

# Incertidumbre financiera e inflación: el impacto en América Latina

## *Financial Uncertainty and Inflation: His Impact on Latin America*

JOSÉ LUIS MACHINEA

*Director de la Cátedra Raúl Prebisch, Universidad de Alcalá*

### RESUMEN

La incertidumbre financiera asociada a la crisis hipotecaria de Estados Unidos y la más reciente aceleración inflacionaria ligada al aumento de los alimentos y del petróleo está generando una desaceleración del crecimiento del mundo desarrollado y un incremento del costo del financiamiento en los países en desarrollo. Aunque la América Latina y el Caribe son menos vulnerables a choques externos que en el pasado no cabe duda que habrá costos importantes. Estos costos variarán entre países, dependiendo de la importancia de las remesas y la magnitud y características de los bienes exportados a los países desarrollados. A ello es necesario agregarle el impacto de los mayores precios sobre la pobreza y sobre la tasa de inflación que pondrá presión sobre los bancos centrales de la región para aumentar las tasas de interés. Es probable que el impacto se perciba con mayor nitidez en la segunda mitad del año y en especial en el 2009.

**Palabras clave:** Crisis financiera, petróleo, alimentos, América Latina, Estados Unidos.

### ABSTRACT

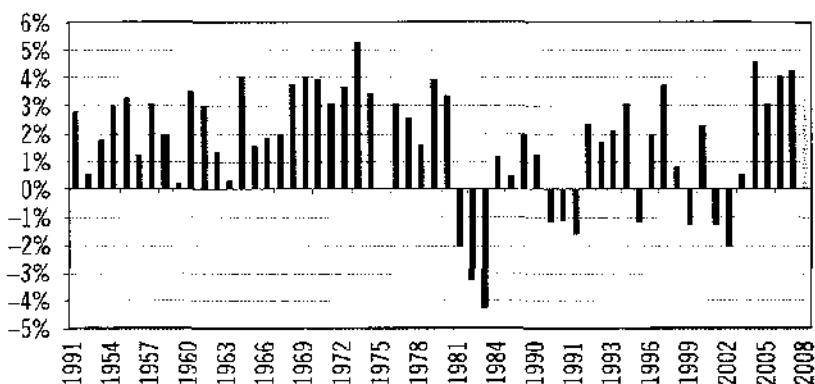
The financial turmoil linked to the mortgage crisis in the US and the more recent raise of inflation tied to the upswing of food and oil prices are producing a slowdown in the rate of growth of developed countries and an increase in the financing cost of developing countries. In spite of being less vulnerable to external shocks the region will face negative consequences. The impact on the countries of Latin America and the Caribbean will depend on the size of remittances, the magnitude and characteristic of export oriented to developed countries and the financial needs. On top of that, the region faces the negative effect of the increase in food prices on poverty and on the acceleration of inflation, which is putting pressure on central banks to increase interest rates. The negative impact will be more perceptible by the end of the year and in 2009.

**Key words:** Financial crisis, oil, food, Latin America, The United States.

## INTRODUCCIÓN<sup>1</sup>

Durante 2008 la economía de América Latina y el Caribe crecerá alrededor de un 4,7%. Si bien este porcentaje representa un retroceso respecto del 5,7% estimado para 2007, ello implica que la región completará seis años consecutivos de crecimiento y el quinto con una tasa de aumento del PIB por habitante superior al 3%. Para encontrar un período similar en la historia económica de la región habría que remontarse 40 años atrás (Gráfico 1).

**Gráfico 1**  
**América Latina y el Caribe: Crecimiento del PIB per cápita**  
*(En porcentajes)*



Fuente: CEPAL.

La expansión ha estado acompañada por una significativa mejora de los indicadores del mercado de trabajo. En efecto, el aumento del empleo ha permitido reducir la tasa de desocupación, estimada para este año en un 7,7%, más de tres puntos por debajo de la observada a comienzos de esta década. En conjunto, el crecimiento de la economía, la disminución del desempleo y el aumento de los ingresos no salariales (remesas y programas de transferencias condicionadas), han permitido reducir los niveles de pobreza que, sin embargo, continúan siendo muy elevados<sup>2</sup>.

