

Estudios económicos y financieros

Perspectivas económicas

Las Américas

Tiempo de reforzar las defensas macroeconómicas



MAYO
13

©2013 Fondo Monetario Internacional

Cataloging-in-Publication Data

Perspectivas económicas. Las Américas. – Washington, D.C.: Fondo Monetario Internacional, 2006–

v. ; cm. — (Estudios económicos y financieros, 0258-7440)

Spanish translation of: Regional economic outlook: Western Hemisphere: Time to Rebuild Policy Space

Once a year.

Began in 2006.

Some issues have thematic titles.

1. Economic forecasting – North America – Periodicals. 2. Economic forecasting – Latin America – Periodicals. 3. Economic forecasting – Caribbean Area – Periodicals. 4. North America – Economic conditions – Periodicals. 5. Latin America – Economic conditions – 1982- – Periodicals. 6. Caribbean Area – Economic conditions – Periodicals. 7. Economic development – North America – Periodicals. 8. Economic development – Latin America. 9. Economic development – Caribbean Area. I. Title: Western Hemisphere. II. International Monetary Fund. III. Series: World economic and financial surveys.

HC94.A1 R445

ISBN 978-1-48439-175-4

Pueden solicitarse ejemplares por Internet, fax o correo ordinario a:

International Monetary Fund Publication Services

PO Box 92780, Washington, D.C. 20090, EE.UU.

Tel.: (202) 623-7430 Fax: (202) 623-7201

Correo electrónico: publications@imf.org

www.imf.org

www.elibrary.imf.org

Índice

Prefacio	v
Resumen ejecutivo	vii
1. Estados Unidos, Canadá y el mundo: Perspectivas y desafíos de política	1
Contexto mundial: Disminución de los riesgos, recuperación a tres velocidades	1
Estados Unidos: Crecimiento moderado, con algunos aspectos positivos	5
Canadá: El crecimiento se modera en el contexto del fortalecimiento de la moneda	7
2. Perspectivas y desafíos de política económica para América Latina y el Caribe	13
Panorama general	13
Desafíos de política económica	15
Economías financieramente integradas	16
Otros países exportadores de materias primas	20
América Central, Panamá y la República Dominicana	22
El Caribe	23
3. ¿Es sostenible el ritmo de crecimiento de América Latina?	35
¿Qué factores explican el fuerte crecimiento reciente?	36
¿Es sostenible la dinámica reciente de fuerte crecimiento?	38
Implicancias de política económica	39
Anexo 3.1. Datos y metodología	40
4. Solidez fiscal y externa de América Latina: ¿Cuál es el rol de los factores externos?	43
Introducción	43
Una década de desendeudamiento público y externo, 2003–12	44
Factores externos y sostenibilidad de la deuda	46
Conclusiones	49
Anexo 4.1. Variables globales en escenarios alternativos	50
5. ¿Ahorrando el boom de términos de intercambio? Una métrica nueva	55
Introducción	55
El boom de términos de intercambio en perspectiva histórica	55
Una medida del ahorro de los ingresos extraordinarios	57

Observaciones finales	60
Anexo 5.1	60
Referencias	62
Publicaciones recientes del Departamento del Hemisferio Occidental	64
Recuadros	
1.1 Balances de los hogares estadounidenses cinco años después de la crisis	10
1.2 Exportaciones canadienses y mexicanas a Estados Unidos: Historia de dos países	11
2.1 Situación del desapalancamiento de los bancos europeos en América Latina	30
2.2 Propiedad extranjera de títulos en moneda nacional y flexibilidad del tipo de cambio	31
2.3 Respaldo el avance de la regulación y supervisión bancarias en América Latina	32
2.4 El Caribe: En busca de la competitividad perdida	33
4.1 Niveles óptimos de deuda soberana: La información en los diferenciales soberanos	52
Cuadros	
2.1 Hemisferio Occidental: Principales indicadores económicos	26
2.2 Hemisferio Occidental: Principales indicadores fiscales	27
2.3 Hemisferio Occidental: Indicadores económicos y sociales, 2003–12	28
2.4 Medidas macroprudenciales (MAP) y de manejo de flujos de capital (MFC) en América Latina (2008–13)	29

Prefacio

La edición de abril de 2013 de *Perspectivas económicas: Las Américas* fue preparada por un equipo dirigido por Dora Iakova y Luis Cubeddu, bajo la dirección general de Alejandro Werner y la supervisión de Miguel Savastano. El equipo estuvo integrado por Gustavo Adler, Hye Sun Kim, Nicolás E. Magud, Anayochukwu Osueke, Sebastián Sosa, Ben Sutton y Evridiki Tsounta. Además, Gabriel Di Bella, Deniz Igan, Julien Reynaud y Martin Sommer contribuyeron al capítulo 1. Aliona Cebotari, Juan Carlos Hatchondo, Leonardo Martínez, Paulo Medas, Francisco Roch y Camilo E. Tovar prepararon los cuadros. Patricia Delgado Pino y David Hidalgo colaboraron en la producción; Joe Procopio, del Departamento de Comunicaciones, editó el manuscrito y coordinó la producción con la asistencia de Martha Bonilla. La traducción al español fue coordinada por Adriana Russo, con la colaboración de la Sección de Español y Portugués del Departamento de Tecnología y Servicios Generales. Este informe refleja la evolución de los acontecimientos y proyecciones del personal técnico del FMI hasta el 10 de abril de 2013.

Resumen ejecutivo

Las perspectivas de la economía mundial han mejorado gracias a las políticas implementadas por las economías avanzadas, que ayudaron a disipar los graves riesgos a corto plazo que amenazaban hace algunos meses. Se espera que el crecimiento del producto mundial aumente a alrededor de 3¼ por ciento en 2013 y 4 por ciento en 2014. Sin embargo, la solidez de la recuperación sigue siendo incierta. A corto plazo, la fatiga creada por el proceso de saneamiento de los balances soberanos y bancarios en la zona del euro podría reavivar las tensiones en los mercados y comprometer la recuperación de la actividad económica mundial. En Estados Unidos, los riesgos a corto plazo están más equilibrados, pero si antes de octubre no se adoptan medidas alternativas de efecto diferido en reemplazo de los recortes generalizados del gasto (también conocidos como “secuestro del gasto”), el crecimiento se vería limitado a fines de 2013 y con posterioridad. A su vez, los riesgos mundiales continúan siendo elevados en el mediano plazo. La falta de medidas decisivas que encaucen las finanzas públicas hacia una trayectoria sostenible en las principales economías avanzadas podría tener un fuerte impacto en el nivel de confianza y de actividad mundial.

A pesar de los riesgos, se espera que las condiciones externas sigan estimulando el crecimiento en América Latina. Dado que se espera una política monetaria laxa durante algún tiempo, las condiciones de financiamiento externo seguirán siendo favorables. El dinamismo de la demanda en las economías emergentes de Asia y la recuperación gradual en las economías avanzadas continuarán apuntalando los precios de las materias primas, lo que beneficiará a los países que las exportan. Sin embargo, persiste el riesgo de que en algún momento en el futuro cambie la dirección de estos vientos a favor. En este contexto, el principal desafío para la mayor parte de los países de la región es aprovechar las favorables condiciones económicas actuales para construir una base sólida que permita un crecimiento sostenido en el futuro.

El crecimiento del producto en América Latina y el Caribe se moderó al 3 por ciento en 2012, lo que representa una caída respecto del 4½ por ciento de 2011, registrándose una desaceleración particularmente pronunciada en algunas de las economías más grandes de la región. Se prevé que el crecimiento alcance al 3½ por ciento en 2013, respaldado por una demanda externa más vigorosa y por los efectos del estímulo de las políticas económicas aplicadas anteriormente en algunos países.

- En un contexto en que se han cerrado las brechas del producto, las prioridades de política económica para las *economías de la región financieramente integradas* consisten en fortalecer las finanzas públicas y proteger la estabilidad del sector financiero. En estos países, es particularmente importante calibrar las políticas macroeconómicas sobre la base de una evaluación realista del potencial de oferta de la economía. Una política fiscal más prudente contribuiría a aliviar la presión sobre la capacidad interna y a mitigar el aumento de los déficits en cuenta corriente. Además, mantener la flexibilidad cambiaria ayudaría a desalentar una cuantiosa afluencia de capitales especulativos.
- Las *economías de la región exportadoras de materias primas que están menos integradas a los mercados financieros* se beneficiarían si ahorraran una proporción mayor de los ingresos derivados de las materias primas. En algunos países, será necesario aplicar políticas macroeconómicas más restrictivas para contener los crecientes desequilibrios externos y reducir la inflación, que se mantiene en niveles altos.

- Las *economías de América Central*, donde el producto se sitúa cerca de su nivel potencial, deberían recomponer cuanto antes los márgenes de maniobra fiscal, dado que en la mayoría de estos países la deuda pública se mantiene muy por encima de los niveles previos a la crisis de Lehman. En algunos países, flexibilizar aún más el tipo de cambio es una prioridad importante, que ayudaría a amortiguar el impacto de shocks externos.
- En gran parte de la *región del Caribe* el crecimiento sigue estando limitado por los altos niveles de deuda y por la baja competitividad. Los desafíos clave para estas economías continúan siendo prácticamente los mismos: reducir los altos niveles de deuda pública, contener los desequilibrios externos y mitigar las vulnerabilidades en el sector financiero.

En esta edición de *Perspectivas económicas: Las Américas* se presentan tres capítulos analíticos sobre los desafíos de mantener el crecimiento y fortalecer los balances macroeconómicos. Concretamente, se examina el potencial de crecimiento de la región, el impacto que tienen los cambios de las condiciones externas en la dinámica de deuda pública y de deuda externa, y el uso de los ingresos extraordinarios derivados del reciente auge de los términos de intercambio. Las conclusiones principales son las siguientes:

- América Latina ha experimentado una vigorosa dinámica de crecimiento durante la última década, impulsada principalmente por la acumulación de factores de producción (especialmente el factor trabajo), aunque también por un aumento de la productividad total de los factores. Esto último contrasta con la experiencia de la región durante los años ochenta y noventa. Es probable que en adelante este fuerte ritmo de crecimiento no sea sostenible a menos que la productividad mejore significativamente. Las reformas estructurales, entre ellas las orientadas a mejorar el clima de negocios, estimular la competencia e invertir en capital humano, podrían contribuir a lograr una mayor productividad.
- A lo largo de los últimos diez años los balances fiscales y externos de la región se han fortalecido sustancialmente gracias al respaldo de condiciones externas muy favorables. Se examina si estos avances dependen de que se mantengan estas condiciones. Se concluye que, si bien algunos países están bien posicionados para resistir shocks significativos, para muchos otros sería conveniente reforzar su posición fiscal para poder mitigar los efectos de shocks más graves.
- Por último, el reciente auge de los términos de intercambio de la región se evalúa utilizando una métrica simple que cuantifica los *ingresos extraordinarios* derivados de ese auge. Se observa que los niveles de ingresos extraordinarios generados no tiene precedentes. No obstante, la proporción de ingresos extraordinarios ahorrados ha sido menor que en episodios anteriores. Además, durante el auge reciente el ahorro se utiliza cada vez más para incrementar la inversión interna (en lugar de destinarse a acumular activos externos).

1. Estados Unidos, Canadá y el mundo: Perspectivas y desafíos de política

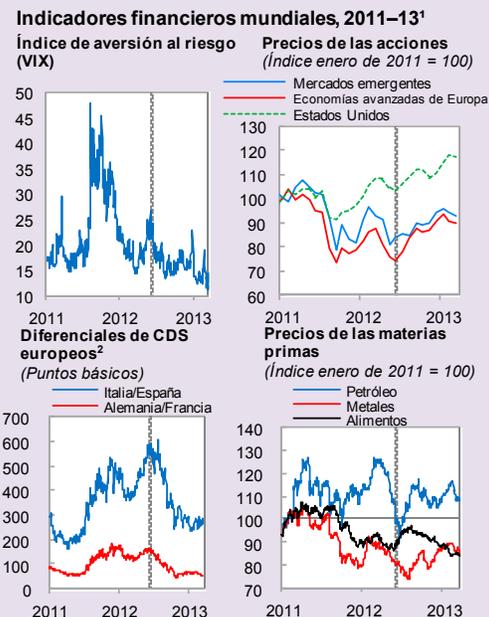
Se proyecta que, tras desacelerarse en 2012, el crecimiento mundial repuntará en 2013–14, con el apoyo de políticas aplicadas en las economías avanzadas que han contribuido a mitigar los riesgos a la baja. La economía mundial crece a tres velocidades diferentes: en las economías emergentes el crecimiento es rápido, en Estados Unidos la actividad está cobrando impulso, mientras que en Europa el crecimiento sigue rezagado debido a las dificultades para sanear los balances. En este contexto, se prevé que en los próximos años las condiciones de financiamiento externo seguirán siendo favorables y los precios de las materias primas se mantendrán cerca de los niveles altos actuales. Sin embargo, estas condiciones podrían revertirse a mediano plazo, si, por ejemplo, las economías avanzadas no abordan de manera decisiva el problema de la dinámica insostenible de la deuda o si el crecimiento se debilita en las economías emergentes clave.

Contexto mundial: Disminución de los riesgos, recuperación a tres velocidades

El crecimiento mundial se desaceleró a 3,2 por ciento en 2012 (de aproximadamente 4 por ciento en 2011), debido a incertidumbres en torno a las políticas de ciertas economías avanzadas clave, que frenaron en gran medida la actividad y el comercio. La desaceleración fue generalizada, pero particularmente pronunciada en Europa, donde la combinación de tensiones en la deuda soberana y en el sector financiero repercutió en la demanda interna. Las economías emergentes también se vieron afectadas por el debilitamiento de la demanda de las economías avanzadas, aunque el endurecimiento de las políticas internas y la mayor incertidumbre también contribuyeron a la desaceleración.

Nota: Preparado por Luis Cubeddu, Julien Reynaud y Martin Sommer, con la colaboración de Gabriel Di Bella, Deniz Igan y Paulo Medas. Madelyn Estrada, Tim Mahedy y Anayo Osueke prestaron una excelente asistencia en la investigación.

Gráfico 1.1. Los riesgos a corto plazo han cedido desde mediados de 2012, reduciendo los diferenciales soberanos y dando lugar a una recuperación moderada de los precios de las acciones y de algunas materias primas.



Fuentes: Haver Analytics; FMI, *Primary Commodity Price System*, y cálculos del personal técnico del FMI.
¹La línea punteada representa mediados de junio de 2012.
²Promedio simple de los países de cada grupo.

Las políticas implementadas desde mediados de 2012 han contribuido a disipar las amenazas inmediatas para la recuperación mundial, propiciando una recuperación generalizada en los mercados financieros (gráfico 1.1). En Europa, las decisivas medidas de política adoptadas han incrementado la confianza en la viabilidad de la Unión Económica y Monetaria¹. Por otra parte, las autoridades de Estados Unidos evitaron una fuerte

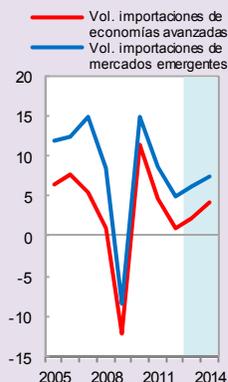
¹ Las medidas en Europa incluyen las Operaciones Monetarias de Compraventa, la conclusión del Mecanismo Europeo de Estabilidad, el acuerdo renovado sobre el programa de ajuste de Grecia y el acuerdo en torno al Mecanismo Único de Supervisión.

Gráfico 1.2. Según las proyecciones, el crecimiento mundial y el comercio repuntarán en 2013–14. Las condiciones de financiamiento externo seguirán siendo favorables (a medida que las economías avanzadas sanean sus balances) y los precios de las materias primas se mantendrán elevados.

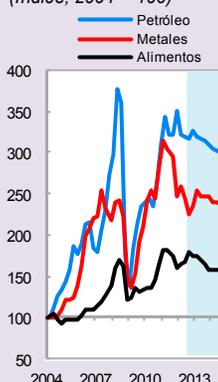
	Crecimiento del PIB real			
	2011	2012	Proy.	
	(Porcentaje)			
Mundo	4.0	3.2	3.3	4.0
Economías avanzadas	1.6	1.2	1.2	2.2
Estados Unidos	1.8	2.2	1.9	3.0
Zona del euro	1.4	-0.5	-0.4	1.1
Japón	-0.6	2.0	1.6	1.4
Economías emergentes y en desarrollo	6.4	5.1	5.3	5.7
China	9.3	7.8	8.0	8.2

Fuente: FMI, *Perspectivas de la economía mundial*.

Comercio mundial
(Variación porcentual en 12 meses)



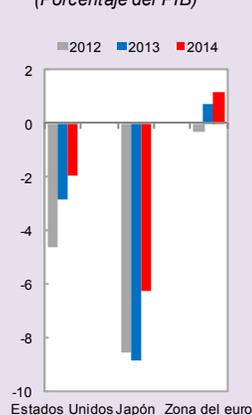
Precios de las materias primas
(Índice, 2004 = 100)



Tasas de política monetaria y rendimientos de bonos a 10 años
(Porcentaje)



Saldo fiscal estructural primario
(Porcentaje del PIB)



Fuentes: Haver Analytics; FMI, *Perspectivas de la economía mundial*; FMI, *Primary Commodity Price System*; Consensus Economics, y cálculos y proyecciones del personal técnico del FMI.

contracción fiscal (“abismo fiscal”) en enero de 2013, pero permitieron una serie de recortes automáticos generalizados del gasto (“secuestro del gasto”) que entraron en vigor en marzo, y hasta la fecha solo han llegado a un acuerdo sobre una solución temporal para elevar el tope de deuda federal. La reciente recuperación en los mercados financieros ha ayudado a mejorar las condiciones mundiales de financiamiento y ha apuntalado la confianza. La actividad en las economías emergentes está recobrando ímpetu y los precios de las materias primas se han afianzado desde mediados del año pasado². Sin embargo, los indicadores recientes del nivel de actividad en las economías avanzadas siguen siendo decepcionantes, sobre todo en Europa, donde el crédito continúa contrayéndose pese a que han bajado los diferenciales soberanos y ha mejorado la liquidez de los bancos.

Según se describe detalladamente en la publicación del FMI *Perspectivas de la economía mundial* de abril de 2013, se prevé que el crecimiento mundial se recuperará solo de manera gradual en 2013–14 (gráfico 1.2). Se espera que el crecimiento del producto mundial llegue a alrededor de 3¼ por ciento en 2013 y 4 por ciento en 2014, aproximadamente ½ punto porcentual menos de lo proyectado hace seis meses. La expansión de la economía mundial tendrá lugar a múltiples velocidades. Las economías emergentes seguirán liderando la expansión; en Estados Unidos el crecimiento cobrará impulso, mientras que en Europa la recuperación se verá limitada por el saneamiento de los balances. Se espera que el crecimiento mundial se establezca en torno al 4½ por ciento en el mediano plazo, alrededor de ½ punto porcentual por debajo del promedio observado en los cinco años (2003–07) anteriores a la Gran Recesión.

² En marzo de 2013, los precios de las materias primas habían aumentado alrededor de 8 por ciento con respecto a junio de 2012, debido a una demanda externa más fuerte y a restricciones de la oferta en ciertos casos (shocks relacionados con las condiciones meteorológicas en el caso de los precios de los cereales, y recortes de la producción de la OPEP en el caso de la energía).

En las economías avanzadas, se espera un fortalecimiento del crecimiento en los próximos años (con cierta heterogeneidad), siempre que las autoridades de política económica eviten retrocesos y cumplan sus compromisos. Tras un primer trimestre débil en muchas economías avanzadas, se proyecta que el crecimiento del producto aumentará a 2 por ciento durante el resto de 2013 y promediará 2¼ por ciento en 2014. La política monetaria seguirá siendo sumamente laxa durante algún tiempo, mientras avanza el saneamiento de los balances de los hogares, las instituciones financieras, y el sector público.

- La zona del euro crecerá en un 1 por ciento en 2014, luego de sufrir una contracción en 2012–13. El repunte del crecimiento que se espera para el segundo semestre de 2013 estará respaldado por nuevas mejoras de las condiciones de financiamiento y un menor efecto contractivo de la consolidación fiscal. La recuperación seguirá siendo mucho más lenta en la periferia, donde los problemas de los balances son mucho más serios.
- En Estados Unidos, luego de un vigoroso primer trimestre de 2013, se proyecta que el promedio de crecimiento anual será más bajo a causa del “secuestro del gasto” presupuestario que entró en vigor en marzo. Esto es consistente con una aceleración del crecimiento subyacente a partir del segundo semestre de 2013 gracias a la continuada recuperación de la demanda privada (véase más adelante).
- Se prevé que Japón crezca a una tasa del 1½ por ciento en 2013, respaldada por un sustancial paquete de estímulo fiscal y una mayor distensión monetaria. Asimismo, se prevé que el debilitamiento del yen favorezca las exportaciones.

En las economías emergentes, se proyecta que el crecimiento aumentará a alrededor de 5½ por ciento en 2013, frente al 4¾ por ciento registrado en el primer semestre de 2012. La expectativa de que se

recuperará la demanda de las economías avanzadas, la persistencia de condiciones de financiamiento externo favorables y el impacto rezagado de las medidas de distensión de la política económica adoptadas en muchos países en el segundo semestre de 2012 serán los principales factores que impulsen el crecimiento. La expansión seguirá estando liderada por las economías emergentes de Asia, en particular por China, donde se prevé que el crecimiento se acelere a 8½ por ciento en 2014. A mediano plazo, el crecimiento se situaría en torno al 6 por ciento en el conjunto de las economías emergentes, muy por debajo de las tasas de 7½ por ciento observadas en los años anteriores a la Gran Recesión.

