no debe descartarse la conveniencia de imponer restricciones a su ingreso, como lo hicieron Chile y Colombia durante los años noventa, este último de nuevo recientemente y la Argentina un par de años atrás.

## **F. Una mirada de más largo plazo**

Aunque es improbable que estos factores afecten las posibilidades de crecimiento de la región en el 2008, abren una interrogante respecto de lo que puede ocurrir a mediano plazo. Desde una perspectiva de mayor alcance, también hay dudas sobre la posibilidad de que la región esté aprovechando esta favorable coyuntura externa para asignar parte de los recursos extraordinarios con que cuentan los países a actividades que contribuyan a su crecimiento sostenido. El proceso de industrialización en los países de menor desarrollo relativo de Asia, en particular China e India, ha producido un cambio estructural en la demanda mundial que favorece los productos primarios y otros productos básicos producidos por América Latina y el Caribe. Por consiguiente, es muy probable que durante varios años más estos cambios estructurales en la oferta y la demanda mundial de bienes puedan seguir beneficiando a la región.

Lo anterior ofrece oportunidades cuyo aprovechamiento requiere de un impulso estratégico a las actividades de producción de bienes primarios, a fin de sacar partido de los activos desarrollados previamente. Sin embargo, hay dos motivos por los cuales es necesario estimular el desarrollo de otras actividades, en muchos casos relacionadas con esos productos. En primer lugar, los países deberían prepararse para el período en el que, sin duda, se reducirá el valor relativo de los productos primarios. En segundo lugar, es posible que un desarrollo basado exclusivamente en recursos naturales sin valor agregado adicional y, en particular, sin mayor conocimiento incorporado, no contribuya a una mejor distribución del ingreso y, además, puede no ser suficiente para producir externalidades que potencien el proceso de desarrollo.

Por ello, los países de la región debieran formular estrategias que permitan agregar conocimientos a las actividades basadas en recursos naturales y desarrollar nuevos sectores, en muchos casos vinculados a estos. En este contexto, hay tres elementos que aparecen como indispensables: infraestructura, una red de innovación y mejoramiento de la calidad de la educación. En ninguna de las tres áreas la región está haciendo todo lo que podría. Por una parte, la infraestructura de transporte interna y externa y la relacionada con el sector energético siguen presentando serias deficiencias, que se suman a una escasa inversión en el área. La concesión de subsidios generalizados que incluyen a sectores de altos ingresos no contribuye a una mejor distribución del ingreso, restan recursos a la inversión pública y no ofrecen los incentivos necesarios para la inversión privada. Por otra parte, los mecanismos de innovación exigen mayores recursos y una infraestructura tecnológica que, en general, no se observan en la región, al menos en la magnitud necesaria para lograr avances significativos. De hecho, para lograrlos es imprescindible que se adopte una estrategia en la que se otorgue prioridad a estas actividades, estrategia que debe articularse con el sector privado pero en cuya formulación el Estado debe tener una participación protagónica. Por último, la dotación de un mayor contenido de conocimientos a las exportaciones de la región y la estructura productiva en general será tanto más difícil en la medida que la región logre mejorar la calidad de la educación, es decir, la formación de los recursos humanos.

La asignación de recursos y capacidades a estas actividades debe responder a una decisión estratégica orientada a aprovechar la renta proveniente de la explotación de recursos naturales en la coyuntura actual. Si bien en algunos países se observan avances en este campo, estos son evidentemente insuficientes y plantean dudas sobre la capacidad de la región de crear las bases de un crecimiento sostenible.