La expansión de la economía mundial y la liquidez en los mercados internacionales de capital han favorecido la expansión de la región. A

ello es necesario agregar el acelerado proceso de industrialización de los países en desarrollo de Asia, que ha producido un cambio en la estructura de la demanda mundial. Esto se tradujo en un significativo incremento del volumen exportado, así como en un aumento del precio de los productos primarios, factores que contribuyeron a la acumulación de excedentes en la balanza comercial<sup>3</sup>. Otro elemento característico de la actual coyuntura internacional ha sido la expansión de los recursos que ingresaron por concepto de remesas de los trabajadores emigrados, en especial México y Centroamérica.

Teniendo en cuenta la importancia que los sucesos externos han tenido como desencadenantes del período de crecimiento por el que atraviesan las economías de la región, cabe interrogarse acerca de la manera en la que los cambios que se observan actualmente en la economía mundial pueden afectar a la situación de América Latina y el Caribe.

#### LOS CAMBIOS EN EL ESCENARIO INTERNACIONAL

A partir del año 2007 comenzaron a observarse algunos cambios de significación en el panorama económico internacional. Por una parte, se inició un período de desaceleración de la demanda mundial como consecuencia de la crisis del mercado de hipotecas de Estados Unidos. Por otra, el aumento de la inflación a escala global ha agregado en los últimos meses un factor adicional de incertidumbre que, más allá de sus efectos en el nivel de actividad, tendrá un claro impacto sobre los niveles de pobreza.

##### *Volatilidad financiera*

La inestabilidad financiera asociada al mercado de hipotecas de alto riesgo de Estados Unidos se extendió rápidamente al mercado inmobiliario de ese país y a otros del mundo desarrollado, afectando además la evolución del sector de la construcción y, lo que es más importante, amenazando seriamente el valor de las garantías reales que respaldan buena parte de los créditos otorgados en esos países<sup>4</sup>.

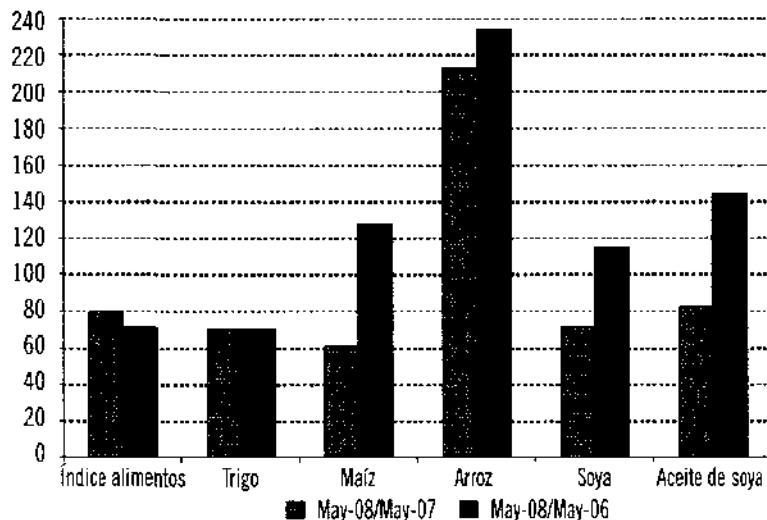
La incertidumbre sobre la solvencia de las entidades financieras, en particular de los bancos de inversión, generó una corrida sobre sus pasivos, lo que causó graves problemas de liquidez. La reducción de los riesgos de una crisis de liquidez, gracias a la oportuna intervención

de los bancos centrales, y en particular de la Reserva Federal, mediante la inyección de liquidez, no implica que los problemas del sistema financiero hayan desaparecido, ya que persiste el problema de la calidad de la cartera de préstamos. En este sentido, un dato esencial a tener en cuenta, por su efecto sobre la solvencia de las entidades financieras, es la evolución del precio de las propiedades. En Estados Unidos este precio viene descendiendo desde fines de 2006, aunque aceleró su caída a mediados de 2007. El descenso de los últimos 15 meses llega al 17%, aunque en varios estados supera el 25%.

*La aceleración de la inflación a escala global*

Paralelamente al deterioro de las condiciones en que operan los mercados financieros, en el último año se ha producido una aceleración del incremento de los precios de los productos básicos, en especial el petróleo y los alimentos (véase el gráfico 2).