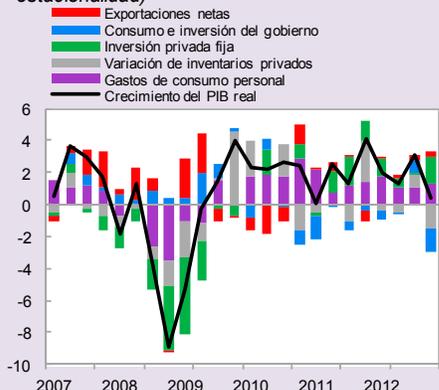
En este escenario, se proyecta que los precios de las materias primas se mantendrán relativamente altos, apuntalados por el fuerte crecimiento de las economías emergentes de Asia. Aunque el índice general de precios de las materias primas ha caído 13 por ciento desde el máximo alcanzado en abril de 2011, los precios seguirán altos si se los compara con los niveles históricos, y los precios de los futuros parecen indicar que se mantendrán cerca o levemente por debajo de los niveles actuales, ante una mejora de las condiciones de oferta. Durante el año próximo, se prevé que los precios de la energía caerán 3 por ciento debido a una mayor producción de petróleo en países no pertenecientes a la OPEP (en particular, de América del Norte); se prevé que los precios de los alimentos bajarán en cierta medida al aliviarse las limitaciones de la oferta, mientras que los metales se mantendrían cercanos a los niveles actuales. Aunque a corto plazo los limitados inventarios y la fuerte demanda de China generan ciertos riesgos al alza para los precios de las materias primas, no puede descartarse una abrupta reversión de esos precios en el mediano plazo, especialmente si el crecimiento mundial se desacelera de manera aguda (véase más adelante).

En comparación con la situación vigente a mediados de 2012, los riesgos a corto plazo para las perspectivas mundiales se han reducido, aunque la

Gráfico 1.3. La recuperación económica en Estados Unidos está avanzando gradualmente, respaldada por un repunte de la demanda, apoyado por una mejora de los mercados de la vivienda y de trabajo.

Estados Unidos: Contribución al crecimiento del PIB real

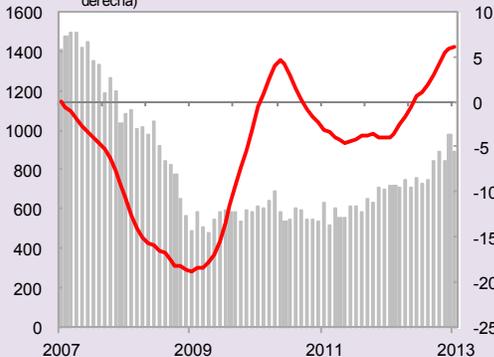
(Puntos porcentuales, tasa anual ajustada por estacionalidad)



Fuentes: Haver Analytics y cálculos del personal técnico del FMI.

Estados Unidos: Indicadores de vivienda¹

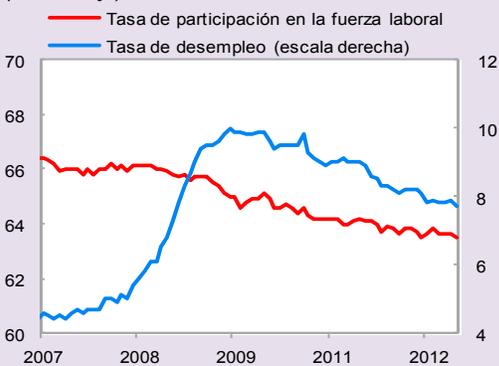
Permisos de construcción (miles de unidades, tasa anual ajustada por estacionalidad)
Índice de precios de la vivienda (var. porcentual anual, esc. derecha)



Fuentes: Haver Analytics y cálculos del personal técnico del FMI.
¹El precio de la vivienda utilizado es el índice S&P Case-Shiller.

Estados Unidos: Desempleo y tasas de participación en la fuerza laboral¹

(Porcentaje)



Fuente: Haver Analytics.
¹Población civil de 16 años de edad o más. Ajustada por estacionalidad.

balanza de riesgos sigue inclinándose a la baja³. Los riesgos de importancia clave a corto plazo continúan centrados en Europa, donde la fatiga asociada al proceso de saneamiento de los balances soberanos y bancarios podría empujar al alza las tasas activas y comprometer la recuperación proyectada. El resurgimiento de volatilidad en los mercados financieros tras las elecciones en Italia y los acontecimientos recientes en Chipre demuestran cuán vulnerables son las condiciones a los cambios en el ánimo de los agentes económicos. Los riesgos internos están más equilibrados en el caso de Estados Unidos, donde el crecimiento podría ser mayor de lo esperado si la expansión de la demanda privada se acelerase en caso de una recuperación mayor de la prevista en el mercado inmobiliario.

Los riesgos son elevados en el mediano plazo. La falta de medidas decisivas que encaucen las finanzas públicas hacia una trayectoria sostenible en las principales economías avanzadas podría desencadenar un aumento generalizado de las primas de riesgo soberano y corporativo, con importantes efectos en el nivel de confianza y de actividad mundial. Un crecimiento marcadamente menor en las economías emergentes, a causa, por ejemplo, de una caída repentina de la inversión privada, podría desacelerar el crecimiento y afectar a los precios de las materias primas. A su vez, los contratiempos en el proceso de saneamiento de los balances soberanos y del sector financiero de Europa y las dificultades para deshacer la política monetaria no convencional aplicada en las economías avanzadas siguen representando riesgos a mediano plazo⁴.

³ Los riesgos a corto plazo vinculados a shocks de oferta petrolera y a factores geopolíticos no se han modificado, mientras que los riesgos relacionados con una desaceleración brusca en las economías emergentes han disminuido.

⁴ El impacto cuantitativo de estos escenarios a la baja para América Latina también se analiza en el capítulo 2, y se trata con mayor detalle en la edición de abril de 2013 de *Perspectivas de la economía mundial* del FMI.

Estados Unidos: Crecimiento moderado, con algunos aspectos positivos

La recuperación económica avanza en Estados Unidos, impulsada por el repunte del mercado de la vivienda y por condiciones financieras más favorables. Sin embargo, los recortes automáticos del gasto que comenzaron en marzo implicarán un cierto freno al crecimiento. Se necesitan con urgencia soluciones duraderas a los riesgos fiscales aún pendientes.

En Estados Unidos, el crecimiento se mantuvo en un tenue 2,2 por ciento durante 2012 (gráfico 1.3). Esto se debió a los sustanciales efectos de la crisis financiera, la continuación del proceso de consolidación fiscal, la debilidad del contexto externo y el impacto de shocks temporales, como la grave sequía que afectó a la actividad económica y a los inventarios del sector agropecuario, y las perturbaciones sufridas en el noroeste del país tras el huracán Sandy. La incertidumbre con respecto a las políticas ante la perspectiva del abismo fiscal también puede haber ejercido alguna influencia. No obstante, la recuperación está comenzando a mostrar algunos signos positivos. El crecimiento del crédito ha repuntado, y las condiciones de los préstamos bancarios, que eran restrictivas, se han flexibilizado lentamente. La actividad de la construcción siguió recuperándose durante 2012, si bien a partir de niveles bajos, y los precios de las viviendas han comenzado a aumentar. Además, el ritmo de creación de empleo se aceleró en el segundo semestre de 2012, reduciendo la tasa de desempleo por debajo del 8 por ciento por primera vez desde principios de 2009. El crecimiento de los salarios continúa siendo moderado, lo que ha contribuido a mantener las presiones inflacionarias bajo control.

A pesar de estas tendencias favorables y de la evolución en general positiva de los indicadores económicos en el primer trimestre del año, el crecimiento anual promedio de Estados Unidos probablemente se desacelerará en 2013, debido principalmente al mayor ritmo de consolidación fiscal asociado al “secuestro del gasto” presupuestario. Suponiendo que los recortes de

gasto se mantienen durante el resto del ejercicio fiscal actual (pero son reemplazados por medidas de efecto diferido durante el próximo ejercicio fiscal, que comienza en octubre), se proyecta que el crecimiento promedio caerá a 1,9 por ciento en 2013. Si bien la orientación fiscal más restrictiva limitará el crecimiento, se prevé que la dinámica favorable del mercado inmobiliario continúe sosteniendo la recuperación, con una inversión residencial que seguirá su ascenso hacia niveles consistentes con la tendencia de formación de hogares, y un fortalecimiento de los balances de los hogares asociado al aumento del precio de las viviendas (recuadro 1.1). El consumo personal estará respaldado por mejoras sostenidas, aunque moderadas, del empleo y por bajos costos de endeudamiento. Al mismo tiempo, la persistencia de condiciones financieras favorables, alta rentabilidad y menor incertidumbre acerca de las políticas económicas tenderán a respaldar la inversión empresarial. A medida que se reduzca la contracción fiscal, se prevé que estos factores elevarán el crecimiento a un promedio de 3 por ciento en 2014. En el frente externo, se proyecta que, en líneas generales, el déficit en cuenta corriente se mantendrá estable en torno al 3 por ciento del PIB el año próximo, en parte gracias al auge de la producción de energía no convencional. Se prevé que el año próximo las importaciones de productos no energéticos crecerán 6 por ciento. Los riesgos para las perspectivas de Estados Unidos han pasado a estar más equilibrados desde la publicación del informe de *Perspectivas de la economía mundial* en octubre de 2012:

- En el frente externo, el riesgo principal continúa siendo un posible deterioro del problema de la deuda en la zona euro, lo cual afectaría a Estados Unidos tanto a través del canal comercial como del financiero, entre otras formas a través de una mayor aversión al riesgo y un fortalecimiento del dólar estadounidense. Un escenario menos adverso de prolongado estancamiento económico en la zona euro (analizado en detalle en la edición de abril de 2013 de *Perspectivas de la economía mundial*) reduciría el producto de Estados Unidos

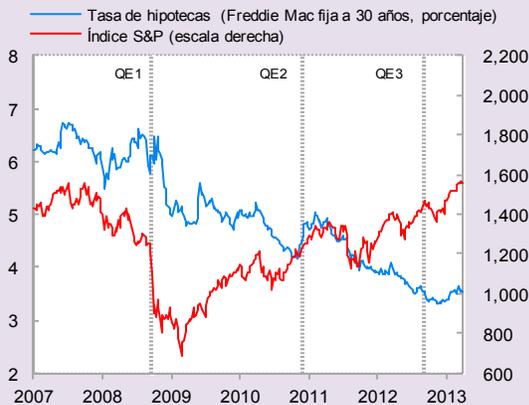
Gráfico 1.4. Se mantiene una política monetaria laxa, y la consolidación fiscal sigue avanzando gradualmente. Se ha frenado la amenaza de una fuerte contracción fiscal.

Estados Unidos: Tasa de política monetaria e inflación (Porcentaje)



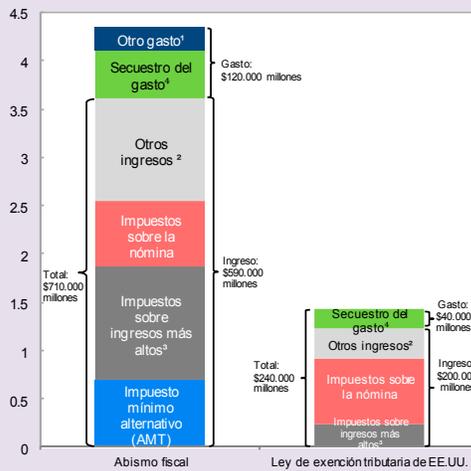
Fuentes: Haver Analytics y cálculos del personal técnico del FMI.

Estados Unidos: Acciones y tasas de hipotecas



Fuentes: Bloomberg, LP, y cálculos del personal técnico del FMI.

Estados Unidos: Evitar el "abismo fiscal" (Efecto estimado en 2013, porcentaje del PIB)



Fuentes: Oficina de Presupuesto del Congreso; cálculos del personal técnico del FMI.
¹Prestaciones de desempleo de emergencia, pagos de Medicare a médicos.
²La Ley ATRA, aprobada en enero de 2013, prorrogó la depreciación de las bonificaciones y la mayoría de otros créditos tributarios para el ejercicio 2013, pero preservó los impuestos relacionados con la reforma del sistema sanitario.
³La Ley ATRA también prorrogó en forma permanente los recortes tributarios aprobados en 2001 y 2003 para ingresos inferiores a US\$400.000/US\$450.000 (declaraciones individuales/conjuntas).
⁴La Ley ATRA retrasó el secuestro del gasto dos meses. El secuestro entró en vigor el 1 de marzo de 2013 y se supone que permanecerá en vigor hasta el cierre del ejercicio fiscal 2013 (30 de septiembre de 2013).

alrededor de ¼ de punto porcentual después de dos años.

En el frente interno, aunque la sanción en el mes de enero de la Ley de Exención Tributaria (ATRA, por sus siglas en inglés) eliminó en gran medida la amenaza del “abismo fiscal”, todavía se necesitan soluciones duraderas para otros problemas fiscales. De no adoptarse antes de octubre medidas alternativas de efecto diferido en reemplazo de los recortes generalizados (“secuestro”) del gasto, se limitaría el crecimiento a fines de 2013 y en adelante. Muchos programas importantes en las áreas de educación, ciencia e infraestructura se verían sometidos a profundos recortes, que socavarían el crecimiento futuro. Al mismo tiempo, los principales determinantes de las presiones sobre el gasto a largo plazo (salud pública, pensiones públicas) no se verían mayormente afectados.

- Un riesgo adicional consiste en una posible suba de la prima de riesgo soberano de Estados Unidos, inducida por nuevos enfrentamientos y complicaciones en el proceso para elevar el tope de la deuda (suspendido solo temporalmente hasta mayo) o la falta de avances en los planes de consolidación a mediano plazo. Las simulaciones presentadas en el capítulo 1 de la edición de *Perspectivas de la economía mundial* de abril de 2013 indican que un alza de 200 puntos básicos en el rendimiento de los bonos del Tesoro podría reducir el crecimiento económico del país entre 1½ y 2½ puntos porcentuales durante los primeros dos años, con sustanciales efectos negativos para el resto del mundo. Desde una perspectiva positiva, una pronta resolución de las restantes incertidumbres fiscales podría infundir confianza y conducir a una recuperación más rápida.

Elaborar un marco para reducir el déficit fiscal a mediano plazo sigue siendo la máxima prioridad de política económica en Estados Unidos. A pesar de los avances logrados hasta el momento mediante la aplicación de topes al gasto discrecional y moderados aumentos impositivos, para que la deuda pública se encarrile en un rumbo sostenible en el

largo plazo, se necesita un plan integral que incluya la reforma de las prestaciones sociales y nuevas medidas de recaudación de ingresos públicos. Dentro de los lineamientos de dicho plan, la consolidación fiscal debería avanzar gradualmente en el corto plazo, en vista de la fragilidad de la recuperación y del muy limitado margen disponible para que la política monetaria contrarreste su efecto (gráfico 1.4).

Dado que se prevé que la considerable brecha del producto mantendrá la inflación por debajo de 2 por ciento durante 2013–14, y teniendo en cuenta los riesgos a la baja que aún afectan a la recuperación, las medidas adicionales de distensión monetaria anunciadas por la Reserva Federal de Estados Unidos en diciembre de 2012 parecen ser apropiadas. Asimismo, una mayor transparencia respecto de las futuras decisiones de política monetaria —en el marco de la cual el momento en que se producirá el primer aumento de la tasa de política monetaria está vinculado a umbrales específicos— debería brindar más claridad a los participantes del mercado. Las proyecciones de crecimiento formuladas por el personal técnico del FMI son consistentes con un primer aumento de la tasa de política monetaria por parte de la Reserva Federal a principios de 2016. Además, a medida que se normaliza el mercado laboral, el ritmo al que se liquidará la fuerte posición en activos que mantiene la autoridad monetaria exigirá un diseño cuidadoso para evitar una volatilidad financiera innecesaria.

Sigue siendo crucial lograr un mayor avance en la aplicación de la Ley Dodd-Frank para mejorar la capacidad de resistencia del sistema financiero de Estados Unidos. Los bancos estadounidenses tienen sólidos coeficientes de capital, y los resultados de las pruebas de resistencia publicados en marzo de 2013 fueron tranquilizadores. Sin embargo, hay tareas pendientes como la de completar la designación de las instituciones de importancia sistémica, fortalecer la regulación de los fondos mutuos del mercado monetario, reducir el riesgo sistémico en el mercado de repos tripartitos, implementar con debido cuidado la Regla Voleker y avanzar en la implementación de Basilea III.

Canadá: El crecimiento se modera en el contexto del fortalecimiento de la moneda

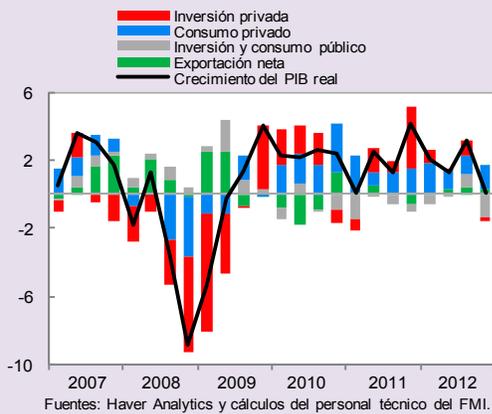
Tras perder impulso en 2012, se prevé que la economía canadiense se recupere poco a poco a lo largo de este año. Las políticas deberían estar orientadas a respaldar la recuperación, sin perder de vista los riesgos planteados por el elevado endeudamiento de los hogares.

La economía canadiense perdió dinamismo en 2012. Repuntó con fuerza en 2010–11, gracias a la eficacia de las medidas de política adoptadas, la capacidad de resistencia del sector financiero y el elevado nivel de los precios de las materias primas. En 2012, sin embargo, el crecimiento bajó a menos de 2 por ciento, como consecuencia del deterioro de las condiciones externas y de una demanda interna más limitada (gráfico 1.5).

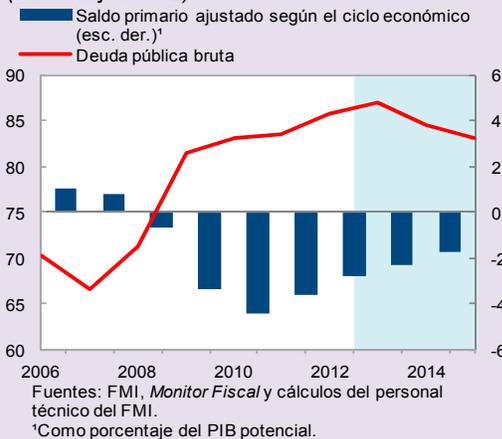
- La política fiscal continúa siendo un freno para el crecimiento, ya que el gobierno federal y la mayoría de los gobiernos provinciales están implementando planes para equilibrar el presupuesto. Se estima que el déficit fiscal del gobierno general ajustado en función del ciclo económico disminuyó 1¾ puntos porcentuales entre 2010 y 2012, principalmente debido a los recortes del gasto. Estos efectos desfavorables generados por la política fiscal se vieron compensados en parte por condiciones financieras sumamente acomodaticias, ya que el Banco de Canadá mantuvo la tasa de política monetaria en 1 por ciento en un contexto de bajas presiones inflacionarias.
- El consumo privado se debilitó debido al lento crecimiento del ingreso disponible y a la escasez de crédito para consumo, en un momento de captación de crédito más cautelosa como resultado de los niveles récord de endeudamiento de los hogares y condiciones de acceso más difíciles a líneas de crédito con garantía hipotecaria. El sector de la vivienda se enfrió en el segundo semestre de 2012, especialmente en las grandes zonas metropolitanas de Toronto y Vancouver, moderándose la venta de viviendas y la construcción. Trastornos pasajeros en el sector

Gráfico 1.5. El crecimiento de la economía canadiense se ha visto limitado por la atenuada recuperación en Estados Unidos y la consolidación fiscal gradual. Persisten las vulnerabilidades en el sector de la vivienda, aunque se han reducido.

Canadá: Contribución al crecimiento del PIB real
(Puntos porcentuales, tasa anual ajustada por estacionalidad)



Canadá: Deuda pública y saldo primario ajustado según el ciclo económico
(Porcentaje del PIB)



Canadá: Ventas de casas y precios de la vivienda
(Ajustados por estacionalidad)



de la energía e incertidumbres en torno a las perspectivas mundiales también afectaron negativamente a la inversión empresarial.

- La moderación de la demanda externa y el fortalecimiento de la moneda, propulsado por la afluencia de capitales en busca de un refugio seguro, ejercieron presión sobre las exportaciones y agudizaron el deterioro de la cuenta corriente (véase en el recuadro 1.2 la evolución de las exportaciones canadienses a Estados Unidos).

Se prevé que el crecimiento económico repuntará durante el segundo semestre de 2013 y que se acelerará a alrededor de 2½ por ciento para 2014–15, un ritmo acorde con un cierre gradual de la brecha del producto y con la convergencia del desempleo hacia su tasa natural.

Se prevé que la inversión empresarial y las exportaciones netas se beneficien del fortalecimiento proyectado para la economía estadounidense y del desvanecimiento de los efectos provocados por los trastornos pasajeros en el sector energético, mientras que el elevado endeudamiento de los hogares y una continua moderación de la actividad en el sector de la vivienda probablemente reduzcan el consumo privado y la construcción residencial. La consolidación fiscal continuará limitando el crecimiento, y las condiciones financieras seguirán siendo muy favorables durante gran parte de 2013.

Los riesgos en torno al escenario base continúan inclinándose a la baja, en particular los asociados a una contracción fiscal imprevistamente pesada en Estados Unidos, el recrudecimiento de la turbulencia en Europa y el retroceso de los precios internacionales de las materias primas. A nivel interno, no se puede descartar la posibilidad de que los desequilibrios se corrijan de manera más abrupta de lo previsto actualmente.