**Gráfico 2**  
**Aumento de precios de los alimentos**  
*(En porcentajes)*

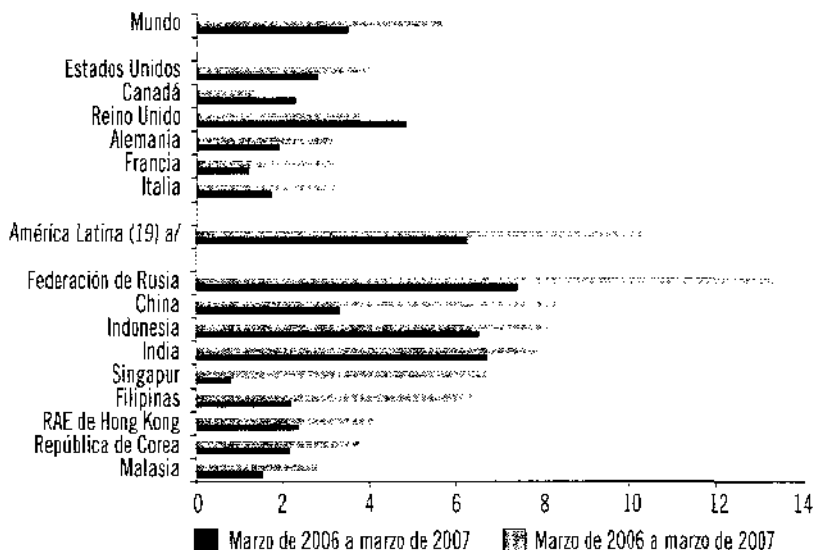


Fuente: CEPAL sobre la base de información de la UNCTAD.

El incremento de precios obedece a factores estructurales, como el aumento de la demanda mundial de alimentos por la incorporación al mercado de una gran cantidad de consumidores provenientes sobre todo de los países asiáticos en desarrollo, pero también a la devaluación del dólar y la demanda de biocombustibles y, muy especialmente, al efecto de los subsidios generalizados con ese fin en Estados Unidos y en Europa<sup>5</sup>. Posteriormente, la situación se agravó a partir del cierre de las exportaciones en varios países<sup>6</sup>, y del aumento de las compras especulativas en los mercados de futuros, que pareciera explicar una parte importante del incremento de los últimos meses<sup>7</sup>.

Debido a estos aumentos, se observa un incremento de la inflación en casi todos los países del mundo, aunque el impacto es mayor en los países emergentes que en los países desarrollados (véase el gráfico 3). Por una parte, dado su menor ingreso medio, en los prime-

**Gráfico 3**  
**Aceleración de la inflación en países seleccionados**  
*(En porcentajes)*



Fuente: CEPAL y FMI.

<sup>a</sup> Promedio simple de 19 países.

ros los alimentos tienen una mayor ponderación en las canastas de consumo y por lo tanto en el índice de precios al consumidor. Por otra, la desaceleración de las economías desarrolladas, como se mencionó previamente, actúa como amortiguador de las presiones inflacionarias.

La aceleración de la inflación, y en especial el encarecimiento de los alimentos y la energía, tiene un impacto directo y negativo sobre la demanda mundial, así como implicaciones sobre la distribución del ingreso y la pobreza. Al impacto directo se suma otro indirecto, derivado del efecto que la aceleración inflacionaria tiene sobre la tasa de interés.

Por el momento, la reacción de los bancos centrales ha sido cauta, como aconsejan las circunstancias, ya que la aceleración inflacionaria se produce, en la mayoría de los casos, debido a un *shock* de oferta y no a un desequilibrio originado en un crecimiento excesivo de la demanda. La consecuencia ha sido una disminución de la tasa de interés real, que en muchos casos se ha vuelto negativa. Sin embargo, cuanto mayor sea la posibilidad de que estos incrementos de precios se propaguen al resto de la economía, según la etapa del ciclo o las modalidades de negociación salarial, mayor será la presión que se ejercerá sobre los bancos centrales para cambiar su postura. Así, en un contexto en que la inflación tiende a aumentar en el mundo desarrollado y a instalarse en niveles cercanos a los dos dígitos en los países en desarrollo, es probable que los incrementos de las tasas de interés que estamos presenciando sean solo el comienzo de políticas monetarias más restrictivas.

#### *Desaceleración del crecimiento mundial*

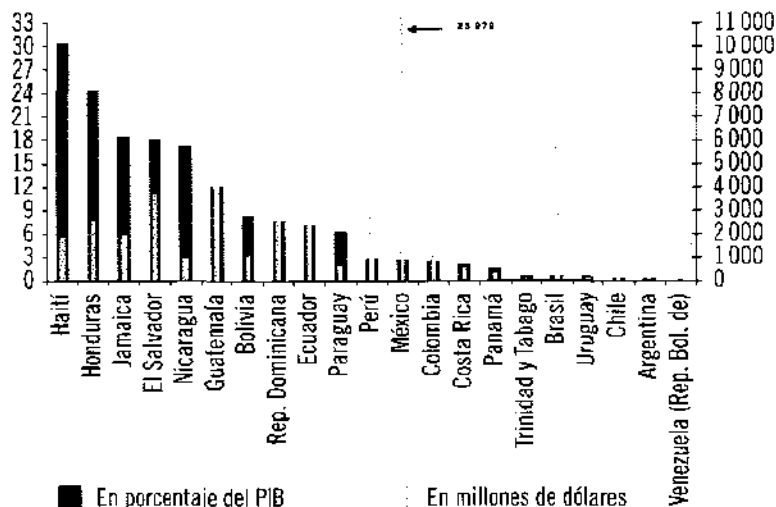
Tanto los problemas del mercado financiero como el aumento del precio de los alimentos y el petróleo tienen claros efectos negativos sobre el ritmo de crecimiento. Sin embargo, transcurrida ya gran parte del año, aún no hay consenso acerca de la profundidad de la desaceleración del crecimiento, ya que todavía no se ha alejado por completo el peligro de una recesión en Estados Unidos, aunque sí parece perfilarse un sendero de lenta recuperación a partir de la segunda mitad del año, favorecido por el paquete de medidas de índole fiscal anunciado y que permitiría una tenue recuperación del consumo. Sin

embargo la evolución futura dependerá de varios factores. Por un lado, la evolución en el precio de las viviendas con su impacto sobre el sistema financiero y sobre la riqueza de las familias, que afectarían el consumo y las expectativas de inversión. Por el otro, el incremento del precio de las *commodities*, que disminuirá el consumo y generará aumentos de las tasas de interés. En cualquier caso, más allá de la magnitud de la desaceleración, habrá un debilitamiento de la demanda de importaciones proveniente de ese mercado, que tiende a generalizarse a la totalidad del mundo desarrollado.

*América Latina y el Caribe frente a la desaceleración de la economía mundial*

Aunque América Latina y el Caribe son menos vulnerables que en el pasado a las perturbaciones financieras<sup>8</sup>, no hay dudas que la desaceleración de la economía mundial tendrá impactos negativos en la región. Ejemplo de ellos son los siguientes:

**Gráfico 4**  
**América Latina y El Caribe: Remesas, 2007**  
*(En millones de dólares y porcentajes del PIB)*



Fuente: CEPAL sobre la base de información del Banco Interamericano de Desarrollo.

*Remesas de trabajadores emigrados.* Uno de los impactos de la desaceleración de la economía de Estados Unidos es la reducción de las remesas de latinoamericanos y caribeños empleados en ese país. En 2007 las remesas continuaron creciendo, aunque a una tasa sustancialmente menor que la de los últimos tiempos, sobre todo a causa del estancamiento de las dirigidas a México. Sin embargo, en un reciente estudio, se advierte que el porcentaje de latinoamericanos y caribeños que envía remesas a sus hogares ha comenzado a disminuir a principios de 2008<sup>9</sup>. El impacto será proporcional a la importancia de las remesas en términos del producto de los países receptores (véase el gráfico 4).

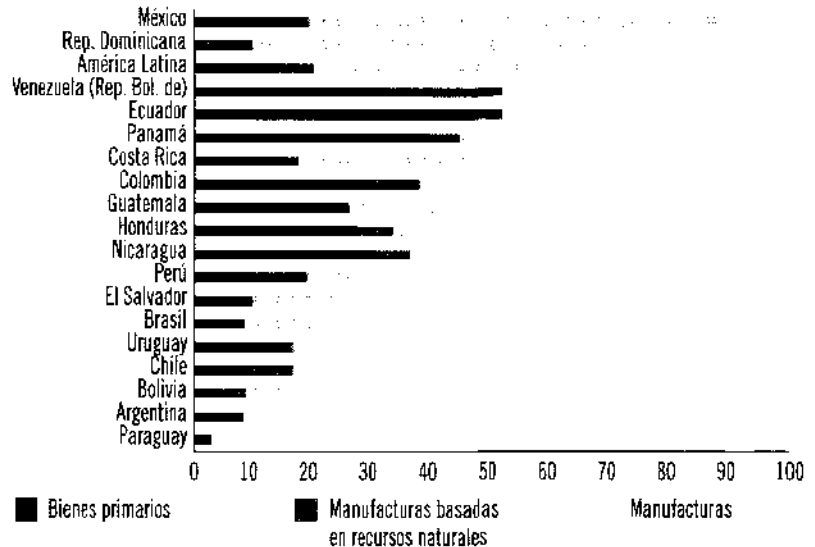
*Volumen exportado.* Cabe esperar que la desaceleración del nivel de actividad de los países desarrollados repercuta negativamente sobre las exportaciones de la región, dependiendo de cuánto se exporte hacia los mercados de los países desarrollados, en especial a Estados Unidos, y de la posibilidad de reorientar al menos una parte de esas exportaciones hacia aquellos otros mercados cuya demanda sea sostenida. Esto último dependerá, a su vez, del tipo de bien que se exporte, ya que es mucho más fácil reorientar un producto básico escasamente diferenciado que una manufactura producida sobre la base de especificaciones y requerimientos técnicos asociados al mercado de destino.