Para las autoridades canadienses, el principal reto consiste en apuntalar el crecimiento a corto plazo y reducir al mismo tiempo las vulnerabilidades que podrían surgir de los shocks externos y los desequilibrios internos. La orientación actual de la política monetaria es adecuadamente laxa, teniendo en cuenta que la brecha del producto es negativa y que las expectativas inflacionarias están bien ancladas. De

acuerdo con el escenario base elaborado por el personal técnico del FMI, correspondería comenzar a endurecer paulatinamente la política monetaria a fines de 2013, momento en que el crecimiento cobraría ímpetu. Aunque la situación fiscal de Canadá es más sólida que la de muchas otras economías avanzadas, es importante suprimir el estímulo fiscal y reequilibrar el presupuesto para recomponer el margen de maniobra fiscal para hacer frente a shocks adversos futuros y contener las presiones de apreciación de la moneda. Dicho esto, el ritmo de la consolidación debería seguir estando a tono con la fortaleza de la economía, y se

debería permitir el pleno funcionamiento de los estabilizadores automáticos en caso de que el crecimiento se debilitara más.

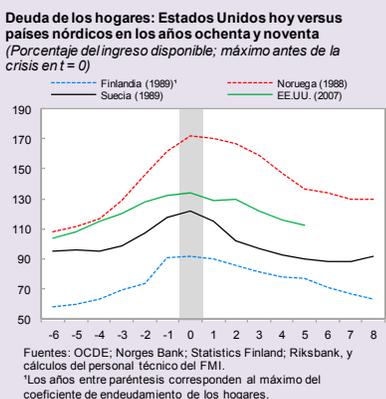
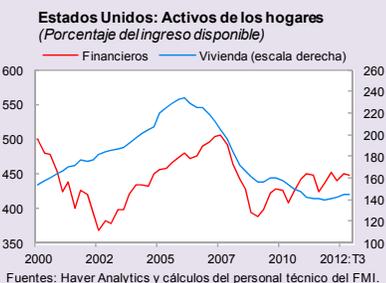
El elevado endeudamiento de los hogares significa que la economía canadiense es más vulnerable a shocks externos adversos. Aunque las medidas macroprudenciales adoptadas en 2011–12 han contribuido a moderar el aumento del crédito hipotecario y la actividad en el sector de la vivienda, es posible que sea necesario adoptar otras medidas si continúa aumentando la proporción entre la deuda de los hogares y el ingreso disponible.

Recuadro 1.1. Balances de los hogares estadounidenses cinco años después de la crisis

Uno de los principales factores del lento del crecimiento estadounidense ha sido el dilatado proceso de saneamiento de los balances de los hogares. Tras la Gran Recesión, los balances se debilitaron como consecuencia del estallido de la burbuja inmobiliaria y la caída de los precios de las acciones: el patrimonio neto de los hogares se redujo drásticamente, de 650 por ciento del ingreso disponible (ID) en 2006:T1 a 480 por ciento en 2009:T1. Además, cuando la crisis estalló, los hogares estadounidenses estaban sobreendeudados: la relación deuda/ingreso llegó un máximo de alrededor de 135 por ciento del ID en 2007:T3, en comparación con 100 por ciento, aproximadamente, a comienzos de la década de 2000. La reducción del patrimonio neto y el sobreendeudamiento llevaron a los consumidores a incrementar el ahorro, lo cual frenó el consumo privado y, a nivel más general, el ritmo de recuperación económica.

En los últimos años las finanzas de los hogares han mejorado sustancialmente, pero de manera desigual.

- El *patrimonio neto de los hogares* repuntó a 543 por ciento del ingreso disponible, nivel próximo al promedio a largo plazo y a los niveles óptimos (Carroll, Slacalek, Sommer, 2012). Sin embargo, gran parte de la revalorización de los activos se debe al aumento del valor de mercado del patrimonio accionario, que tiende a estimular el consumo privado en menor grado que el patrimonio inmobiliario, que se mantuvo deprimido.
- La *deuda agregada* ha disminuido a alrededor de 110 por ciento del ID. Durante las graves crisis financieras que sufrieron las economías nórdicas en las décadas de 1980 y 1990, el apalancamiento de los hogares terminó bajando a los niveles previos a la burbuja, y en Estados Unidos se observa por ahora una tendencia parecida. La expansión del crédito no hipotecario para consumo ha repuntado (debido en parte al auge en el sector de préstamos para estudios), pero las condiciones crediticias siguen siendo restrictivas, y se están flexibilizando, aunque solo a un ritmo lento, en el mercado hipotecario, que es crucial.
- Los *datos microeconómicos* aconsejan actuar con precaución. Como alrededor de dos tercios de la disminución de la deuda agregada de los hogares obedeció a que estos dejaron de pagar los préstamos, posiblemente estos hogares no puedan obtener crédito cuando las condiciones económicas mejoren, lo cual atenuará la recuperación. Además, los hogares cuyos balances eran precarios antes de la crisis parecen no haber avanzado mucho en la reconstitución de su patrimonio neto ahorrando parte de sus ingresos (Celasun, Cooper, Dagher y Giri, 2012). Si la vivienda no se revaloriza con rapidez y no aumentan los ingresos, es posible que estos hogares decidan ahorrar más en el futuro.



En términos globales, el gasto de los hogares probablemente siga siendo moderado a corto plazo, pero el consumo podría repuntar paulatinamente en 2013–14 una vez que los consumidores absorban los aumentos de impuestos recientes. En Estados Unidos, el precio de las acciones está cerca de los máximos registrados en los últimos cinco años; por lo tanto, la adopción de medidas para facilitar el ajuste del mercado de la vivienda parecería ser una herramienta importante para fortalecer los balances de los hogares. Por ejemplo, las entidades semiestatales como Fannie Mae y Freddie Mac podrían participar en las quitas del principal de los préstamos, se podrían ampliar los programas vigentes de alquileres y refinanciamiento de hipotecas, y se podría reformar el marco jurídico de la quiebra hipotecaria (FMI, 2012a y 2012b).

Nota: El autor de este recuadro es Martin Sommer.

Recuadro 1.2. Exportaciones canadienses y mexicanas a Estados Unidos: Historia de dos países

La suerte de los exportadores canadienses y mexicanos ha cambiado significativamente durante las dos últimas décadas.

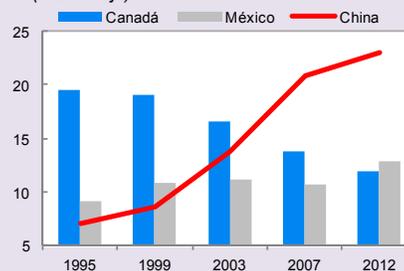
- En la década de 1990, las exportaciones tanto de Canadá como de México se beneficiaron de una vigorosa demanda estadounidense y de acuerdos comerciales con Estados Unidos (CUFTA y TLCAN). A lo largo de la década Canadá pasó a ser el mayor exportador a Estados Unidos (y originó casi 20 por ciento de toda la importación estadounidense de productos no petroleros); por su parte, la cuota de México en estas importaciones prácticamente se duplicó (a alrededor de 9 por ciento).
- La década de 2000 no fue tan favorable para las exportaciones de los socios del TLCAN. La contracción drástica de la demanda estadounidense perjudicó tanto a Canadá como a México —el crecimiento anual estadounidense de productos no petroleros disminuyó de alrededor de 11 por ciento en la década de 1990 a 3 por ciento en la de 2000— en el mismo momento en que se intensificó la competencia de China tras su ingreso a la Organización Mundial del Comercio en 2001. La exportación canadiense de productos no petroleros como porcentaje del PIB bajó 12 puntos porcentuales entre 2001 y 2011, principalmente debido a la reducción del volumen de exportaciones manufactureras, y China superó a Canadá como el mayor socio comercial de Estados Unidos. Entre tanto, el crecimiento de la exportación no petrolera de México se desaceleró significativamente, de un promedio anual de 16 por ciento en 1991–2000 a aproximadamente 3 por ciento en 2001–11.
- La exportación de ambos países a Estados Unidos se ha recuperado desde la Gran Recesión, pero a un ritmo notablemente diferente. Aunque los volúmenes de exportación no petrolera de Canadá se mantienen por debajo de los niveles previos a la crisis, los de México han alcanzado nuevos máximos, gracias a lo cual México se ha consolidado como el tercer socio comercial de Estados Unidos en importancia (el 13 por ciento del total de importaciones estadounidenses no petroleras proviene de México).

En el caso de Canadá, la pérdida de competitividad externa sufrida a lo largo de la última década refleja la intensa competencia de China en el contexto de una fuerte apreciación de la moneda y un crecimiento relativamente bajo de la productividad. La cuota de Canadá en la importación estadounidense de productos no petroleros cayó más de 6 puntos porcentuales desde 1999, debido al declive de las manufacturas (7 puntos porcentuales). Según estimaciones de Medas y Dai (2012) la marcada apreciación real (38 por ciento entre 2000 y 2011), atribuible principalmente a la escalada de los precios de las materias primas, podría explicar casi dos tercios de la pérdida de la cuota de mercado canadiense en la importación estadounidense de manufacturas. La mayor competencia de China y la productividad relativamente débil del sector manufacturero son otros dos factores que hicieron que fuera más difícil adaptarse al fortalecimiento de la moneda¹.

Nota: El autor de este recuadro es Paulo Medas.

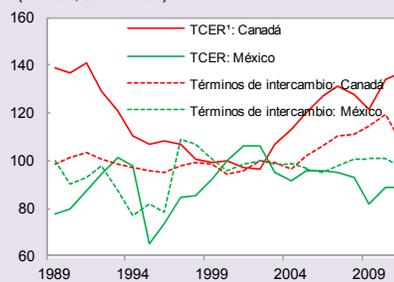
¹ Con todo, la flexibilidad cambiaria ha beneficiado a Canadá, especialmente para amortiguar shocks externos adversos.

Cuota en la importación estadounidense de bienes no petroleros, por país
(Porcentaje)



Fuentes: Haver Analytics y cálculos del personal técnico del FMI.

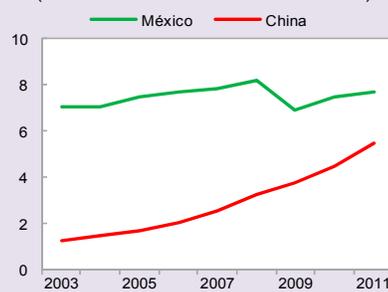
Tipos de cambio reales y términos de intercambio totales
(Índice, 2000=100)



Fuentes: Bank of Canada; Haver Analytics; y cálculos del personal técnico del FMI.

¹TCER: Tasa de cambio efectiva real.

Sueldos anuales en dólares al valor real: México y China
(En miles de dólares de EE.UU. de 2011)



Fuentes: Bardays Capital y base de datos CEIC China.

Recuadro 1.2 (conclusión)

México ha podido resistir mejor la competencia de China. En el primer quinquenio de la década de 2000, la cuota global de las empresas mexicanas en la importación estadounidense de productos no petroleros retrocedió casi 1 punto porcentual. Sin embargo, la cuota de mercado de México repuntó y alcanzó nuevos máximos en 2012, principalmente gracias al fuerte avance de la exportación de manufacturas (más de 2 puntos porcentuales desde 2005). La principal razón fue el fortalecimiento de la competitividad de México frente a China (véase Kamil y Zook, 2012) en el contexto de una mayor productividad (resultado, entre otras cosas, de reformas estructurales en el ámbito del comercio y los derechos de propiedad). Además, el encarecimiento del transporte y el fuerte aumento de los salarios han erosionado las ventajas de China en materia de costos. Y a diferencia de la moneda canadiense, la de México se ha depreciado durante la última década (alrededor de 10 por ciento en términos efectivos reales desde 2000), lo cual ha estimulado aún más las exportaciones.

2. Perspectivas y desafíos de política económica para América Latina y el Caribe

El crecimiento económico en América Latina cobró impulso hacia el final de 2012, tras haberse moderado a principios del año, particularmente en algunas de las economías más grandes de la región. En la mayoría de las demás economías, la demanda interna se mantuvo robusta y los déficits de la cuenta corriente externa siguieron aumentando. Se prevé que el crecimiento de la región en su conjunto se acelere en 2013, respaldado por una mayor demanda externa. En un contexto en que se han cerrado las brechas del producto y las condiciones de financiamiento siguen siendo favorables, las prioridades para la política macroeconómica consisten en fortalecer las finanzas públicas y proteger la estabilidad del sector financiero. En el Caribe, los altos niveles de deuda y un bajo nivel de competitividad siguen frenando el crecimiento.

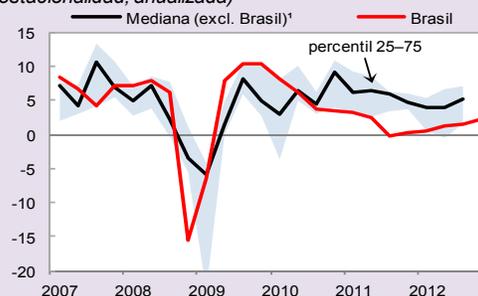
Panorama general

El crecimiento del PIB real en América Latina y el Caribe (ALC) se moderó a alrededor de 3 por ciento en 2012, lo que representa una caída respecto del 4½ por ciento del año anterior. La desaceleración fue particularmente pronunciada en algunas de las economías más grandes de la región (gráfico 2.1). En Brasil, la inversión privada disminuyó abruptamente en el primer tramo de 2012, debido en parte a la débil confianza empresarial y a la incertidumbre en torno a las políticas, aunque recientemente se está recuperando. En Argentina, los controles generalizados sobre las operaciones cambiarias y las importaciones influyeron negativamente en la confianza y en el nivel de actividad. En el resto de América Latina se mantuvo un fuerte crecimiento, en la mayoría de los casos gracias a una demanda interna firme que contribuyó a contrarrestar en cierta medida la desaceleración de las exportaciones.

Nota: Preparado por Luis Cubeddu y Dora Iakova, quienes contaron con la excelente asistencia de Marie Kim en las tareas de investigación.

Gráfico 2.1. El crecimiento sigue firme en gran parte de América Latina, impulsado por una vigorosa demanda interna, y se han cerrado las brechas del producto.

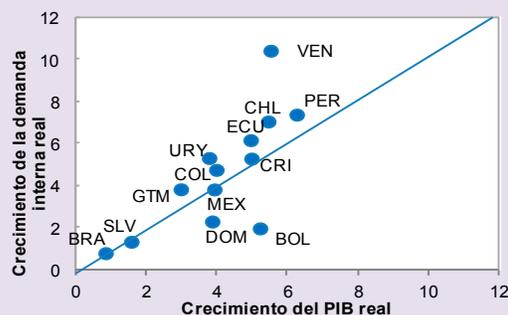
Países seleccionados de América Latina: Crecimiento del PIB real
(Variación porcentual intertrimestral; tasa ajustada por estacionalidad; anualizada)



Fuentes: Autoridades nacionales y cálculos del personal técnico del FMI.

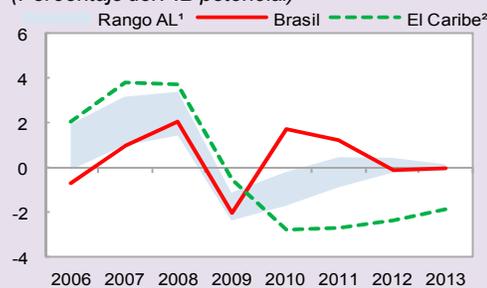
¹ Mediana de Argentina, Bolivia, Chile, Colombia, Costa Rica, Ecuador, Guatemala, México, Paraguay, Perú, Uruguay y Venezuela. Véanse algunas cuestiones relativas a los datos de Argentina en la nota 3 del cuadro 2.1.

América Latina: Demanda interna versus crecimiento del PIB real, 2012
(Porcentaje)



Fuentes: Autoridades nacionales; FMI, *Perspectivas de la economía mundial*, y cálculos del personal técnico del FMI.

América Latina y el Caribe: Brechas del producto
(Porcentaje del PIB potencial)

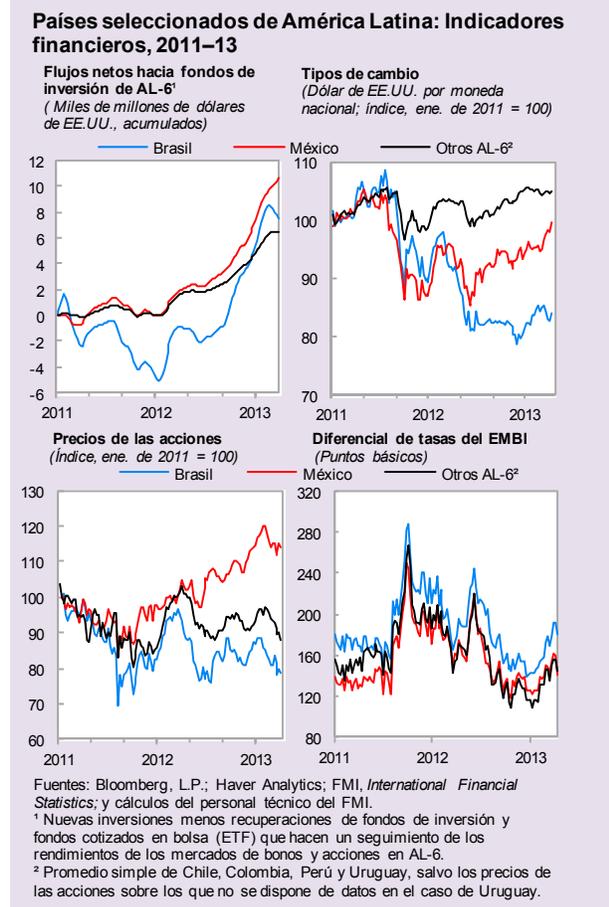


Fuentes: FMI, *Perspectivas de la economía mundial*, y estimaciones del personal técnico del FMI.

¹ Rango entre el percentil 25 y el 75 para todos los países de América Latina (excluye El Caribe).

² Incluye Bahamas, Barbados, Belice, Guyana, Haití, Jamaica, Suriname, los países miembros de la Unión Monetaria del Caribe Oriental, y Trinidad y Tobago.

Gráfico 2.2. La fuerte afluencia de capitales a la región ha impulsado al alza los precios de los activos.



A su vez, en gran parte de la región del Caribe el crecimiento siguió siendo limitado por los altos niveles de deuda y la escasa actividad turística.

Los mercados financieros de la región se han recuperado respecto de los niveles bajos registrados a mediados de 2012 a medida que las políticas adoptadas en las economías avanzadas contribuyeron a fortalecer la confianza de los inversionistas. La fuerte afluencia de inversiones de cartera a la región contribuyó a reducir aún más los spreads soberanos y ejerció una presión alcista sobre las monedas nacionales (gráfico 2.2). Los emisores soberanos y corporativos, incluidos aquellos que anteriormente tenían un acceso limitado a los mercados internacionales, han logrado colocar bonos a tasas históricamente bajas. Mientras tanto, en algunos países la relación precio-utilidad de las

acciones ha vuelto a aumentar por encima de los promedios históricos.

Hacia el futuro, se espera que las condiciones financieras mundiales sigan siendo favorables en el corto plazo, y se proyecta que los precios de las materias primas se mantengan en niveles relativamente altos (véase el capítulo 1). Conforme al escenario base del FMI, se proyecta que el crecimiento de América Latina se fortalezca y alcance alrededor del 3½ por ciento en 2013, afianzándose el nivel de actividad en Brasil. En el Caribe, el crecimiento también tenderá a recobrar cierto impulso, en línea con el repunte gradual que se proyecta para la demanda externa.

Los riesgos externos a corto plazo se han atenuado. Las medidas de política económica adoptadas en la zona del euro y en Estados Unidos han alejado las amenazas inmediatas para el crecimiento y la estabilidad financiera a nivel mundial. No obstante, en Europa persiste el riesgo de que la fatiga del ajuste frene la implementación de las medidas de política económica comprometidas. Hasta ahora, el desapalancamiento de los bancos europeos ha tenido efectos limitados en los mercados de crédito de la región (véase el recuadro 2.1), pero hasta que no se complete el saneamiento de los balances bancarios de Europa, el avance del desapalancamiento sigue representando un riesgo. En Estados Unidos, los riesgos a corto plazo se han equilibrado, pero el crecimiento se verá afectado hacia fines de 2013 y posteriormente si no se reemplazan los recortes automáticos del gasto fiscal (el llamado “secuestro del gasto”) antes de que comience el próximo ejercicio fiscal en octubre por medidas que difieran el ajuste fiscal. Un crecimiento menor de Estados Unidos tendría un impacto negativo en la región, particularmente en México y América Central, que son los más vinculadas a Estados Unidos a través del comercio y las remesas.

La balanza de riesgos a mediano plazo se mantiene inclinada a la baja. El riesgo clave es que cambie la dirección de los vientos a favor generados por las condiciones de financiamiento benignas y los altos precios de las materias primas que prevalecieron desde 2010. La región se vería particularmente

afectada si una desaceleración económica abrupta en China u otras economías importantes desencadenara una caída de los precios de las materias primas. Según simulaciones de escenarios de riesgo, una disminución sincronizada de 10 por ciento en la inversión de los cuatro mayores mercados emergentes (el grupo BRIC), causaría una caída del crecimiento de América Latina de alrededor de 1 punto porcentual respecto del escenario base (gráfico 2.3). El crecimiento podría llegar a ser hasta 2 puntos porcentuales menor si al shock de inversión se sumara una salida de capitales¹. Otro riesgo es que las principales economías avanzadas no afronten los desafíos fiscales a mediano plazo y esto cause un fuerte aumento de las primas de riesgo soberano y corporativo, con un impacto negativo en el crecimiento mundial.

A nivel interno, en algunos países de América Latina se ha incrementado el riesgo de un deterioro de los balances externos y financieros. Los saldos en cuenta corriente se han debilitado en los últimos años, y los precios de los activos están en alza. El crecimiento del crédito se ha moderado, pero sigue siendo alto en varios países. Aunque la estabilidad financiera no representa un motivo de preocupación inmediato, las políticas económicas deben concentrarse en mitigar las posibles vulnerabilidades de los balances.

Desafíos de política económica

Los países de América Latina deberían aprovechar las favorables condiciones económicas actuales para construir una base sólida que permita un crecimiento sostenido en el futuro. Las prioridades de política económica incluyen afianzar los márgenes de maniobra fiscal, mejorar los marcos de política y avanzar en reformas estructurales para aumentar la productividad y el crecimiento potencial. En vista de que los inversionistas mundiales están asignando una mayor proporción de

¹ Véase una descripción detallada de estos escenarios de riesgo en el capítulo 1 de la edición de abril de 2013 de *Perspectivas de la economía mundial*.

Gráfico 2.3. Se proyecta un crecimiento del 3½ por ciento en 2013 al afianzarse la actividad en Brasil. La balanza de riesgos a mediano plazo se mantiene inclinada a la baja.

	2010	2011	2012	Proy.	
				2013	2014
ALC	6.1	4.6	3.0	3.4	3.9
Economías financieramente integradas ²	6.7	5.3	4.1	4.3	4.5
Otros países exportad. de mat. primas ³	5.6	6.1	3.3	4.6	3.8
América Central ⁴	4.0	4.0	3.7	3.1	3.3
El Caribe					
Intensivos en turismo ⁵	-12	0.4	0.3	12	2.0
Exportadores de materias primas ⁶	2.9	2.4	3.4	3.6	3.9
Partidas informativas:					
Brasil	7.5	2.7	0.9	3.0	4.0
México	5.3	3.9	3.9	3.4	3.4

Fuente: FMI, *Perspectivas de la economía mundial*.

¹ Promedio de América Latina y el Caribe ponderado por el PIB a tipos de cambio basados en la paridad del poder adquisitivo. Los agregados subregionales se calculan como promedios simples.

² Incluye Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Uruguay.

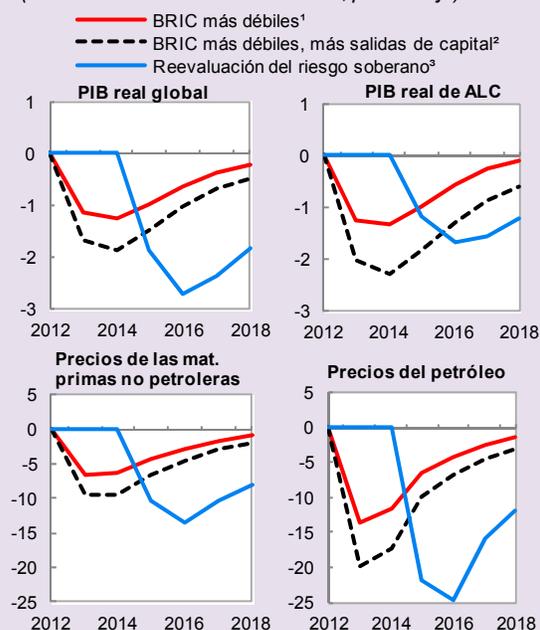
³ Incluye Argentina, Bolivia, Ecuador, Paraguay y Venezuela.

⁴ Incluye Costa Rica, El Salvador, Guatemala, Honduras y la República Dominicana (excluye Panamá).

⁵ Incluye Bahamas, Barbados, Jamaica y los países miembros de la Unión Monetaria del Caribe Oriental.

⁶ Incluye Belice, Guyana, Suriname, y Trinidad y Tobago.

Escenarios adversos, WEO, abril de 2013 (Desviaciones del escenario base, porcentaje)



Fuente: FMI, *Perspectivas de la economía mundial*.

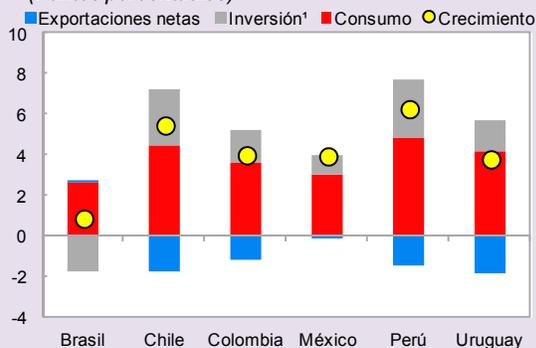
¹ El escenario de los BRIC más débiles supone que el nivel de inversión es 10% más bajo que el del escenario base de Brasil, China, India y Rusia.

² Además del nivel de inversión más bajo, el escenario de salidas de capital supone un aumento de los diferenciales de tasas de los BRIC (emisores soberanos: 400 puntos básicos; emisores corporativos: 200 puntos básicos).

³ Se supone que las primas de riesgo soberano aumentan fuertemente en Estados Unidos y Japón (a partir de 2015), pero de manera más modesta en otros países.

Gráfico 2.4. La demanda interna se mantuvo firme. Las tasas de inflación se ubican cerca de las metas en la mayoría de los países a pesar de que los mercados de trabajo siguen viéndose ceñidos.

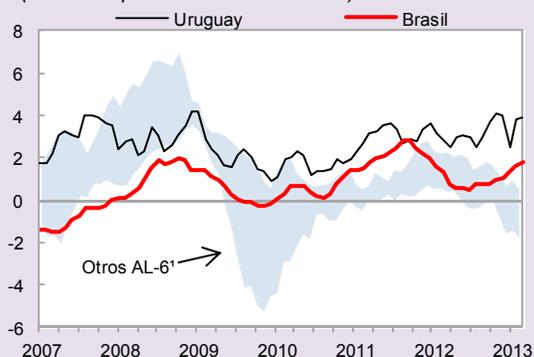
AL-6: Contribución a la tasa de crecimiento del PIB real, 2012¹
(Puntos porcentuales)



Fuentes: FMI, *Perspectivas de la economía mundial*, y cálculos del personal técnico del FMI.

¹ Inversión incluye inventarios y discrepancias estadísticas.

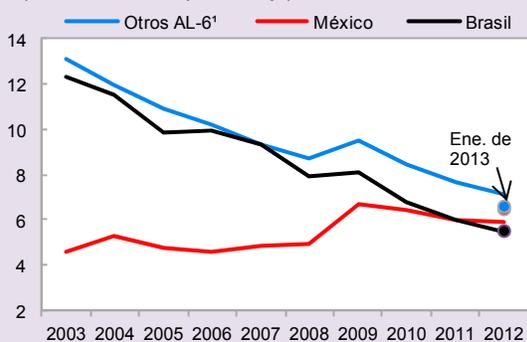
AL-6: Nivel general de inflación menos meta de inflación
(Variación porcentual de 12 meses)



Fuentes: Haver Analytics; autoridades nacionales, y cálculos del personal técnico del FMI.

¹ La zona sombreada presenta el rango de Chile, Colombia, México y Perú.

AL-6: Tasas de desempleo
(Promedio anual; porcentaje)



Fuentes: Haver Analytics; autoridades nacionales, y cálculos del personal técnico del FMI.

¹ Promedio simple de Chile, Colombia, Perú y Uruguay. Datos de enero de 2013 ajustados por estacionalidad.

su cartera a los mercados emergentes, los países de la región deben seguir fortaleciendo sus políticas prudenciales para evitar que se acumulen vulnerabilidades financieras.

Del análisis del personal técnico del FMI se desprende que en muchos países las tasas de crecimiento potencial son inferiores a las registradas durante la reciente fase ascendente del ciclo (véase el capítulo 3). Por ello, será importante que las autoridades calibren las políticas macroeconómicas sobre la base de una evaluación realista del crecimiento potencial de sus economías.

Economías financieramente integradas²

Evolución económica

Una vez consolidada la recuperación de la crisis económica mundial de 2008–09, en la mayoría de las economías financieramente integradas el crecimiento del producto se moderó hacia su nivel potencial en 2012, aunque con creciente heterogeneidad entre países.

- El crecimiento se desaceleró marcadamente en Brasil, a pesar del significativo estímulo provisto por las políticas monetaria y fiscal. Es probable que los altos costos unitarios de la mano de obra, restricciones de infraestructura y la incertidumbre en torno a las políticas internas hayan influido negativamente en la confianza empresarial y en la inversión privada. Según indicadores recientes, el nivel de actividad se ha fortalecido, y el crecimiento de la inversión pasó a ser positivo en el último trimestre de 2012.
- La desaceleración del crecimiento en las otras economías fue más gradual, y se debió principalmente a las políticas restrictivas aplicadas con anterioridad y a un debilitamiento de la demanda externa. No obstante, la demanda interna se mantuvo robusta. El consumo continuó respaldado por un creciente nivel de ingresos

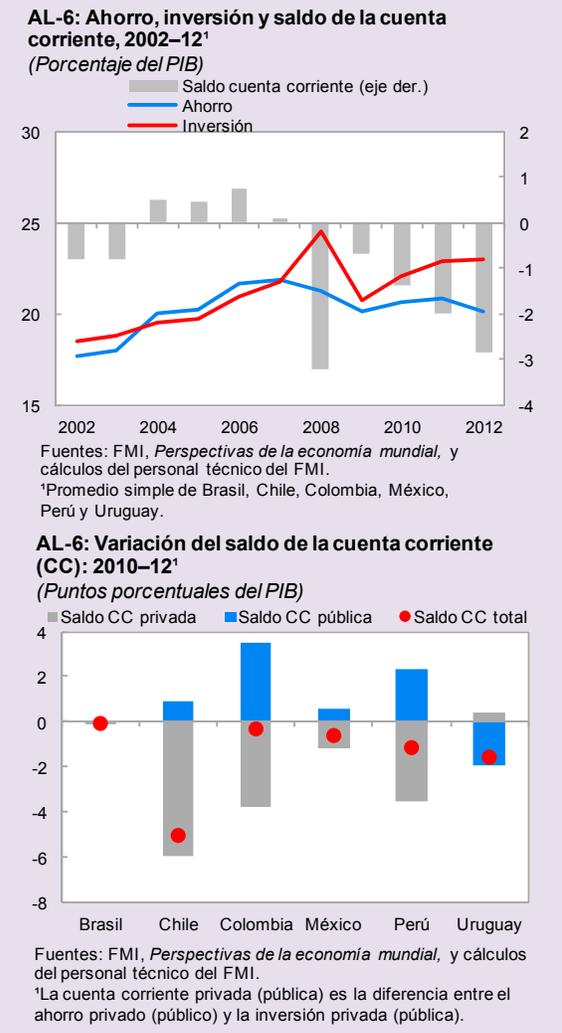
² Este grupo, que representa cerca del 75 por ciento del producto de la región, incluye Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Uruguay.

salariales y por condiciones crediticias favorables. En Chile y Perú, la inversión privada también tuvo una importante contribución al crecimiento, que reflejó en parte las fuertes inversiones extranjeras directas en el sector minero. Tras un crecimiento dinámico a comienzos de 2012, la actividad económica de México se moderó en la última parte del año, a tono con la desaceleración de la producción industrial en Estados Unidos. En Colombia, el crecimiento también se desaceleró en el segundo semestre de 2012, lo que dio lugar a cierto relajamiento de las políticas macroeconómicas.

Los mercados de trabajo siguieron viéndose ceñidos en todos los países. La creación de empleo superó el crecimiento de la fuerza laboral, llevando las tasas de desempleo a niveles mínimos casi sin precedentes en la mayoría de las economías. Los salarios reales también se incrementaron fuertemente, superando en algunos casos (Brasil) el crecimiento de la productividad laboral.

Las presiones inflacionarias se mantuvieron contenidas, con algunas excepciones. Desde mediados de 2012 las tasas de inflación general y subyacente cayeron en Chile, Colombia y Perú, debido a la moderación de los precios de los alimentos y la energía y a los efectos de traspaso de la apreciación de la moneda. En estos países, la inflación general se ubica cerca (o por debajo) de la meta, y las expectativas inflacionarias se mantienen bien ancladas. En México, las expectativas de inflación permanecen relativamente estables en un nivel algo superior al punto medio de la banda fijada como meta. En Brasil y Uruguay, en cambio, las presiones inflacionarias permanecen elevadas (gráfico 2.4). En Brasil, la inflación ha aumentado desde mediados de 2012, hecho que refleja un fuerte crecimiento de los salarios, fuertes restricciones de oferta en algunos sectores y la depreciación de la moneda en períodos anteriores. En Uruguay, el aumento de los precios de los alimentos (impulsado por shocks locales relacionados con las condiciones meteorológicas) y la indexación generalizada de los salarios han contribuido a mantener la inflación muy por encima de la meta.

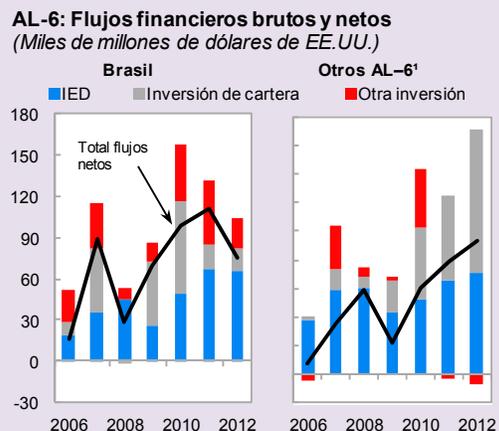
Gráfico 2.5. La vigorosa demanda interna contribuyó a que los déficits en cuenta corriente aumentaran aún más.



Los déficits de cuenta corriente externa de estos países aumentaron a pesar de términos de intercambio favorables. En 2012 estos déficits llegaron a un promedio de 2,8 por ciento del PIB (frente al 2 por ciento del PIB en 2011) debido a que la demanda interna siguió creciendo a un ritmo más rápido que el del producto. En la mayoría de los países, el deterioro obedeció en gran medida a una pujante demanda privada, compensada en parte por un modesto aumento del ahorro público (gráfico 2.5).

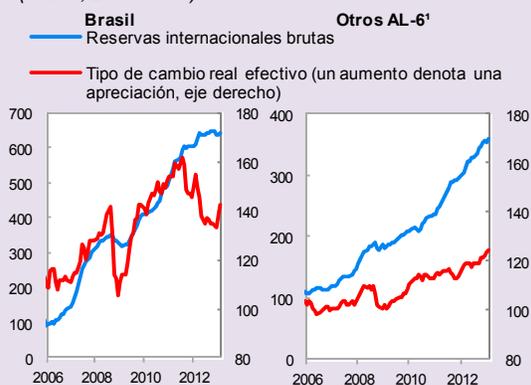
La fuerte afluencia de capitales se mantuvo, aunque los flujos financieros netos quedaron, en líneas generales, al mismo nivel de 2011, producto de que también aumentaron las salidas de capitales (gráfico 2.6). La inversión extranjera directa (en los sectores de materias primas, finanzas y comercio minorista)

Gráfico 2.6. La fuerte afluencia de capitales presionó al alza las monedas nacionales en la mayoría de los países e indujo una aceleración en la acumulación de reservas.



Fuentes: Haver Analytics; FMI, *Perspectivas de la economía mundial*, y cálculos del personal técnico del FMI.
¹ Suma de Chile, Colombia, México, Perú y Uruguay. Datos correspondientes a Uruguay hasta 2013:T3 inclusive.

AL-6: Reservas internacionales brutas y tipos de cambio reales
(Índice, 2005 = 100)



Fuentes: Haver Analytics y cálculos del personal técnico del FMI.
¹ Promedio simple de Chile, Colombia, México, Perú y Uruguay.

siguió representando la mayor proporción de la afluencia de capitales, aunque la inversión de cartera también repuntó en el segundo semestre del año (particularmente en México), presionando al alza las monedas nacionales e induciendo una aceleración del ritmo de acumulación de reservas en algunos casos. Una excepción fue Brasil, donde la baja de tasas de interés, un crecimiento más débil y la adopción previa de medidas más estrictas sobre los

flujos de capitales hicieron que se moderaran los flujos en 2012³.

El crecimiento del crédito bancario se mantuvo sólido, en un nivel superior al 10 por ciento anual en términos reales, aunque su ritmo se ha moderado en los últimos meses (gráfico 2.7). La emisión de bonos corporativos también se incrementó, con un número creciente de empresas emitiendo bonos por primera vez. Las empresas de la región están emitiendo bonos a tasas de interés cada vez más bajas y a plazos más largos. Un análisis de los balances de las empresas de la región muestra que estos, en general, siguen siendo saludables, aunque la relación deuda-activos ha aumentado en algunos sectores, como la construcción, las manufacturas y el comercio minorista (véase González-Miranda, 2012).

Los precios de las viviendas en las principales zonas metropolitanas de la región han registrado un rápido incremento en los últimos años, especialmente en Brasil y Perú. El apalancamiento de los hogares está aumentando en muchos países, aunque se mantiene relativamente bajo en comparación con otras economías emergentes.

Perspectivas y prioridades de política económica

Se proyecta que en 2013 el crecimiento de las economías financieramente integradas se ubique cerca de su potencial. En Brasil, se prevé que la expansión del producto se recupere a un nivel del 3 por ciento en 2013 (frente a 0,9 por ciento en 2012), reflejando el efecto rezagado del relajamiento de las políticas económicas y de las medidas orientadas a incentivar la inversión privada.

Si se relaja la posición fiscal o si se flexibilizan aún más las condiciones de financiamiento externo, la demanda interna en estos países puede crecer más rápidamente que lo proyectado. En un contexto de fuertes restricciones de oferta, esto determinaría una mayor expansión de los déficits en cuenta corriente y mayores presiones inflacionarias.

³ Brasil flexibilizó algunas de sus restricciones a los flujos de capitales en el segundo semestre de 2012, al disminuir los volúmenes de inversiones de cartera.

2. PERSPECTIVAS Y DESAFÍOS DE POLÍTICA ECONÓMICA PARA AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE

En vista de estos riesgos, las políticas económicas deberían concentrarse en impedir que se acumulen vulnerabilidades macroeconómicas y financieras. Una prioridad clave es acelerar el ritmo de consolidación fiscal. La deuda pública disminuyó rápidamente en los años previos a la crisis financiera de 2008, pero desde entonces la recuperación del espacio fiscal ha demostrado ser difícil, a pesar de que los ingresos fiscales aumentaron gracias a los altos precios de las materias primas y el fuerte crecimiento. La relación gasto público/PIB se ha mantenido elevada en la mayoría de los países, y el incremento del gasto público siguió acelerándose en 2012. Los presupuestos fiscales para 2013 implican un leve relajamiento de la posición fiscal en Chile, Colombia y Perú.

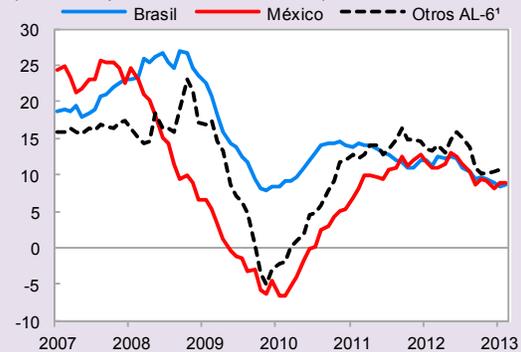
Una política fiscal más prudente contribuiría a aliviar la presión sobre la limitada capacidad interna y a mitigar la expansión del déficit en cuenta corriente. Una mayor solidez de los balances públicos también contribuiría a proteger a estas economías de posibles shocks externos adversos (véase el capítulo 4) y a prepararlas mejor para enfrentar los desafíos a largo plazo que plantea el envejecimiento de la población.

La política monetaria debe seguir siendo flexible y responder a las circunstancias económicas cambiantes. Los países con una inflación relativamente alta (Brasil y Uruguay), o con fuertes presiones sobre la limitada capacidad ociosa, quizá deban aplicar políticas más restrictivas para contribuir a mantener la estabilidad macroeconómica (gráfico 2.8). Los países donde las expectativas de inflación están bien ancladas pueden reducir las tasas por debajo del nivel neutro para respaldar la actividad en el caso de producirse una desaceleración.

Es conveniente seguir utilizando la flexibilidad del tipo de cambio para desalentar los flujos de capitales especulativos (véase el recuadro 2.2). Podría considerarse la posibilidad de acelerar el ritmo de acumulación de reservas en los países donde el tipo de cambio real esté por encima del rango compatible con sus fundamentos económicos. Además, un endurecimiento adicional de las políticas

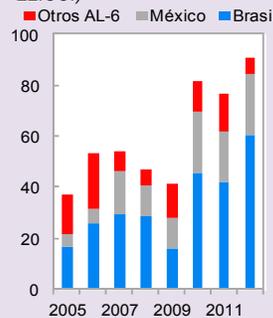
Gráfico 2.7. El crecimiento del crédito se mantiene fuerte y los indicadores financieros parecen sólidos.

AL-6: Crédito real al sector privado
(Variación porcentual de 12 meses)

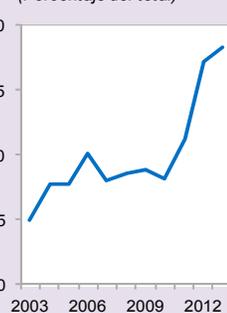


Fuentes: Haver Analytics y cálculos del personal técnico del FMI.
¹ Promedio simple de Chile, Colombia, Perú y Uruguay.

Emisiones de bonos corporativos por países
(Miles de millones de dólares de EE.UU.)