En este sentido, cabe esperar que el impacto de una desaceleración del crecimiento de la economía estadounidense en particular, y de los países desarrollados en general, sea diferenciado y afecte en mayor medida a México y a Centroamérica que a América del Sur, cuyas exportaciones tienen un mayor peso de los productos básicos y son más diversificadas respecto de sus mercados de destino, con una mayor importancia de los mercados asiáticos, cuyo crecimiento se espera continúe registrando tasas elevadas (gráfico 5).

*Precios de los productos básicos.* Otro efecto probable de la desaceleración del crecimiento global es el menor aumento de los productos básicos que, a diferencia del volumen de exportaciones y de las remesas, afectaría principalmente a América del Sur. En este sentido, cabe mencionar que además de la fuerte desaceleración en el crecimiento del mundo desarrollado, es probable alguna desaceleración del ritmo de crecimiento de la economía china, ya que Estados Unidos y la



**Gráfico 5**  
**América Latina: exportaciones hacia Estados Unidos,**  
**según categoría de productos, Promedio 2003-2006**  
*(En porcentajes del PIB)*



Fuente: CEPAL sobre la base de Naciones Unidas, Base de datos estadísticos sobre el comercio de mercancías (COMTRADE).

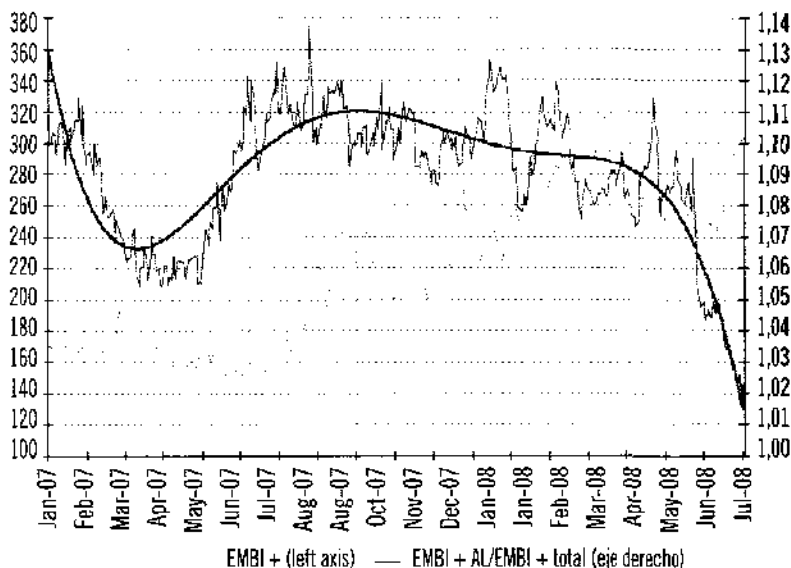
Unión Europea representan alrededor del 40% (porcentaje que se eleva al 50% cuando se agrega Japón) del destino de sus exportaciones<sup>10</sup>. No obstante, considerando la importancia de la demanda interna, la desaceleración difícilmente sea de más de dos o tres puntos (la tasa de crecimiento fue del 11,7% en 2007).