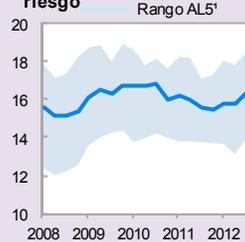
Emisiones por empresas que colocan bonos por primera vez¹
(Porcentaje del total)



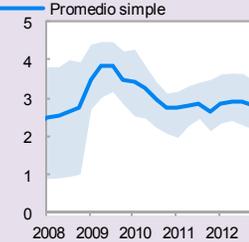
Fuentes: Dealogic y cálculos del personal técnico del FMI.
¹ Datos para América Latina. Otros AL-6 es la suma de Chile, Colombia, Perú y Uruguay.

Indicadores de Solidez Financiera, 2008–12

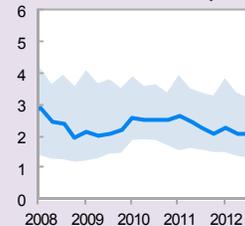
Capital regulatorio sobre activos ponderados por riesgo



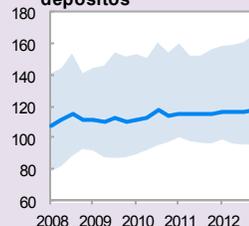
Préstamos en mora sobre total préstamos brutos



Retorno sobre el capital



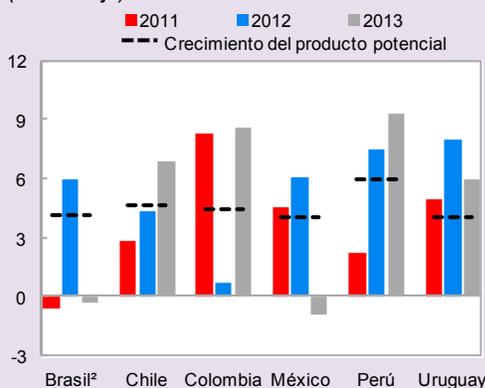
Ratio préstamos a depósitos



Fuentes: FMI, Indicadores de Solidez Financiera ; y cálculos del personal técnico del FMI.
¹ Rango para Brasil, Chile, Colombia, México, and Perú.

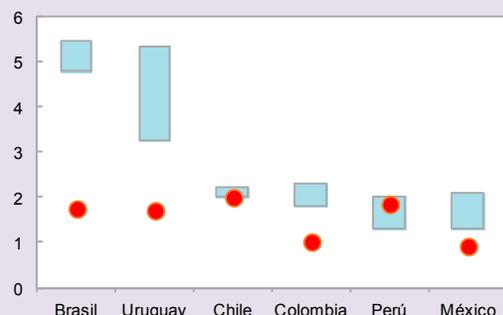
Gráfico 2.8. En 2012 se relajó la política fiscal en algunos países. La política monetaria sigue siendo muy acomodaticia en Brasil y Uruguay.

AL-6: Crecimiento del gasto primario del gobierno¹ (Porcentaje)



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.
¹ Deflactados por la inflación de precios al consumidor.
² Excluye transferencias para financiar préstamos de política en todos los años.

AL-6: Tasas de interés neutras y tasas de política monetaria¹ (Porcentaje)



Fuentes: Haver Analytics; Magud y Tsounta (2012); y cálculos del personal técnico del FMI.
¹ Los puntos rojos denotan la tasa de política real de febrero de 2013 (deflactada por la inflación esperada). Los rectángulos representan el rango de las tasas neutras estimadas (excluidos los valores atípicos) basados en información hasta agosto de 2012 inclusive.

prudenciales podría contribuir a limitar la posible acumulación de vulnerabilidades en el sector financiero (ver abajo). Las restricciones orientadas a modificar el volumen o la composición de los flujos de capitales también son una alternativa posible, aunque son de eficacia limitada y requieren frecuentes reajustes para evitar que sean eludidas.

Sigue siendo crucial fortalecer la regulación y supervisión del sector financiero para proteger la estabilidad del sistema bancario e impedir excesos financieros. Los bancos de estos países tienen altos coeficientes de capital y liquidez, un bajo nivel de préstamos en mora y un alto rendimiento de los

activos. Sin embargo, la existencia de bancos con indicadores financieros sólidos no es un fenómeno inusual en esta etapa del ciclo y podría ocultar vulnerabilidades en gestación. Es preciso seguir de cerca la evolución del creciente apalancamiento en sectores sensibles al ciclo económico, tales como la construcción y el comercio minorista. La aplicación de medidas prudenciales (como la exigencia de provisiones prospectivas, coeficientes préstamo-valor más estrictos, mayores requisitos de capital y límites a la exposición sectorial) contribuiría a mitigar los riesgos. De hecho, algunos países (Perú, Colombia y Uruguay) han endurecido, apropiadamente, sus políticas prudenciales en los últimos meses (véase el cuadro 2.4). En el futuro, quizás sea necesario endurecer las medidas prudenciales en algunos países para limitar el crecimiento del crédito y la acumulación de vulnerabilidades.

Dado que una proporción creciente de servicios financieros está teniendo lugar fuera del sistema bancario, los países también deben redoblar sus esfuerzos para ampliar el perímetro de regulación y supervisión extendiéndolo a las instituciones financieras no bancarias (véase el recuadro 2.3). Se requieren asimismo mayores esfuerzos para mejorar la compilación de datos de modo que posibilite un mejor seguimiento de las vulnerabilidades del sector financiero. Por ejemplo, la creación de registros integrales del crédito a prestatarios individuales permitiría una mejor evaluación del riesgo crediticio.

Otros países exportadores de materias primas⁴

Evolución económica

Tras experimentar un rápido aumento en 2011, el crecimiento en la mayoría de los países exportadores de materias primas con menor grado de integración

⁴ Este grupo comprende Argentina, Bolivia, Ecuador, Paraguay y Venezuela. En el caso de Argentina, el FMI emitió una declaración de censura, instando al país a adoptar medidas correctivas con respecto a la calidad de los datos oficiales sobre el PBI y el Índice de Precios al Consumidor del Gran Buenos Aires (IPC-GBA). En este informe también se usan en algunos casos fuentes de datos alternativas para evaluar la evolución económica.

financiera se desaceleró, aunque las brechas del producto se mantuvieron cerradas o positivas en la mayor parte de ellos. La desaceleración fue especialmente fuerte en Argentina y Paraguay, que se vieron afectados por shocks vinculados a fenómenos meteorológicos y por la desaceleración de la actividad en Brasil. En el caso de Argentina, las restricciones a las importaciones y a las operaciones cambiarias también constituyeron un freno importante a la inversión y la actividad. La desaceleración fue menos pronunciada en el caso de Ecuador, mientras que en Venezuela el crecimiento del producto aumentó como resultado de políticas sumamente expansivas (gráfico 2.9).

Los saldos de cuenta corriente externa siguieron deteriorándose en la mayoría de estos países, en muchos casos como consecuencia del fuerte gasto del sector público. En Argentina y Venezuela, se mantuvo un alto nivel de inflación y continuó la fuga de capitales (aunque a un ritmo más lento que en 2011), a pesar de que se endurecieron las restricciones a las importaciones y a las operaciones cambiarias con el objeto de limitar la pérdida de reservas.

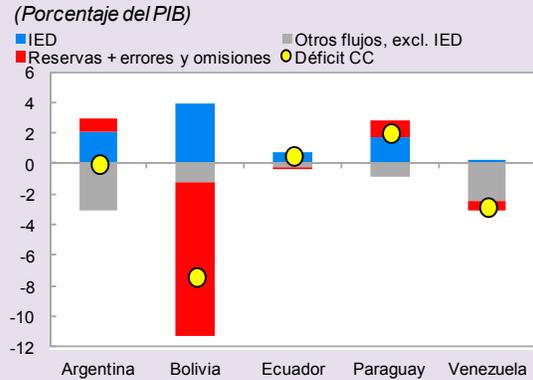
Perspectivas y prioridades de política económica

Se prevé que el crecimiento se moderará en 2013 en el caso de los países exportadores de energía (Bolivia, Ecuador y Venezuela). Esta proyección depende de la adopción de políticas macroeconómicas prudentes, necesarias para contener la inflación y mejorar la confianza. En cambio, se prevé que en Paraguay el crecimiento repuntará con fuerza, gracias a la superación de los shocks vinculados a factores meteorológicos y a la recuperación de Brasil.

De cara al futuro, estos países se beneficiarían con el ahorro de una proporción mucho mayor de los ingresos derivados de las materias primas (véase el capítulo 5). En promedio, el gasto público primario ha aumentado en 10 puntos porcentuales del PIB desde 2005. Dado el alto grado de vulnerabilidad de estos países a shocks de términos de intercambio, será necesario controlar el gasto para garantizar la

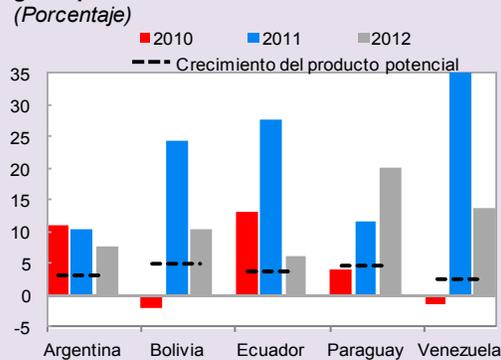
Gráfico 2.9. En otros países exportadores de materias primas de América del Sur, las políticas siguen siendo muy procíclicas, y se han registrado fuertes salidas de capitales privados en algunos casos.

Otros países de América del Sur: Cuenta corriente y financiera, 2012¹



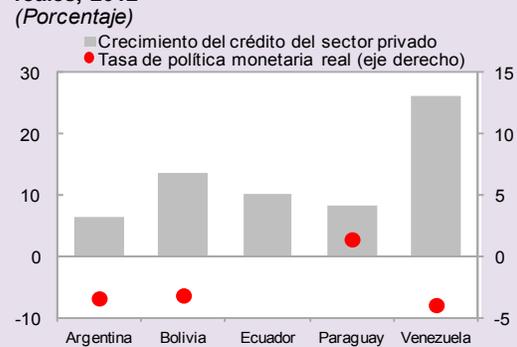
Fuente: FMI, *Perspectivas de la economía mundial*.
 1 Los valores positivos para las reservas indican uso de reservas; los valores negativos corresponden a las reservas acumuladas. Una cuenta corriente negativa es un superávit.

Otros países de América del Sur: Crecimiento del gasto primario real¹



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.
 1 Deflactado por la inflación de los precios al consumidor. En el caso de Argentina, se utilizan estimaciones de la inflación provincial. Véanse algunas cuestiones relativas a los datos de Argentina en la nota de pie 3 del cuadro 2.1.

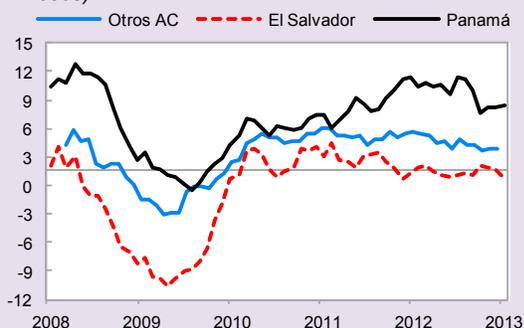
Otros países de América del Sur: Crecimiento del crédito bancario real y tasas de interés reales, 2012¹



Fuentes: Haver Analytics; autoridades nacionales, y cálculos del personal técnico del FMI.
 1 Datos hasta diciembre de 2012 inclusive. Deflactados por los precios al consumidor. En el caso de Argentina, se utilizan las estimaciones de la inflación provincial promedio elaboradas por el personal técnico del FMI.

Gráfico 2.10. El crecimiento en América Central sigue firme, pero los esfuerzos de consolidación fiscal han perdido impulso en muchos países.

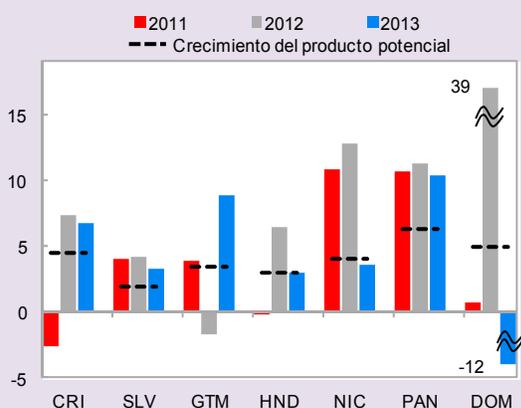
CAPDR: Índice de actividad económica¹
(Promedio móvil de 3 meses, variación porcentual de 12 meses)



Fuentes: Haver Analyticis; SEMCA; autoridades nacionales, y cálculos del personal técnico del FMI.

¹Otros América Central (Otros AC) es un promedio simple de Costa Rica, Guatemala, Honduras y Nicaragua (excluye El Salvador y la República Dominicana).

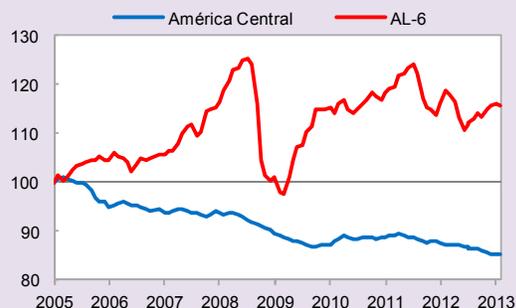
CAPDR: Crecimiento del gasto primario real¹
(Porcentaje)



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

¹Deflactados por la inflación de precios al consumidor.

América Central: Tipos de cambio nominales¹
(Dólar de EE.UU./moneda nac., Índice, 2005 = 100)



Fuentes: FMI, *Perspectivas de la economía mundial*; autoridades nacionales, y cálculos del personal técnico del FMI.

¹América Central es el promedio simple de Costa Rica, El Salvador, Guatemala, Honduras y la República Dominicana. AL-6 es el promedio simple de Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Uruguay.

sostenibilidad fiscal. Los países también podrían aprovechar las actuales condiciones favorables de financiamiento externo para extender el perfil de vencimiento de su deuda pública⁵.

América Central, Panamá y la República Dominicana

Evolución económica

El crecimiento promedio en América Central y la República Dominicana fue de alrededor de 3½ por ciento durante 2012, y la actividad se mantiene cercana a su nivel potencial en la mayoría de estos países. La fuerte demanda interna contribuyó a compensar el debilitamiento de las exportaciones netas. Panamá siguió registrando el crecimiento más alto de la región, impulsado por inversiones relacionadas con la ampliación del canal y un importante programa de inversión pública. En el extremo opuesto del espectro, la actividad siguió mostrando escaso dinamismo en El Salvador. La inflación disminuyó en toda la región al 4¼ por ciento para el final de 2012 (2 puntos porcentuales menos que en 2011), debido en parte a la caída de los precios de la energía y los alimentos (gráfico 2.10).

El crecimiento de las exportaciones, que había sido vigoroso en 2011, se desaceleró en la mayoría de los países, debido a una menor demanda de Estados Unidos y al descenso de los precios del café. La entrada de remesas también fue más lenta en algunos casos. Como resultado, los déficits de la cuenta corriente externa aumentaron a un promedio de 8 por ciento del PIB. Estos déficits siguieron financiándose principalmente con inversión extranjera directa (IED) e inlfujos oficiales, aunque en el caso de Costa Rica la entrada de capitales privados excluyendo IED aumentó fuertemente en el segundo semestre de 2012.

⁵ Bolivia y Paraguay emitieron recientemente deuda soberana a tasas históricamente bajas.

Perspectivas y prioridades de política económica

Para 2013 se proyecta que en estos países el crecimiento se mantendrá cercano a su nivel potencial. Los riesgos se relacionan principalmente con las perspectivas de Estados Unidos y con la evolución de los precios del petróleo. Un fuerte aumento de estos precios ampliaría más los déficits en cuenta corriente y agravaría las dificultades fiscales en los países que aplican subsidios a la energía. La incertidumbre acerca de las políticas de Venezuela también podría acrecentar la vulnerabilidad externa en algunos países (por ejemplo, Nicaragua) que han logrado financiar sus importaciones de petróleo en términos concesionarios.

La deuda pública se mantiene por encima de los niveles previos a la crisis de Lehman en la mayor parte de la región, y el proceso de consolidación ha perdido impulso. En 2012 se aceleró el crecimiento del gasto primario real, mientras que el nivel de los ingresos tributarios se mantuvo bajo⁶. Hacia adelante, sería necesario aplicar gradualmente una política fiscal más restrictiva para reducir los desequilibrios fiscales y externos y asegurar la sostenibilidad de la deuda. La consolidación debería incluir tanto una reducción del ritmo de gasto público (particularmente en salarios del sector público y subsidios a la energía) como una mayor movilización de ingresos.

Para los países con su propia moneda sería beneficioso avanzar gradualmente hacia una mayor flexibilidad cambiaria. Tipos de cambios más flexibles ofrecerían una protección contra shocks externos, y reducirían vulnerabilidades, creando incentivos para que las empresas tomen cobertura para su endeudamiento en moneda extranjera.

⁶ Muchos países de la región (Costa Rica, El Salvador, Guatemala y Honduras) han emitido deuda soberana a tasas relativamente bajas en meses recientes. Una flexibilización de las restricciones al financiamiento externo podría aumentar las vulnerabilidades externas y fiscales si lleva a un deterioro de la disciplina fiscal.

El Caribe

Evolución económica

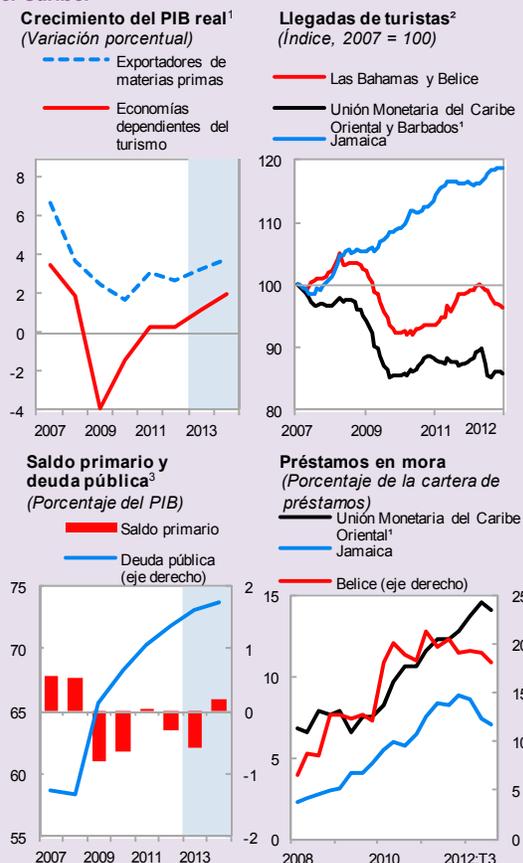
En gran parte del Caribe la recuperación sigue siendo endeble. El crecimiento de las economías dependientes del turismo alcanzó en promedio menos del ½ por ciento en 2012 (más de ½ punto porcentual por debajo de las proyecciones presentadas en la edición de octubre de 2012 de *Perspectivas económicas: Las Américas*). La llegada de turistas se desaceleró durante el segundo semestre de 2012 debido a un menor crecimiento en las economías avanzadas. En contraste, el crecimiento fue más vigoroso en los países del Caribe que son exportadores de materias primas (Belize, Guyana, Suriname y Trinidad y Tobago), alcanzando un promedio de aproximadamente 3½ por ciento en 2012⁷. Por su parte, en Haití el crecimiento bajó a 2¾ por ciento en 2012 (comparado con 5½ por ciento en 2011), principalmente debido a demoras en la implementación de proyectos vinculados con la reconstrucción.

La débil demanda interna y las grandes brechas del producto contribuyeron a mantener baja la inflación en gran parte de la región. A su vez, el déficit de cuenta corriente externa en las economías dependientes del turismo se mantuvo elevado (más de 16 por ciento del PIB en promedio), en gran parte debido a que la región depende en gran medida de las importaciones de energía. Estos déficits siguieron financiándose principalmente con IED y flujos oficiales (incluidos los flujos provenientes de Venezuela), aunque en algunos casos se usaron reservas internacionales (especialmente en Jamaica) (gráfico 2.11).

La consolidación fiscal prosiguió, aunque en muchos casos sin llegar a cumplir los planes iniciales. El saldo fiscal primario mejoró levemente en la mayoría de las economías dependientes del turismo (deteriorándose en Barbados y Santa Lucía), y la deuda pública ha comenzado a estabilizarse, aunque a niveles elevados.

⁷ En el caso de Trinidad y Tobago, los trabajos de mantenimiento en el sector energético frenaron el crecimiento en 2012.

Gráfico 2.11. Los altos niveles de deuda y la débil competitividad siguen frenando el crecimiento en gran parte del Caribe.



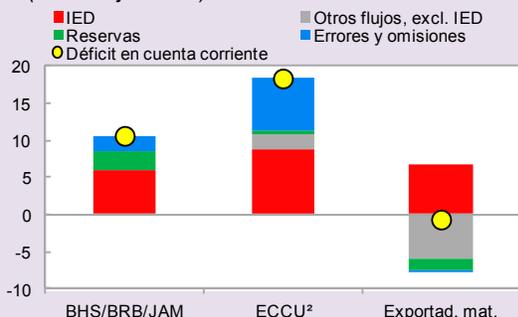
Fuentes: Autoridades nacionales; Organización del Turismo del Caribe, y cálculos del personal técnico del FMI.

¹ Exportadores de materias primas incluye Belice, Guyana, Suriname, y Trinidad y Tobago; Economías dependientes del turismo incluye Antigua y Barbuda, Los Bahamas, Barbados, Dominica, Granada, Jamaica, St. Kitts y Nevis, Santa Lucía, y San Vicente y las Granadinas. La Unión Monetaria del Caribe Oriental incluye Dominica, Granada, Santa Lucía, y San Vicente y las Granadinas.

² Datos sobre llegadas de turistas hasta abril de 2012 inclusive.