Sin embargo, tal como fuera mencionado, hay otros factores que pueden afectar el precio de los productos básicos. Entre ellos, por su impacto en el corto plazo, vale la pena destacar, la significativa demanda de productos básicos como reserva de valor. Ello hace difícil hacer una predicción respecto del precio en los mercados internacionales a corto plazo, aunque cabe esperar que el efecto de las compras especulativas sobre la evolución de estos mercados quede restringido a un período limitado. En ese caso, dependiendo del impacto de otros factores, tales como los bajos *stocks* de distintas *commodities* y el estan-

camiento en la producción de petróleo, es probable que en los próximos meses se observen algunas reducciones en relación con los precios observados en el segundo trimestre de 2008.

*Demanda de activos financieros de mayor riesgo.* El aumento de la volatilidad de los mercados financieros suele estar acompañado por la «fuga hacia la calidad», en la medida en que los inversionistas buscan refugio en activos financieros de bajo riesgo relativo. Este fenómeno está ocurriendo en parte, tal como se refleja en la evolución del índice de rentabilidad de los bonos de mercados emergentes (EMBI+), aunque en los últimos meses el riesgo país de América Latina está creciendo menos que en los otros países emergentes (gráfico 6). La mayor prima por riesgo, que puede acentuarse en los próximos meses en una mayor incertidumbre del sistema financiero, podría afectar a la región en la medida en que encarece el costo del financiamiento.

**Gráfico 6**  
**EMBI + De América Latina y EMBI relativo**  
*(Serie diaria en puntos básicos)*



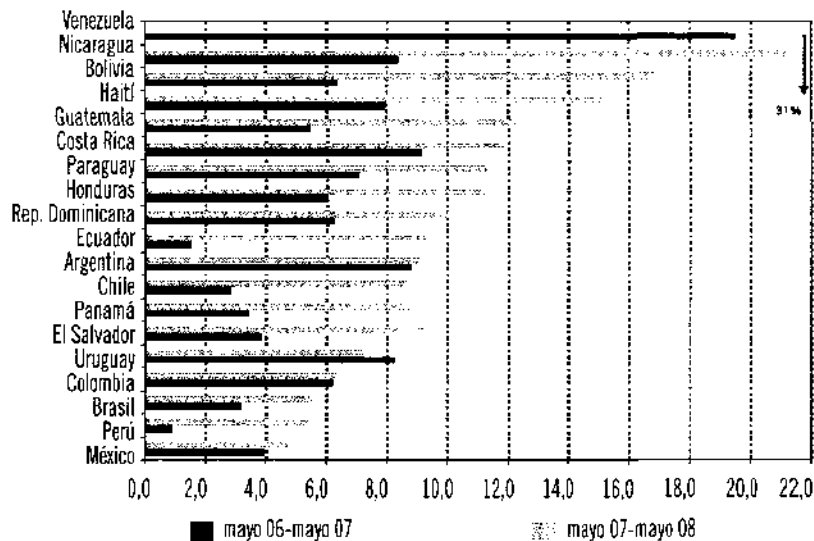
Fuente: CEPAL sobre la base de información del JP Morgan.

Sin embargo, cabe tener en cuenta que el costo financiero total no ha aumentado en forma proporcional al diferencial por riesgo por la reducción de las tasas de mediano y largo plazo. Además, las necesidades de financiamiento de los países de la región, al menos durante lo que resta de 2008, son relativamente poco importantes, por lo que el aumento del riesgo país no tendría mayores consecuencias en lo inmediato. La situación podría empeorar en 2009, cuando se prevé un aumento importante de los vencimientos, al menos en algunos países.

*Los riesgos que plantea la aceleración de la inflación en América Latina*

En gran medida por la ya señalada presión de los *shocks* de oferta que representan los incrementos sostenidos de los precios del petróleo y de los alimentos, que en algunos casos se complementaron con presiones provenientes de la demanda, la inflación se ha acelerado de manera generalizada en la región. En efecto, el promedio de inflación, que a fines de 2006 rondaba el 6% anual, en junio de 2008 es de alrededor del 10% (gráfico 7).

**Gráfico 7**  
**Aceleración de la inflación en América Latina**  
*(En porcentajes)*



Fuente: CEPAL.

Esta aceleración inflacionaria agudiza los dilemas que usualmente plantea el diseño de las políticas monetaria y cambiaria en un contexto de flotación y libre movilidad de capitales, dado que los bancos centrales de la región se ven ante la necesidad de contrarrestar, a través de la política monetaria, las crecientes presiones inflacionarias en un momento en que la Reserva Federal de Estados Unidos ha reducido sensiblemente las tasas de interés.

En este contexto, si los bancos centrales deciden aumentar las tasas de interés para controlar la demanda, la consecuencia sería un mayor ingreso de capitales y una acentuación de las presiones para apreciar el tipo de cambio. Sin embargo, si las autoridades monetarias asumen una actitud pasiva, el aumento de precios puede propagarse a otros precios clave y terminar provocando una inflación más generalizada. Al respecto, en el gráfico 8 se ilustra la aceleración de la inflación en el sector de los alimentos durante los últimos 12 meses en relación con la aceleración en el resto de los bienes y servicios que forman parte de

**Gráfico 8**  
**América Latina: aceleración de la inflación en alimentos**  
**y en el resto del índice de precios al consumidor<sup>a</sup>**  
*(En porcentajes)*



Fuente: CEPAL.

<sup>a</sup> Inflación de los últimos 12 meses en comparación con la inflación de los 12 meses anteriores.

los índices de precios. Como allí se observa, en la mayoría de los países no hay un traslado de la mayor inflación de los alimentos a los otros bienes, aunque la diferencia entre países es considerable<sup>11</sup>.

Pareciera que, en el actual contexto expansivo que caracteriza a varias de las economías de la región, la mejor manera de enfrentar el aumento de la inflación es mediante la política fiscal, evitando efectos indeseados sobre el nivel del tipo de cambio real. Sin embargo, el sesgo procíclico que viene observándose en la evolución del gasto público en los últimos tiempos, sumado a las demandas sobre el gasto público para paliar el impacto del aumento del precio de los alimentos y la energía sobre los sectores de menores recursos, permite prever que de aquí en más es probable que se acentúe la tendencia de las últimas semanas a un incremento de las tasas de interés en la mayoría de los países. En algunos casos puede ser lo correcto si se trata de desacelerar la demanda y la política fiscal no reacciona en tiempo y forma; en otros, no será la política acertada y sólo se explicará por la creciente presión sobre los bancos centrales para no «perder reputación»<sup>12</sup>. De esta forma, cabe esperar que en el futuro cercano, y a diferencia de los últimos años, la contribución de la política monetaria a la evolución del nivel de actividad tienda a ser cada vez más negativa, tanto por el efecto directo del aumento de la tasa de interés como de la probable acentuación de la apreciación cambiaria. La consecuencia será una desaceleración del crecimiento en el mundo desarrollado, incluyendo América Latina.

#### *El impacto distributivo del aumento de los precios de los alimentos*

De acuerdo con estimaciones de la CEPAL, desde principios de 2006 y, sobre todo, desde 2007, el aumento de los índices de precios al consumidor de los alimentos se ha acelerado en la mayoría de las economías de la región, con un ritmo anual que oscila entre un 9% (México) y un 43% (Venezuela) y un promedio cercano al 17%.

Este fenómeno no solo tiene un claro sesgo inequitativo, sino que también puede provocar un aumento del porcentaje de indigentes y pobres en los países de la región. Partiendo de los datos de la CEPAL para 2007, un aumento de los ingresos nominales del 7% (similar a la inflación de 2007) y un incremento del 17% en el precio de los alimentos aumenta en 15% las personas con un ingreso menor al de la línea

de pobreza extrema (10 millones de personas), sin contar con el agravamiento de la situación social de quienes ya vivían en la pobreza<sup>13</sup>.

A su vez, el incremento del precio de los alimentos conduce a la contracción del consumo, puesto que los sectores en cuya canasta de consumo los alimentos tienen mayor incidencia son, al mismo tiempo, los que tienen una escasa o nula capacidad de ahorro. De este modo, se suma un elemento contractivo adicional cuyo efecto podría percibirse en el segundo semestre de 2008.

## CONCLUSIONES

El actual contexto internacional se caracteriza por una gran incertidumbre, que se manifiesta en la elevada volatilidad de los mercados financieros. Cabe esperar una marcada desaceleración (o una leve recesión) en la economía de Estados Unidos y una fuerte desaceleración en Europa y Japón. Ello tendría repercusiones reales y financieras en los países emergentes en general, y en América Latina y el Caribe en particular. El impacto sería menor que el de crisis anteriores, debido a la menor vulnerabilidad externa lograda en los últimos años, aunque la situación tendrá efectos negativos y diferenciados en las economías de la región.