³ Incluye exportadores de materias primas y economías dependientes del turismo. Excluye St. Kitts y Nevis, que reestructuró su deuda recientemente.

El Caribe: Cuenta corriente y de capital, 2012¹ (Porcentaje del PIB)



Fuente: FMI, *Perspectivas de la economía mundial*, y cálculos del personal técnico del FMI.

¹ Los valores positivos para las reservas significan uso de las reservas; los valores negativos corresponden a las reservas acumuladas.

² ECCU: Unión Monetaria del Caribe Oriental.

Los esfuerzos fiscales han sido complementados por reestructuraciones de deuda en algunos países, como Jamaica, Saint Kitts y Nevis y, más recientemente, Granada⁸.

En los países del Caribe que son exportadores de materias primas los niveles de deuda se mantienen relativamente bajos, aunque han aumentado en el caso de Trinidad y Tobago debido a que se han asumido pasivos relacionados con el rescate de una compañía financiera grande.

Perspectivas y prioridades de política económica

De cara al futuro, se prevé que el crecimiento de las economías dependientes del turismo repuntará solo en forma gradual, debido a los altos niveles de deuda y la débil competitividad. Se proyecta que estas economías registrarán una expansión de alrededor de 1¼ por ciento en 2013, a medida que se fortalezca gradualmente la demanda externa. La balanza de riesgos, sin embargo, sigue inclinándose a la baja. Un alza de precios del petróleo o un menor financiamiento concesionario en relación con el petróleo podrían agudizar los desequilibrios externos en algunos países receptores de ayuda (Dominica, Granada, Guyana, Haití, Jamaica y Saint Kitts y Nevis).

El desafío clave para estos países es reducir la elevada deuda pública. La consolidación fiscal es también crucial para abordar los crecientes desequilibrios externos (véase el recuadro 2.4). En tal sentido, la adopción de reglas para el crecimiento del gasto podría ser una herramienta útil para limitar el incremento de los salarios públicos, especialmente si es combinada con reformas de la administración pública. En el proceso de consolidación fiscal se debe proteger la inversión en infraestructura y el gasto social.

⁸ En 2012, San Kitts y Nevis llegó a un acuerdo con sus acreedores externos para reducir el valor nominal de la deuda en aproximadamente 6 por ciento del PIB. Otras reestructuraciones de deuda llevadas a cabo en los últimos años incluyen las de Antigua y Barbuda (2011) y Jamaica (2011). Haití recibió alivio de la deuda oficial tras el devastador terremoto de comienzos de 2011.

2. PERSPECTIVAS Y DESAFÍOS DE POLÍTICA ECONÓMICA PARA AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE

Sigue siendo necesario resolver las vulnerabilidades del sector financiero. El deterioro de la calidad de los activos, el nivel inadecuado de provisiones y la baja rentabilidad han puesto al sistema financiero bajo presión en gran parte de la Unión Monetaria del Caribe Oriental (ECCU, por sus siglas en inglés). Es preciso proceder con la resolución de varios bancos locales y cooperativas de crédito de importancia sistémica para evitar efectos de contagio, conteniendo al mismo tiempo los costos fiscales conexos.

En las economías del Caribe exportadoras de materias primas, se espera que el crecimiento alcance entre 3½ y 4 por ciento durante 2013–14. El desafío fundamental a corto plazo es contener el rápido crecimiento de la demanda interna, que sigue superando el ritmo de crecimiento del producto. Como en el caso de otros países exportadores de materias primas, se requiere un mayor esfuerzo para recomponer espacio fiscal.

Cuadro 2.1. Hemisferio Occidental: Principales indicadores económicos¹

	Crecimiento del producto (Porcentaje)					Inflación ² (Fin de período, porcentaje)					Balance de la cuenta corriente (Porcentaje del PIB)				
	2010	2011	2012	Proyect.		2010	2011	2012	Proyect.		2010	2011	2012	Proyect.	
				2013	2014				2013	2014				2013	2014
América del Norte															
Canadá	3.2	2.6	1.8	1.5	2.4	2.2	2.7	0.9	1.9	1.9	-3.6	-3.0	-3.7	-3.5	-3.4
Estados Unidos	2.4	1.8	2.2	1.9	3.0	1.7	3.1	1.8	1.7	1.8	-3.0	-3.1	-3.0	-2.9	-3.0
México	5.3	3.9	3.9	3.4	3.4	4.4	3.8	4.0	3.6	3.3	-0.2	-0.8	-0.8	-1.0	-1.0
América del Sur															
Argentina ³	9.2	8.9	1.9	2.8	3.5	10.9	9.5	10.8	10.1	10.1	0.6	-0.4	0.1	-0.1	-0.5
Bolivia	4.1	5.2	5.2	4.8	5.0	7.2	6.9	4.5	4.4	4.2	4.9	2.2	7.5	4.8	3.5
Brasil	7.5	2.7	0.9	3.0	4.0	5.9	6.5	5.8	5.5	4.5	-2.2	-2.1	-2.3	-2.4	-3.2
Chile	5.8	5.9	5.5	4.9	4.6	3.0	4.4	1.5	3.0	3.0	1.5	-1.3	-3.5	-4.0	-3.6
Colombia	4.0	6.6	4.0	4.1	4.5	3.2	3.7	2.4	2.4	3.0	-3.1	-3.0	-3.4	-3.4	-2.9
Ecuador	3.3	8.0	5.0	4.4	3.9	3.3	5.4	4.2	6.1	2.1	-2.6	-0.2	-0.5	-1.3	-1.5
Guyana	4.4	5.4	3.3	5.5	6.0	4.5	3.3	4.6	6.0	5.5	-9.6	-13.4	-13.2	-14.1	-20.0
Paraguay	13.1	4.3	-1.2	11.0	4.6	7.2	4.9	4.0	5.0	5.0	-3.1	-1.1	-2.0	-2.4	-2.9
Perú	8.8	6.9	6.3	6.3	6.1	2.1	4.7	2.6	2.1	2.0	-2.5	-1.9	-3.6	-3.5	-3.4
Suriname	4.1	4.7	4.5	4.5	4.5	10.3	15.3	4.1	4.5	4.0	6.4	5.8	6.4	3.9	1.8
Uruguay	8.9	5.7	3.8	3.8	4.0	6.9	8.6	7.5	7.8	7.0	-1.9	-2.8	-3.4	-2.9	-2.5
Venezuela	-1.5	4.2	5.5	0.1	2.3	27.2	27.6	20.1	28.0	27.3	2.2	7.7	2.9	6.2	7.7
América Central															
Belice	2.7	1.9	5.3	2.5	2.5	0.0	2.5	0.6	2.0	2.0	-2.8	-1.1	-2.6	-3.2	-3.6
Costa Rica	4.7	4.2	5.0	4.2	4.4	5.8	4.7	4.6	5.0	5.0	-3.5	-5.3	-5.3	-5.5	-5.4
El Salvador	1.4	2.0	1.6	1.6	1.6	2.1	5.1	0.8	2.3	2.6	-2.7	-4.6	-5.1	-4.9	-4.5
Guatemala	2.9	4.1	3.0	3.3	3.4	5.4	6.2	3.4	4.5	4.8	-1.5	-3.6	-3.5	-3.7	-3.6
Honduras	3.7	3.7	3.3	3.3	3.0	6.5	5.6	5.4	5.9	5.7	-5.3	-8.5	-9.9	-11.2	-8.7
Nicaragua	3.6	5.4	5.2	4.0	4.0	5.5	8.1	7.2	7.7	7.1	-11.0	-13.7	-15.8	-13.7	-13.3
Panamá	7.5	10.8	10.7	9.0	7.2	4.9	6.3	4.6	4.8	4.5	-10.2	-12.2	-9.0	-8.9	-8.7
El Caribe															
Antigua y Barbuda	-8.5	-3.0	1.6	1.7	3.2	2.9	4.0	1.8	3.1	3.1	-14.7	-10.8	-12.8	-13.1	-14.0
Bahamas, Las	0.2	1.6	2.5	2.7	2.5	1.5	3.2	2.3	2.0	2.0	-10.5	-14.0	-14.1	-13.7	-12.8
Barbados	0.2	0.6	0.0	0.5	1.0	6.6	9.5	1.2	-0.3	-0.7	-8.2	-8.7	-5.7	-6.1	-5.8
Dominica	0.7	1.9	0.4	1.3	1.5	0.1	2.0	3.6	1.5	1.6	-16.2	-12.8	-13.5	-13.8	-13.9
Granada	-0.4	1.0	-0.8	0.5	1.0	4.2	3.5	1.8	2.6	2.6	-24.1	-23.3	-23.0	-23.4	-23.4
Haití ⁴	-5.4	5.6	2.8	6.5	6.3	4.7	10.4	6.5	5.0	4.5	-12.5	-4.6	-4.0	-5.6	-5.3
Jamaica	-1.4	1.5	0.1	0.5	1.2	11.8	6.0	7.4	8.3	6.2	-8.7	-12.6	-11.9	-10.3	-8.7
República Dominicana	7.8	4.5	3.9	2.2	3.4	6.2	7.8	3.9	5.0	4.5	-8.4	-7.9	-7.2	-4.6	-3.3
Saint Kitts y Nevis	0.0	-1.9	-0.9	1.9	3.2	5.2	2.9	0.3	3.4	2.5	-22.4	-15.6	-13.5	-15.9	-17.2
Santa Lucía	0.2	1.4	-0.4	1.1	2.2	4.2	4.8	6.2	2.4	2.8	-16.9	-20.1	-19.1	-18.2	-17.2
San Vicente y las Granadinas	-2.3	0.4	0.5	1.0	2.0	0.9	4.7	0.8	2.4	2.5	-30.6	-28.8	-27.9	-26.8	-25.2
Trinidad y Tobago	0.2	-2.6	0.4	2.0	2.5	13.4	5.3	7.2	4.0	4.0	20.3	11.1	12.1	11.0	11.2
Partidas informativas:															
América Latina y el Caribe (ALC)¹	6.1	4.6	3.0	3.4	3.9	6.6	6.8	5.9	6.1	5.5	-1.2	-1.3	-1.7	-1.7	-2.0
Países de ALC financieramente integrados ⁵	6.7	5.3	4.1	4.3	4.5	4.2	5.3	4.0	4.1	3.8	-1.4	-2.0	-2.8	-2.9	-2.8
Otros países exportad. de materias primas ⁶	5.6	6.1	3.3	4.6	3.8	11.2	10.9	8.7	10.7	9.7	0.4	1.6	1.6	1.4	1.2
CAPDR ⁷	4.0	4.0	3.7	3.1	3.3	5.3	6.2	4.2	5.1	4.9	-5.4	-7.3	-7.8	-7.3	-6.5
El Caribe															
Economías dependientes del turismo ⁸	-0.3	0.8	0.7	1.3	2.1	4.4	4.8	2.9	3.0	2.7	-16.1	-15.5	-14.9	-14.6	-14.1
Países exportadores de materias primas ⁹	2.9	2.4	3.4	3.6	3.9	7.1	6.6	4.1	4.1	3.9	3.6	0.6	0.7	-0.6	-2.6
Unión Monetaria del Caribe Oriental ¹⁰	-2.6	-0.5	0.0	1.2	2.2	3.1	4.1	3.0	2.4	2.5	-20.1	-18.0	-17.8	-18.3	-18.0

Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

¹ Los agregados regionales se calculan como promedios ponderados por el PIB en función de la PPA, salvo que se indique lo contrario.² Tasas de fin de período (diciembre). Estas generalmente diferirán de las tasas de inflación promedio del período presentadas en el informe del FMI, *Perspectivas de la economía mundial*, si bien ambas están basadas en las mismas proyecciones básicas.³ Los datos para Argentina se basan en los datos declarados oficialmente. Sin embargo, el FMI ha emitido una declaración de censura y ha solicitado a Argentina a adoptar medidas correctivas para mejorar la calidad de los datos oficiales del PIB y del IPC-GBA. Se utilizan fuentes de datos alternativas que han mostrado un crecimiento real significativamente menor al oficial desde 2008, y tasas de inflación más altas que los datos oficiales desde 2007. En este contexto, el FMI también utiliza estimaciones alternativas del crecimiento del PIB para la supervisión de la evolución macroeconómica de Argentina. Los datos de otras entidades estadísticas también pueden tener deficiencias metodológicas.⁴ Datos correspondientes al año fiscal.⁵ Promedio simple de Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Uruguay.⁶ Promedio simple de Argentina, Bolivia, Ecuador, Paraguay y Venezuela.⁷ Promedio simple de Costa Rica, El Salvador, Guatemala, Honduras, Nicaragua y República Dominicana. Excluye a Panamá.⁸ Promedio simple de Las Bahamas, Barbados, Jamaica y los Estados miembros de la Unión Monetaria del Caribe Oriental.⁹ Promedio simple de Belice, Guyana, Suriname, y Trinidad y Tobago.¹⁰ Antigua y Barbuda, Dominica, Granada, Saint Kitts y Nevis, Santa Lucía y San Vicente y las Granadinas, así como Anguila y Montserrat, que no es miembro del FMI.

2. PERSPECTIVAS Y DESAFÍOS DE POLÍTICA ECONÓMICA PARA AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE

Cuadro 2.2. Hemisferio Occidental: Principales indicadores fiscales¹

	Gasto primario del sector público (Porcentaje del PIB)					Balance primario del sector público ² (Porcentaje del PIB)					Deuda bruta del sector público (Porcentaje del PIB)				
	2010	2011	2012 Est.	2013 Proy.	2014 Proy.	2010	2011	2012 Est.	2013 Proy.	2014 Proy.	2010	2011	2012 Est.	2013 Proy.	2014 Proy.
América del Norte															
Canadá	39.4	38.1	37.6	37.4	37.1	-4.9	-3.9	-3.2	-2.7	-2.7	83.0	83.4	85.6	87.0	84.6
Estados Unidos	39.8	38.6	37.6	36.7	36.6	-8.5	-7.2	-5.8	-3.8	-2.5	98.2	102.5	106.5	108.1	109.2
México	24.6	24.1	24.7	23.6	23.1	-1.8	-1.0	-1.1	-0.5	-0.4	42.9	43.7	43.5	43.5	43.9
América del Sur															
Argentina ³	35.6	37.9	41.2	42.3	42.5	1.6	-0.5	-0.9	-0.6	-0.5	49.2	44.9	44.9	42.4	41.7
Bolivia	30.1	34.1	34.8	35.2	34.3	3.1	2.1	2.8	2.6	2.3	38.5	34.7	33.1	34.2	33.3
Brasil	33.0	31.9	33.1	31.3	31.4	2.5	3.2	2.1	3.3	3.1	65.2	64.9	68.5	67.2	65.9
Chile	23.4	22.7	22.7	23.1	22.8	0.2	2.0	1.2	0.9	0.7	8.6	11.1	11.2	11.1	11.4
Colombia ⁴	26.6	26.1	25.5	26.5	25.8	-0.4	0.8	2.8	1.6	1.8	36.5	35.8	32.8	32.0	31.2
Ecuador	37.2	43.3	43.6	45.2	42.8	-0.8	-0.2	0.2	-1.7	-0.7	20.9	19.9	18.6	20.0	20.6
Guyana ⁵	29.2	29.1	31.1	30.5	30.1	-1.0	-1.5	-3.4	-1.7	-1.0	65.3	65.2	60.3	61.3	60.5
Paraguay	17.9	18.8	22.3	23.3	22.5	1.6	1.0	-0.8	-1.9	-1.2	13.7	11.9	11.4	11.3	11.5
Perú	19.1	17.9	18.6	18.9	19.2	0.9	3.0	3.1	2.8	2.5	24.6	22.0	19.8	17.5	16.7
Suriname ⁶	25.3	25.9	28.8	28.6	28.2	-2.6	1.9	-1.0	-1.4	-1.1	18.5	20.4	20.5	20.0	19.6
Uruguay ⁷	30.3	29.7	31.8	32.2	32.1	1.9	2.0	0.1	1.1	1.6	58.0	57.8	53.7	53.1	51.2
Venezuela	30.2	37.9	42.2	37.0	33.3	-9.0	-10.0	-15.8	-8.5	-5.9	25.4	39.7	57.3	61.8	63.0
América Central															
Belice ⁸	25.7	25.9	25.6	25.7	25.5	1.8	2.3	1.3	1.0	1.0	84.4	82.3	78.1	81.8	98.9
Costa Rica ⁵	16.8	15.8	16.2	16.5	16.9	-3.0	-1.9	-2.3	-2.4	-2.7	29.2	30.9	34.8	35.9	37.3
El Salvador ⁷	19.3	19.5	20.1	20.3	20.1	-2.1	-1.9	-1.6	-1.3	-1.0	49.7	50.1	52.2	54.3	55.8
Guatemala ⁹	13.0	13.1	12.6	13.4	13.2	-1.8	-1.3	-0.9	-0.9	-0.6	24.4	24.3	25.1	26.0	26.7
Honduras ⁹	26.1	24.9	25.9	25.9	25.7	-3.4	-3.0	-4.2	-3.9	-3.9	29.7	32.1	34.7	36.2	40.3
Nicaragua ⁷	24.5	24.7	26.3	26.2	28.0	0.7	1.5	0.6	0.9	-0.1	62.8	56.1	52.1	50.2	40.6
Panamá ¹⁰	23.8	24.3	25.1	24.9	24.4	0.8	0.1	-0.1	-1.1	-1.2	39.6	39.8	38.8	36.9	38.3
El Caribe															
Antigua y Barbuda ⁹	20.6	22.1	19.1	26.4	19.9	1.9	-1.5	1.1	-3.9	3.0	90.8	92.9	89.2	91.9	86.2
Bahamas, Las ⁹	19.0	20.5	21.8	22.1	21.6	-2.1	-1.9	-3.4	-3.6	-2.9	45.5	48.4	51.9	56.5	58.9
Barbados ¹¹	37.0	35.1	34.9	33.4	32.9	-1.6	1.1	-0.5	1.4	2.4	72.6	75.3	72.6	72.3	71.3
Dominica ⁹	39.6	34.2	32.0	31.3	30.6	-1.9	-2.9	-2.2	-1.8	-1.3	69.9	70.7	72.2	73.6	74.7
Granada ⁹	25.7	25.8	23.1	24.3	23.4	-1.0	-2.0	-2.0	-3.3	-2.4	104.3	109.0	112.6	116.1	118.6
Haití ⁸	25.4	33.1	28.9	29.3	28.3	3.0	-3.3	-5.5	-4.9	-5.1	17.7	12.2	15.4	20.4	24.2
Jamaica ⁹	21.8	22.4	20.5	19.7	19.5	4.5	3.2	5.2	7.5	7.5	140.8	141.5	146.6	142.8	136.1
República Dominicana	14.2	14.0	18.4	15.8	14.7	-0.6	-0.5	-4.6	-0.2	1.4	29.0	30.3	33.5	35.0	36.2
Saint Kitts y Nevis ⁹	34.1	30.6	26.8	27.1	25.4	-3.0	6.5	9.2	5.2	2.3	163.9	153.6	89.3	83.0	78.4
Santa Lucía ⁹	28.9	31.7	33.6	31.0	30.4	-1.7	-3.7	-8.3	-5.4	-4.2	66.0	71.1	78.4	84.8	89.4
San Vicente y las Granadinas ⁹	29.8	27.9	25.7	26.4	26.5	-2.4	-1.2	0.0	-0.3	0.2	66.2	67.8	70.2	74.2	74.7
Trinidad y Tobago	35.9	33.5	33.7	33.7	33.2	-1.3	2.1	0.4	0.3	0.1	35.5	33.4	39.7	36.4	40.7
ECCU ¹²	28.5	28.2	26.2	27.8	25.7	-0.7	-0.7	-0.8	-2.0	-0.6	86.9	87.6	80.1	81.7	81.2
Partidas Informativas:															
América Latina y el Caribe (ALC)	33.5	33.8	34.9	33.6	33.3	-0.7	-0.3	-0.3	-0.2	-0.1	48.7	49.9	51.4	50.4	49.8
Países de ALC financieram. integrados ¹³	26.2	25.4	26.1	25.9	25.7	0.5	1.7	1.4	1.5	1.6	39.3	39.2	38.2	37.4	36.7
Otros países export. de materias primas ¹⁴	30.2	34.4	36.8	36.6	35.1	-0.7	-1.5	-2.9	-2.0	-1.2	29.6	30.2	33.0	34.0	34.0
CAPDR ¹⁵	19.0	18.7	19.9	19.7	19.8	-1.7	-1.2	-2.2	-1.3	-1.1	37.5	37.3	38.7	39.6	39.5
El Caribe															
Economías dependientes del turismo ¹⁶	27.1	26.4	25.6	25.7	24.5	-0.8	-0.3	-0.5	-0.4	0.6	84.9	86.1	81.6	83.0	82.4
Países exportad. de materias primas ¹⁷	29.0	28.6	29.8	29.6	29.2	-0.8	1.2	-0.7	-0.4	-0.2	50.9	50.3	49.7	49.9	54.9

Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

¹ Las definiciones de las cuentas del sector público varían según el país en función de las diferencias institucionales, incluido lo que constituye la cobertura apropiada desde una perspectiva de la política fiscal, tal como la define el personal técnico del FMI. Todos los indicadores se reportan en base al año fiscal. Los agregados regionales son promedios ponderados por el PIB en función de la PPA, salvo que se indique lo contrario.

² Balance primario, definido como ingreso total menos gasto primario.

³ Gobierno federal y provincias; incluye intereses pagados en base al criterio devengado. El balance y el gasto primario incluyen el gobierno federal y las provincias. La deuda bruta corresponde al gobierno federal solamente.

⁴ Para balances primarios se reporta el sector público no financiero (excluidas las discrepancias estadísticas); sector público combinado, incluido Ecopetrol y excluida la deuda externa pendiente del Banco de la República, reportada bajo deuda pública bruta.