Se prevé un crecimiento del orden del 4,7% en 2008, es decir, un punto menos que en 2007. Teniendo en cuenta la discusión previa, América del Sur crecería más que México, Centroamérica y el Caribe. Sin embargo, si bien es de esperar que algunos de los factores contractivos mencionados no tengan efecto pleno este año, es muy probable que la desaceleración del crecimiento de la región se profundice el próximo año.

Cabe reiterar que la magnitud del incremento del precio de los alimentos requiere políticas públicas que reduzcan su repercusión en los sectores de menores recursos, ya sea mediante subsidios directos a los sectores de menores ingresos o por medio de la reducción de impuestos o el otorgamiento de subsidios a la producción de algunos alimentos. Debe tenerse en cuenta que los países más pobres de la región carecen de capacidad fiscal para implementar medidas significativas en esta área, por lo que es necesario el apoyo de la comunidad internacional, un apoyo que no admite demoras.

## NOTAS

1. Basado en Machinea, José Luis y Osvaldo Kacef (2008)
2. Véase CEPAL, *Panorama social de América Latina 2007*, Santiago de Chile.
3. El aumento de los precios de los productos primarios ha tenido un diferente impacto sobre los términos de intercambio dependiendo de la importancia de esos bienes en la canasta de exportación e importación de los distintos países de la región. En particular los países de América del Sur tuvieron una considerable mejora de sus términos de intercambio (con la excepción de Uruguay), mientras que los países de Centroamérica enfrentan un deterioro de sus términos de intercambio (exportan manufacturas que compiten con China e importan petróleo). México está en una posición intermedia porque reúne características de ambas regiones (Machinea y Kacef (2008).
4. No es este el lugar para evaluar las graves deficiencias de regulación y supervisión que subyacen a este problema, pero cabe esperar que la necesidad de evitar errores de esta naturaleza en el futuro abra paso a profundas reformas en la regulación y supervisión en los próximos meses. Una primera medida en este sentido es la supervisión de los bancos de inversión por parte de la Reserva Federal, aunque lo que debe cambiarse es el comportamiento tan procíclico del sistema financiero, entre otras cosas, mediante regulaciones que aumenten las provisiones en los períodos de auge
5. Véase Adrián Rodríguez Vargas, «Análisis exploratorio de la evolución de los mercados mundiales de commodities agrícolas y del precio de los alimentos», Santiago de Chile, CEPAL, abril de 2008, inédito.
6. Esto se ha dado sobre todo en productos en los que el peso del comercio mundial respecto de la producción es relativamente bajo, como es el caso del arroz, producto en el que el comercio mundial solo alcanza al 6% de la producción (véase Rodríguez Vargas, *op.cit.*).
7. Véase Rodríguez Vargas, *ob.cit.*
8. La menor vulnerabilidad se refiere a una mejor situación fiscal y de las cuentas externas. Sobre este tema véase, por ejemplo, José Luis Machinea y Osvaldo Kacef, «La coyuntura económica de América Latina: ¿se justifica el optimismo?», *Hacia un nuevo pacto social: políticas económicas para un desarrollo integral de América Latina* (LC/L.2855), José Luis Machinea y Narcís Serra (eds.), Santiago de Chile, CEPAL/Fundación CIDOB, 2008; *Balance preliminar de las economías de América Latina y el Caribe 2007*, CEPAL, Santiago de Chile y José Luis Machinea, Osvaldo Kacef y Jürgen Weller, «Situación económica y del mercado de trabajo en América Latina», documento presentado en el seminario Cohesión social y reformas en América Latina, Fundación CIDOB, Barcelona, 26 de octubre de 2007, en prensa.
9. Véase Banco Interamericano de Desarrollo (BID), *The Changing Pattern of Remittances, 2008 Survey on Remittances from the United States to Latin America*, Washington, D.C., abril del 2008.

10. Las exportaciones representan el 35% del PBI de China aunque el valor agregado es sustancialmente menor.
11. En los datos del gráfico 15, el resto de bienes y servicios incluye los precios correspondientes a la energía, por lo que puede suponerse que la inflación subyacente es algo menor.
12. Entendiendo la importancia de la reputación, pareciera que hay un sesgo para acumular reputación de forma ininterrumpida y, por lo tanto, escasa predisposición para «utilizarla» en momentos especiales, evitando posiciones excesivamente duras para intentar convencer a los mercados.
13. El panorama es aun más grave si se consideraran los efectos del incremento del precio de los combustibles, que repercute en las tarifas del transporte y de los servicios básicos domiciliarios.