⁵ Incluye el gobierno central y el sistema nacional de seguridad social. La deuda bruta corresponde al gobierno central solamente.

⁶ El gasto primario de Suriname excluye préstamos netos.

⁷ Corresponde al sector público consolidado; los datos de El Salvador incluyen las operaciones de los fideicomisos de pensiones.

⁸ Corresponde solo al gobierno central. La deuda bruta de Belice incluye la deuda pública y la deuda pública garantizada.

⁹ Para balances primarios se reporta el gobierno central. Para deuda bruta, el sector público.

¹⁰ Los datos fiscales corresponden al sector público no financiero, excluyendo la Autoridad del Canal de Panamá.

¹¹ Los balances totales y primarios incluyen las actividades no presupuestadas y las asociaciones público-privadas para Barbados y el sector público no financiero. Se utiliza gobierno general para deuda bruta.

¹² La Unión Monetaria del Caribe Oriental incluye a Anguila, Antigua y Barbuda, Dominica, Granada, Montserrat, Saint Kitts y Nevis, Santa Lucía y San Vicente y las Granadinas. Gobierno central se utiliza para balances primarios; sector público para deuda bruta.

¹³ Promedio simple de Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Uruguay.

¹⁴ Promedio simple de Argentina, Bolivia, Ecuador, Paraguay y Venezuela.

¹⁵ Promedio simple de Costa Rica, El Salvador, Guatemala, Honduras, Nicaragua y República Dominicana. Excluye a Panamá.

¹⁶ Promedio simple de Las Bahamas, Barbados, Jamaica y los Estados miembros de la Unión Monetaria del Caribe Oriental.

¹⁷ Promedio simple de Belice, Guyana, Suriname, y Trinidad y Tobago.

Cuadro 2.3. Hemisferio Occidental: Indicadores económicos y sociales, 2003–12¹

	2012			2003–12 Promedio						2012		Últimos disponibles		2012
	PIB ² (US\$, miles de mill.)	Población (Millones)	PIB per cápita (\$PPA)	Proporc. del producto de ALC ³ (Porcent.)	Crecimien- to del PIB real (Porcent.)	Inflación del IPC ³ (Porcent.)	Cuenta corriente (% del PIB)	Ahorro interno (% del PIB)	Apertura del comercio ⁴ (% del PIB)	Reservas brutas (% del PIB)	Tasa de desempleo (Porcent.)	Tasa de pobreza ⁵	Coficiente de Gini ⁶	
América del Norte														
Canadá	1,819.1	34.8	42,734	—	1.9	1.9	-0.6	22.4	65.6	3.8	7.3	—	32.0	AAA
Estados Unidos	15,684.8	314.2	49,922	—	1.7	2.4	-4.4	13.7	27.7	1.0	8.1	—	46.9	AAA
México	1,177.1	114.9	15,312	20.4	2.5	4.3	-0.9	24.1	58.6	13.6	4.8	12.6	47.5	BBB
América del Sur														
Argentina ⁷	475.0	41.0	18,112	8.2	7.2	8.7	2.1	23.5	42.8	8.4	7.2	5.4	43.1	B-
Bolivia	27.4	10.8	5,099	0.5	4.5	5.9	6.4	24.0	66.0	42.8	—	31.1	55.6	BB-
Brasil	2,396.0	198.4	11,875	41.6	3.6	5.9	-0.4	17.6	25.2	15.4	5.5	15.1	53.7	BBB
Chile	268.2	17.4	18,419	4.7	4.7	3.2	0.7	23.0	71.3	15.5	6.4	4.3	51.9	AA-
Colombia	366.0	46.6	10,792	6.3	4.7	4.6	-2.2	19.6	34.8	10.0	10.4	12.8	56.5	BBB-
Ecuador	80.9	15.2	10,056	1.4	4.6	4.3	0.6	24.4	60.4	1.4	5.3	16.2	48.9	B-
Guyana	2.8	0.8	7,939	0.0	3.0	5.9	-9.9	8.1	131.3	31.0	—	—	—	—
Paraguay	26.0	6.7	6,136	0.5	3.9	6.6	-0.1	15.8	94.2	17.6	5.8	18.4	52.2	BB-
Perú	199.0	30.5	10,719	3.5	6.5	2.9	-0.8	21.5	46.8	31.3	6.8	18.4	47.2	BBB
Suriname	4.7	0.5	12,398	0.1	5.0	9.1	0.3	—	101.1	18.8	—	45.1	61.6	BB-
Uruguay	49.4	3.4	15,911	0.9	5.2	7.6	-1.8	17.2	56.5	27.5	6.1	2.8	45.3	BBB-
Venezuela	382.4	29.5	13,616	6.6	5.0	23.1	9.0	33.1	51.6	2.8	7.8	14.1	38.7	B+
América Central														
Belice	1.6	0.3	8,754	0.0	3.7	2.4	-7.6	12.6	123.0	18.7	16.1	38.1	52.9	B-
Costa Rica	45.1	4.7	12,606	0.8	4.9	9.0	-5.0	17.4	92.3	15.2	7.3	9.0	49.7	BB+
El Salvador	23.8	6.2	7,438	0.4	1.9	3.5	-4.4	11.0	71.5	11.8	5.7	22.0	45.5	BB-
Guatemala	49.9	15.1	5,209	0.9	3.4	6.2	-3.7	13.8	64.6	12.7	—	46.7	55.8	BB+
Honduras	18.4	8.2	4,610	0.3	4.2	6.9	-7.3	20.2	123.8	13.6	4.4	40.6	56.7	B+
Nicaragua	10.5	6.0	4,458	0.2	3.7	8.8	-12.5	15.9	97.0	18.0	7.8	42.7	52.3	B-
Panamá	36.3	3.7	15,617	0.6	8.3	3.8	-7.1	16.3	70.2	6.7	4.2	13.2	51.9	BBB
El Caribe														
Bahamas	8.0	0.4	31,382	0.1	0.4	2.4	-10.4	15.7	91.6	10.5	11.0	3.9	—	BBB+
Barbados	4.5	0.3	25,373	0.1	1.2	5.1	-6.4	11.0	94.3	18.1	11.0	—	—	BB+
Haití	7.9	10.4	1,243	0.1	1.1	13.1	-3.4	25.0	61.1	16.3	—	78.8	59.2	—
Jamaica	15.2	2.8	9,159	0.3	0.6	11.5	-11.2	14.7	90.9	9.1	13.0	43.1	59.9	CCC
República Dominicana	59.0	10.2	9,646	1.0	5.4	12.1	-3.9	12.7	66.9	6.0	13.0	16.1	47.2	B+
Trinidad y Tobago	25.3	1.3	20,087	0.4	4.4	7.4	19.0	36.1	100.8	38.8	5.5	—	—	A-
Unión Monetaria del Caribe Oriental	5.1	0.6	14,692	0.1	2.0	3.1	-20.5	12.4	99.8	21.2	—	—	—	—
Antigua y Barbuda	1.2	0.1	18,027	0.0	1.7	2.4	-17.9	20.7	114.4	13.5	—	—	—	—
Dominica	0.5	0.1	14,166	0.0	2.3	2.5	-17.9	1.4	90.6	18.8	9.8	—	—	—
Granada	0.8	0.1	13,697	0.0	1.8	3.2	-22.7	7.5	82.2	15.0	—	—	—	C
Saint Kitts y Nevis	0.7	0.1	16,241	0.0	1.4	3.7	-19.7	25.6	87.5	35.7	—	—	—	—
Santa Lucía	1.2	0.2	13,104	0.0	2.8	3.2	-20.2	10.4	113.3	18.8	20.6	—	—	—
San Vicente y las Granadinas	0.7	0.1	11,776	0.0	2.0	3.5	-25.2	1.5	86.7	15.5	—	2.9	40.2	B
América Latina y el Caribe	5,765.6	585.8	12,332	100.0	4.1	6.4	-0.1	16.2	44.8	13.9	—	—	—	—

Fuentes: Bloomberg, L.P.; Banco Mundial, Base de datos de *World Development Indicators*, y cálculos del personal técnico del FMI.

¹ Las estimaciones pueden ser distintas de aquellas reportadas por las autoridades nacionales debido a cambios de fuente y metodología. Los agregados regionales se calculan como promedios ponderados por el PIB en función de la PPA, salvo el PIB regional en dólares de EE.UU. y la población que se calculan como totales.

² A tipo de cambio de mercado, con excepción de Venezuela, país para el que se utiliza el tipo de cambio oficial.

³ Fin de período, variación porcentual a 12 meses.

⁴ Exportaciones más importaciones de bienes y servicios como porcentaje del PIB.

⁵ Datos de la Base de Datos Socioeconómicos para América Latina y el Caribe (SEDLAC, por sus siglas en inglés). La tasa de pobreza está dada por la proporción de la población que gana menos de US\$2.50 diarios. Los datos para Estados Unidos provienen de la Oficina de Censo de Estados Unidos, y para Canadá, de la Oficina de Estadísticas de Canadá.

⁶ Mediana de las calificaciones publicadas por Moody's, S&P y Fitch.

⁷ Las cifras sobre el crecimiento del PIB real y el IPC para Argentina se basan en datos oficiales. Sin embargo, el FMI ha emitido una declaración de censura y ha solicitado a Argentina a adoptar medidas correctivas para mejorar la calidad de los datos oficiales del PIB y del IPC-GBA. Se utilizan fuentes de datos alternativas que han mostrado un crecimiento real significativamente menor al oficial desde 2008, y tasas de inflación más altas que los datos oficiales desde 2007. En este contexto, el FMI también utiliza estimaciones alternativas del crecimiento del PIB para la supervisión de la evolución macroeconómica de Argentina. Los datos de otras entidades estadísticas también pueden tener deficiencias metodológicas.

Cuadro 2.4: Medidas macroprudenciales (MAP) y de manejo de flujos de capital (MFC) en América Latina (2008-13)

Instrumento de política económica	Motivación		País	
	MAP	MFC		Objetivo
Requerimientos de capital y relaciones crédito a valor del préstamo			Desacelerar el crecimiento del crédito.	Brasil (mercado de crédito al consumo de largo plazo, 2010↑↑11↓), ³ Perú (requerimientos de capital contracíclicos y basados en la concentración, 2010↑)
Provisión dinámica ¹	✓		Generar un colchón contra pérdidas durante la bonanza para ser usado durante tiempos malos.	Bolivia (2008), Colombia (2007), Perú (2008), y Uruguay (2001)
Requerimientos de liquidez ²	✓		Medidas para identificar, monitorear y controlar el riesgo de liquidez bajo situaciones de estrés.	Colombia (2008)
Requerimientos del crédito dirigido	✓		Contener/estimular el crédito destinado a sectores específicos.	Brasil (2012: elevar el coeficiente requerido de crédito al sector agrícola, ampliar el período de financiamiento de las exportaciones de 1 año a 5 años↑↓)
Bancos grandes compran la cartera de préstamos de bancos pequeños y medianos	✓		Aliviar las limitaciones de financiamiento de los bancos pequeños y medianos.	Brasil (2012↓)
Impuestos sobre el crédito	✓		Reducir el crecimiento del crédito.	Brasil (2011↑, 2012↓,2013↓)
Encajes sobre depósitos bancarios	✓		Limitar el crecimiento del crédito, manejar la liquidez y complementar la política monetaria.	Perú (2010↑, 2011↑, 2012↑↑), Brasil (2010↑, 2011↓, 2012 ↓↓), ³ Uruguay (2009, 2010, 2011, 2012↑, 2013↑), Perú (2013↑)
Encajes sobre obligaciones externas a corto plazo de los bancos	✓		Hacer el endeudamiento a corto plazo menos atractivo para los bancos.	Perú (2010↑,2011↓)
Límites para manejo de riesgo cambiario crediticio	✓	✓	Internalizar el riesgo crediticio de prestatarios sin cobertura cambiaria.	Perú (2010↑), Uruguay (2010↑)
Límites sobre posiciones cambiarias	✓	✓	Manejar el riesgo cambiario sobre activos y pasivos bancarios fuera y dentro de las hojas de balance.	Brasil (encajes sobre posiciones cortas en dólar spot, 2011↑↑), Perú(2010, sobre posiciones netas en derivados cambiarios,2011↑), Brasil 2012↓ (elevó el umbral de exención de la posición corta en dólares de los bancos)
Encajes para instituciones financieras no residentes	✓	✓	Reducir los incentivos para entradas de capital de corto plazo, y cambiar la composición los pasivos bancarios hacia una base más estable.	Perú(2010↑), Uruguay (encaje sobre las nuevas compras externas de títulos del banco central a corto plazo, 2012↑), Costa Rica (2013↑, propuesta)
Impuesto al endeudamiento externo ⁴		✓	Reducir las entradas de capital de corto plazo y cambiar la estructura de plazos hacia el largo plazo.	Brasil (impuesto IOF, 2010↑,2011↑ and 2011-12 ↓), Colombia (2013↓), Brasil (2013↓: exención del IOF sobre las compras externas de fondos para la inversión inmobiliaria.)
Límites a la inversión en el extranjero para fondos de pensiones domésticos		✓	Manejar las salidas de capital para contrarrestar las presiones sobre el tipo de cambio.	Perú (2010)

Fuente: Estimaciones del personal técnico del FMI.

Note: Una "↑" denota movimiento hacia una política más restrictiva, mientras que "↓" refleja una política más laxa. Basado en autoridades nacionales.

¹El sistema chileno de provisión para préstamos establecido en 2011 no se clasifica como provisión dinámica ya que no lleva implícita la acumulación de provisiones genéricas en un fondo de reservas, como sucede en otros países citados, sino que se basa en una provisión específica sobre provisiones estimadas de default crediticio.

²Los requerimientos de liquidez existen en muchos países, pero no necesariamente se aplican en relación a condiciones de pruebas de resistencia (stress tests).

³En meses recientes, Brasil relajó su política macroprudencial al: i) reducir los requerimientos de capital para el crédito automotriz y personal con madurez menor a 36 meses, y créditos con deducción a la nómina con madurez menor a 60 meses—mientras se elevaron los requerimientos de capital para el crédito de largo plazo (Nov-2011); y ii) autorizar a grandes bancos a adquirir cartera y acciones de bancos pequeños a través de recursos mantenidos como encajes sobre depósitos a plazo (Dic-2011). Para estimular la compra de éstos, se redujo la remuneración en los depósitos a plazo.

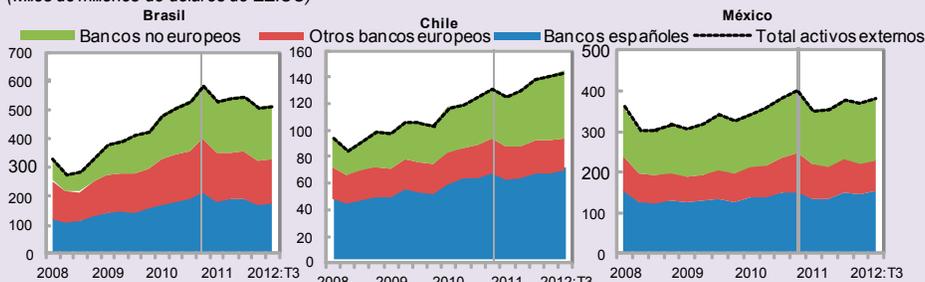
⁴En Brasil, además de aumentar (reducir) la tasa del impuesto IOF, la base del impuesto se amplió (redujo) con el fin de incluir (excluir) flujos de capitales de mayor madurez.

Recuadro 2.1. Situación del desapalancamiento de los bancos europeos en América Latina

Una retirada a gran escala de los bancos europeos de América Latina ha sido un motivo importante de preocupación para las autoridades económicas desde el comienzo de la crisis financiera en Europa. En este recuadro se documenta el grado de desapalancamiento de los bancos europeos en América Latina durante los últimos años, centrandó la atención en Brasil, Chile y México. Los datos sugieren que el desapalancamiento de los bancos europeos ha sido relativamente moderado, y con impacto limitado sobre la disponibilidad de crédito en general, aunque pareciera que últimamente las subsidiarias europeas han sido más cautelosas que las instituciones locales en cuanto al otorgamiento de crédito.

Gráfico 1. Activos consolidados de bancos extranjeros frente a residentes locales

(Miles de millones de dólares de EE.UU.)



Fuentes: BPI; y estimaciones del personal técnico del FMI.

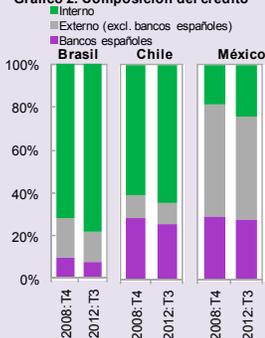
Activos totales de los bancos extranjeros (gráfico 1): El total de activos consolidados de los bancos europeos (incluidos los activos transfronterizos de los bancos matrices y los activos locales de las subsidiarias) se ha reducido en algunos casos (Brasil y México) y se ha mantenido prácticamente en el mismo nivel en otros (Chile) desde mediados de 2011, cuando se intensificaron las tensiones financieras en Europa. En Chile y México la disminución fue impulsada por los bancos europeos, excluidos los españoles, que redujeron su exposición a la región (principalmente en activos transfronterizos). Sin embargo, los activos de los bancos no europeos disminuyeron mucho menos en Brasil y México, e incluso registraron un fuerte aumento en el caso de Chile. En estos tres casos, desde finales de 2011 la proporción de activos de bancos no europeos ha aumentado en la región.

Activos locales de las subsidiarias (gráficos 2 y 3): Los datos sobre el crédito bancario interno sugieren que los activos de las subsidiarias de bancos extranjeros disminuyeron ligeramente desde 2008 en los tres países. Los datos también indican que las subsidiarias españolas (para las que se dispone de datos) han sido más cautelosas que los bancos nacionales. Por ejemplo, en 2012, el crédito otorgado por subsidiarias españolas creció en los tres países a un ritmo más lento que el crédito otorgado por el resto del sistema bancario, mientras que otros bancos (sobre todo bancos locales) incrementaron su cuota de mercado. En relación a los precios de las acciones, las subsidiarias de bancos españoles (en Brasil y Chile, donde cotizan en bolsa) han tenido una evolución algo menos favorable que la de otros bancos desde el tercer trimestre de 2011.

Ventas de activos. Otro mecanismo para reducir la exposición a la región ha sido la venta de activos. Los datos públicos sugieren que entre 2008 y 2012 los bancos españoles redujeron sus tenencias de activos en la región por un total combinado de US\$7.000 millones (menos del 2% del total de activos de los bancos españoles en estos tres países).

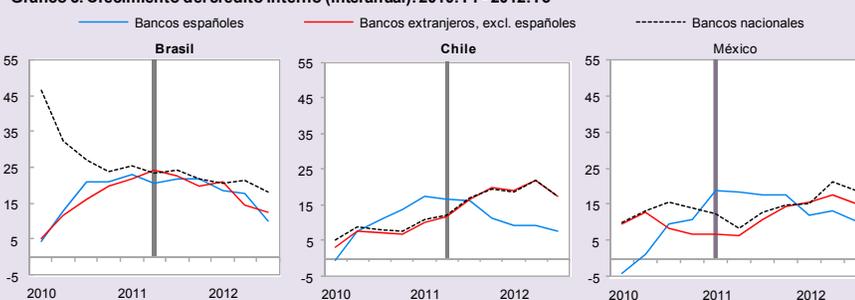
Además, una subsidiaria española obtuvo capital por US\$4.100 millones en diciembre de 2012 tras realizar una oferta pública de acciones (OPI) equivalente al 25% de sus operaciones en México. Si bien estas operaciones han sido significativas en relación con el tamaño de los mercados locales, las mismas han tenido un impacto muy limitado en la estabilidad de los mercados financieros dado que el proceso de desapalancamiento ha sido ordenado.

Gráfico 2. Composición del crédito



Fuente: Autoridades nacionales.

Gráfico 3. Crecimiento del crédito interno (interanual): 2010:T1 - 2012:T3



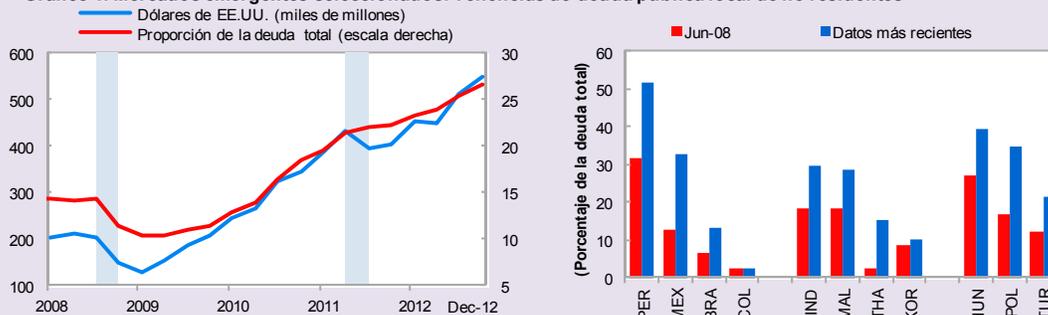
Fuente: Autoridades nacionales.

Nota: Este recuadro fue preparado por Nicolás E. Magud, Anayo Osueke y Yi Wu.

Recuadro 2.2. Propiedad extranjera de títulos en moneda nacional y flexibilidad del tipo de cambio

Las bajas tasas de interés en las economías avanzadas y la mayor solidez de los fundamentos económicos en las economías emergentes han hecho que los activos de los mercados emergentes, la mayoría de los cuales no están denominados en dólares, resulten más atractivos. En los últimos años ha aumentado fuertemente la participación de inversionistas extranjeros en los mercados de valores en moneda nacional de los países de América Latina, y de otras regiones de economías emergentes. En América Latina, la proporción de títulos públicos en manos de inversionistas extranjeros se ha duplicado, desde un promedio de alrededor de 12% a principios de 2008 a más de 25% a finales de 2012. Se han observado incrementos similares en otras regiones de mercados emergentes.

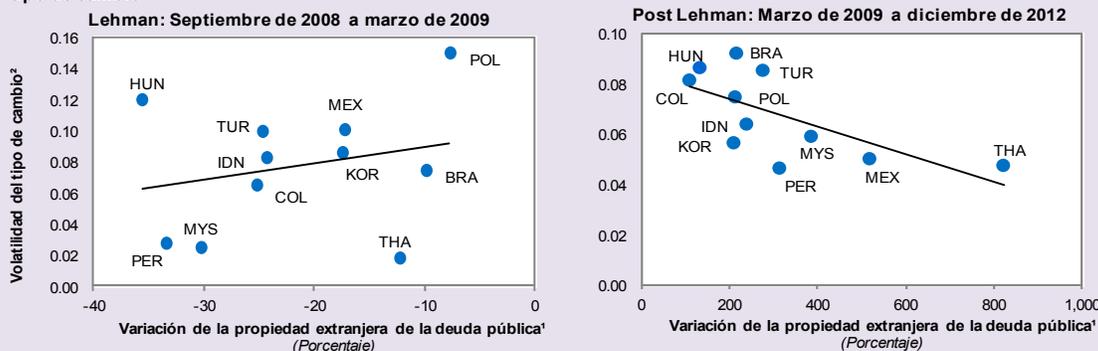
Gráfico 1. Mercados emergentes seleccionados: Tendencias de deuda pública local de no residentes¹



Fuentes: Haver Analytics; autoridades nacionales; FMI, *Perspectivas de la economía mundial*; y cálculos del personal técnico del FMI.
¹ Las zonas sombreadas corresponden a períodos en que el índice VIX aumentó por lo menos 15 puntos durante un trimestre. Los mercados emergentes incluyen Brasil, Colombia, Corea, Hungría, Indonesia, Malasia, México, Perú, Polonia, Tailandia y Turquía.
² Calculada como un promedio simple.

El marcado aumento de los títulos de deuda de propiedad extranjera ha puesto en alerta a las autoridades económicas, en parte debido a que se percibe que es más probable que los inversionistas extranjeros vendan sus activos si repentinamente se deteriora el nivel de confianza global. De hecho, en los seis meses siguientes a la crisis de Lehman, los títulos de mercados emergentes en poder de inversionistas extranjeros se redujeron en US\$70.000 millones aproximadamente (de 15% a menos de 10% de las tenencias totales), ejerciendo presión sobre las monedas locales e impulsando al alza los rendimientos de los bonos (gráfico 1).

Gráfico 2. Mercados emergentes seleccionados: Variación de la propiedad extranjera de la deuda pública y flexibilidad del tipo de cambio



Fuentes: Bloomberg, L.P.; Haver Analytics; autoridades nacionales; FMI, *International Financial Statistics*, y cálculos del personal técnico del FMI.
¹ Variaciones acumulativas de la propiedad extranjera medidas en moneda nacional.
² La volatilidad del tipo de cambio es una medida normalizada de la desviación estándar (coeficiente de variación) del tipo de cambio nominal de cada subperíodo.

Sin embargo, la magnitud y el ritmo al que los inversionistas se deshacen de los títulos de deuda local en períodos de tensión financiera mundial, como el colapso de Lehman, pueden variar sustancialmente de un país a otro. Depende, entre otras cosas, de los fundamentos económicos, el grado de apertura financiera, y especialmente, el grado de flexibilidad cambiaria. De hecho, un simple análisis de eventos sugiere que en el caso de Lehman los países con mayor flexibilidad cambiaria parecieran haber experimentado, en promedio, una reducción menor de los títulos de deuda en manos de extranjeros (gráfico 2). Este análisis parece indicar que los inversionistas extranjeros afectados por una fuerte caída del valor en dólares de EE.UU. de sus activos han sido menos propensos a deshacerse de estos activos que los inversionistas que operaron en países cuya moneda no se depreció tan drásticamente. Y al contrario, los datos muestran que desde marzo de 2009, los países donde más aumentó el volumen de títulos de deuda interna en manos de extranjeros han sido aquellos que mantuvieron un tipo de cambio relativamente más estable. En general, la evidencia sugiere que la flexibilidad cambiaria reduce la vulnerabilidad a cambios bruscos en las inversiones extranjeras en títulos de deuda locales.

Nota: Este recuadro fue preparado por Luis Cubeddu y Marie Kim.

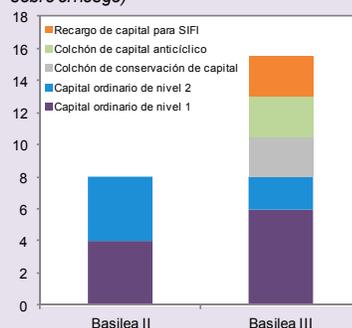
Recuadro 2.3. Respaldar el avance de la regulación y supervisión bancarias en América Latina

Los informes recientes sobre las evaluaciones de la estabilidad del sistema financiero (FSSA, por sus siglas en inglés) sugieren que las economías de la región más integradas a los mercados financieros (Brasil, Chile, Colombia, México y Perú) han avanzado a buen ritmo hacia la adopción de estándares de regulación financiera internacional¹. Su *supervisión bancaria* no solo cumple con los Principios Básicos para una Supervisión Bancaria Eficaz del Comité de Basilea, sino que es además más sofisticada, integral (es decir, requiere un conocimiento más cercano y profundo de la entidad supervisada) y más basada en el riesgo que en el pasado. Las *regulaciones y requerimientos prudenciales* son en general adecuados. Los niveles de capital son elevados (en la mayoría de los casos superando los nuevos requerimientos mínimos de Basilea III), la liquidez es holgada, el apalancamiento bajo y los bancos rentables. Además, las pruebas de tensión realizadas en el marco de dichas evaluaciones sugieren que los bancos de la mayoría de los países podrían soportar bien perturbaciones extremas (por ejemplo, severas recesiones mundiales, fugas de capitales y shocks de términos de intercambio).

A pesar de estas favorables evaluaciones, los sistemas bancarios de la región siguen enfrentando importantes desafíos.

- En el ámbito de la *supervisión*, las principales tareas pendientes son fortalecer la protección jurídica y la independencia de los supervisores bancarios y mejorar la supervisión consolidada y transfronteriza, a fin de limitar grandes exposiciones potenciales o los préstamos a entidades relacionadas.
- En el ámbito de la *regulación*, aunque el nivel de capital es elevado, es importante mejorar su calidad y transparencia conforme a las normas de Basilea III (gráfico) para garantizar que los bancos tengan suficiente capacidad de absorción de pérdidas. Algunos países ya están avanzando en esta dirección. Recientemente México adoptó, anticipándose al calendario, las normas de requerimiento de capital de Basilea III (incluido el colchón de conservación de capital, pero no el colchón de capital anticíclico), aunque los requerimientos de liquidez se encuentran en período de observación (para permitir a los reguladores evaluar su impacto). En Brasil, se están realizando consultas sobre la introducción gradual de Basilea III, que incluirían colchones de capital anticíclicos y un recargo de capital para bancos de importancia sistémica. Otras economías de la región integradas a los mercados financieros parecen estar en buenas condiciones de cumplir para 2015 con los requerimientos de capital y liquidez de Basilea III.

Basilea III: Mejora de la definición de capital
(Puntos porcentuales respecto a activos ponderados sobre el riesgo)



Nota: SIFI significa institución financiera de importancia sistémica.
Fuente: Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (CSBB).

Más allá de los bancos, en algunos países es necesario fortalecer la supervisión y regulación de las entidades financieras no bancarias y grandes empresas en la región. Las condiciones favorables de financiamiento externo facilitan y abaratan el endeudamiento por fuera del sistema bancario, mientras que el cumplimiento con las más estrictas normas de Basilea III posiblemente restringirá la capacidad de los bancos para financiar algunos proyectos. Esto exigirá:

- Fortalecer la supervisión de las instituciones financieras no bancarias dentro del marco regulatorio en vigor. La reciente intervención y liquidación de un importante agente en Colombia pone de manifiesto las deficiencias de las normas regulatorias (por ejemplo, sobre liquidez y préstamos a entidades relacionadas a través de conglomerados financieros).
- Ampliar el perímetro de la regulación y fortalecer la supervisión para abarcar a las entidades financieras no bancarias. Por ejemplo, en Chile la rápida expansión de los pagos electrónicos ha llevado a las autoridades a establecer un nuevo conjunto de regulaciones para las tarjetas de crédito, que exigen que los emisores y operadores cumplan con requisitos estrictos en materia de solvencia, liquidez, gestión de riesgos y divulgación de información.
- Mejorar las prácticas de gestión de riesgos de los bancos y asegurar que las asimetrías de información (por ejemplo, historiales crediticios cortos, débiles prácticas contables en pequeñas empresas) no se conviertan en nuevas fuentes de vulnerabilidad.
- Fortalecer el seguimiento de las grandes empresas, incluida la identificación de posibles descalces de monedas y vencimientos en los balances. Estos esfuerzos deberían complementarse con i) la creación de registros de crédito integrales, con información tanto de bancos como de otros proveedores de crédito (incluidas grandes tiendas departamentales), y ii) el fortalecimiento de las normas de gobierno corporativo para proteger a los tenedores de bonos y accionistas, y para permitir un adecuado desarrollo de los mercados accionarios y de bonos corporativos. Esto último, requerirá de mejoras en la calidad, puntualidad y divulgación de información de las empresas (por ejemplo, sobre controles internos, políticas de gestión de riesgos y nombramiento y remuneración de los miembros del directorio).

Nota: Este recuadro fue preparado por Luis Cubeddu y Camilo E. Tovar.

¹ Los informes FSSA están disponibles en: <http://www.imf.org/external/NP/fsap/fsap.aspx>. Entre los más recientes se encuentran los informes de Brasil (2012), Chile (2011), Colombia (2013), México (2011) y Perú (2011).

² En Chile aproximadamente el 45 por ciento de las tarjetas de crédito son emitidas por entidades no bancarias.

Recuadro 2.4. El Caribe: En busca de la competitividad perdida

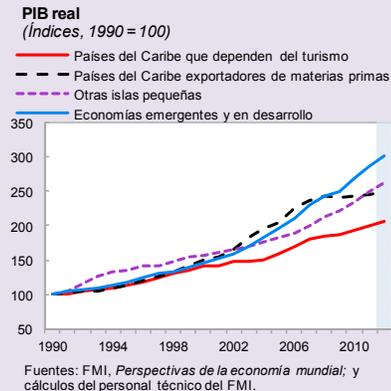
En las últimas dos décadas la región del Caribe ha experimentado un crecimiento relativamente bajo, en gran medida debido a los arraigados problemas de competitividad. Estos se han traducido en grandes déficits de la cuenta corriente externa, elevados niveles de deuda externa y, en términos más generales, posiciones externas insostenibles. Por otra parte, los esfuerzos del sector público para respaldar un crecimiento cada vez más débil han tenido un elevado costo fiscal y han generado una dinámica de endeudamiento insostenible. En vista de esta situación, la región se enfrenta a un dilema: cómo impulsar el crecimiento en un entorno externo débil y en un momento en que la contracción fiscal es indispensable. Una manera de abordar este dilema sería centrarse en mejorar la competitividad. En este recuadro se analizan las opciones de política económica posibles, teniendo en cuenta que muchos países de la región mantienen un régimen de tipo de cambio fijo.

Hay tres vías principales a través de las cuales se puede mejorar la competitividad y reducir los costos internos relativos: i) un ajuste fiscal que reduzca la inflación del país a un nivel inferior al de sus principales socios comerciales (devaluación interna); ii) una depreciación nominal (devaluación externa), y iii) reformas estructurales para estimular la inversión privada y la productividad¹.

Reformas estructurales. Se deberían emprender reformas estructurales de manera vigorosa independientemente de la aplicación de otras políticas. Estas reformas deberían centrarse en: i) mejorar la efectividad de la inversión pública, que ha tenido rendimientos relativamente bajos; ii) facilitar la actividad empresarial y mejorar el clima de inversión en general, entre otras formas, mediante una menor carga regulatoria y servicios públicos más eficientes; iii) aumentar la eficiencia y reducir los costos en los mercados financieros, de productos y de trabajo, entre otras medios a través de la reforma de las relaciones laborales, la reforma del mercado de electricidad y la eliminación de las tasas de interés mínimas reguladas, y iv) impulsar una integración regional más profunda que permita superar las desventajas derivadas del tamaño de las economías.

¿Devaluación interna o externa? Es difícil decidir entre las dos opciones de política restantes —devaluación externa o interna— porque ambas pueden implicar efectos macroeconómicos adversos. Además, en economías abiertas pequeñas, los efectos positivos y negativos de las dos opciones son distintos de los que tendrían en economías más grandes, debido al alto grado de apertura comercial. Para comprender mejor el equilibrio de estos efectos, el personal técnico ha realizado estudios de eventos, así como simulaciones de modelos dinámicos estocásticos de equilibrio general (DSGE) calibrados para economías abiertas pequeñas. Los resultados principales de estos análisis son los siguientes:

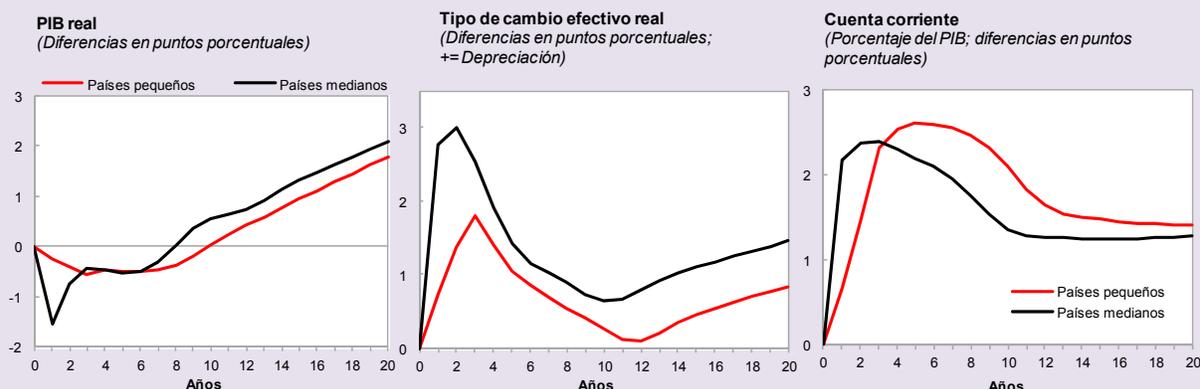
- Ajuste fiscal (devaluación interna). Las simulaciones basadas en modelos y los estudios de casos muestran evidencias de que una devaluación interna puede ser eficaz para estimular la competitividad en las economías del Caribe. La consolidación fiscal produce una depreciación real, que ayuda a corregir los desequilibrios externos. Según la experiencia reciente de países que han aplicado una devaluación interna (Barbados 1991, Hong Kong 1997 y Argentina 1998), el modelo prevé que los países más pequeños experimentarán una depreciación real menor que los más grandes, pero con una mejora mayor en su cuenta corriente (debido al mayor contenido de importaciones en los recortes del gasto público y la gran magnitud de los gastos de importación). Si bien cabe esperar que el producto se reduzca a corto plazo debido a la disminución de la demanda, esa reducción tiende a ser menor en los Estados más pequeños (en los cuales la proporción de importaciones en el gasto público tiende a ser mayor). Por lo tanto, las simulaciones confirman que los multiplicadores fiscales son más bajos en países más pequeños, lo que implica que los efectos contractivos del ajuste fiscal serán menores que en economías más grandes.



Nota: Este recuadro fue preparado por A. Cebotari, basado en Acevedo *et. al* (2013). Véase una evaluación reciente de la competitividad en el Caribe en la edición de abril de 2012, *Perspectivas económicas: Las Américas* (recuadro 2.5).

¹ Una cuarta opción sería una devaluación fiscal (un desplazamiento neutro desde el punto de vista de los ingresos públicos que reemplaza los impuestos sobre la nómina por impuestos sobre el consumo a fin de reducir los costos unitarios de la mano de obra y el consumo); esta opción sería difícil de implementar en el Caribe.

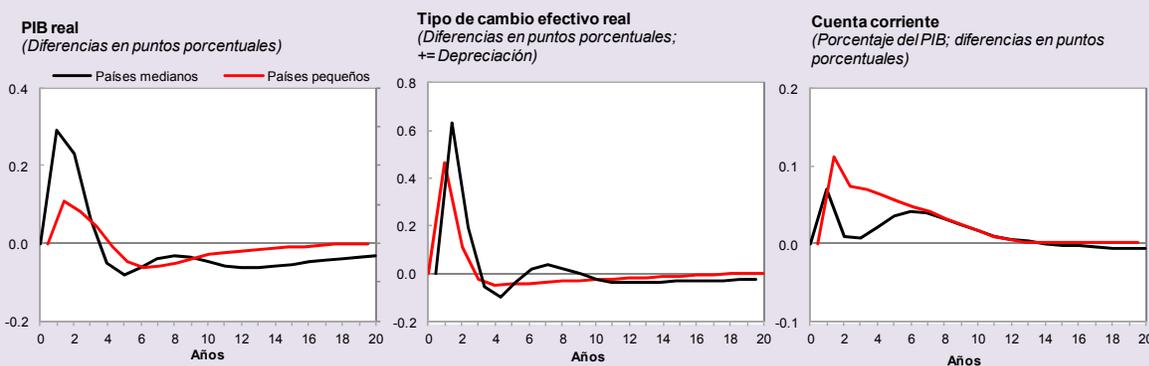
Recuadro 2.4. (conclusión)



Fuente: Acevedo *et al.* (2013).

Nota: Los gráficos muestran las funciones impulso-respuesta (desviaciones respecto del estado estacionario) a una consolidación fiscal de 3 puntos porcentuales del PIB realizada a lo largo de tres años, utilizando el Modelo Fiscal y Monetario Mundial Integrado (GIMF, por sus siglas en inglés). La mejora de la posición fiscal se mantiene durante siete años, para luego revertir la mitad de la mejora en adelante.

- Devaluación externa. Las simulaciones del modelo también sugieren que las devaluaciones externas ayudarán a estimular la competitividad y el crecimiento, aunque estos efectos tienden a ser menores en los Estados pequeños. Las simulaciones basadas en modelos y la experiencia derivada del seguimiento de 83 episodios de fuertes devaluaciones desde 1975 (de las cuales 24 ocurrieron en Estados pequeños) sugieren que: i) el crecimiento y la posición externa mejoran inmediatamente después de la devaluación tanto en las economías grandes como en las pequeñas; ii) la depreciación real parece ser menor en los Estados pequeños porque los precios internos suben más, dado el mayor contenido de importaciones en la canasta de consumo, y iii) el crecimiento del producto no será tan marcado en los Estados pequeños porque la disminución de los costos relativos es menor. Los estudios de eventos también muestran que además de ser pequeños, los países afectados por crisis financieras o que experimentaron sustanciales presiones sobre las reservas se beneficiaron en menor medida de las devaluaciones.



Fuente: Acevedo *et al.* (2013).

Nota: El gráfico muestra las funciones impulso-respuesta (desviaciones respecto del estado estacionario) a una devaluación nominal de 1 por ciento, utilizando el GIMF.

Para la región del Caribe, es más fácil decidir entre una devaluación interna o externa porque la mayoría de los países deben emprender ajustes fiscales considerables para mejorar la dinámica de su deuda, lo cual también ayudará a mejorar la competitividad. Si fuese necesario un ajuste externo adicional, podría utilizarse una devaluación externa, aunque no cabe esperar que esta sea tan efectiva como en economías más grandes y menos abiertas. Para incrementar la probabilidad de que la devaluación externa tenga un efecto expansivo, deberían aplicarse al mismo tiempo otras medidas, como reformas estructurales y ajustes fiscales, a fin de impulsar la confianza en que no serán necesarias nuevas devaluaciones.

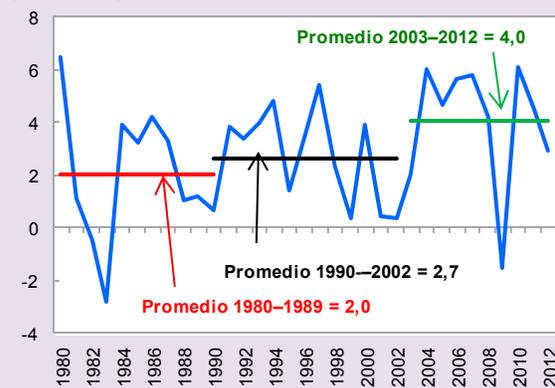
3. ¿Es sostenible el ritmo de crecimiento de América Latina?

América Latina ha crecido a un ritmo sostenido durante la última década. Si bien la acumulación de factores de producción continúa siendo el principal motor del crecimiento del PIB, la reciente aceleración del crecimiento se explica principalmente por un aumento de la productividad total de los factores (PTF). Sin embargo, este ritmo de crecimiento podría no ser sostenible en el futuro debido a ciertas restricciones naturales que se espera limiten el crecimiento del empleo, pese a las tendencias recientes de acumulación de capital y crecimiento de la productividad.

Las sumamente favorables condiciones externas —interrumpidas solo temporalmente durante la crisis financiera mundial de 2008–09—, sumadas a políticas macroeconómicas prudentes, impulsaron el crecimiento del PIB en gran parte de América Latina durante la última década. La región de América Latina y el Caribe (ALC) ha crecido a una tasa promedio anual de 4 por ciento desde 2003, frente a menos de 2½ por ciento en 1980–2002 (gráfico 3.1). ¿Qué factores explican este notable ritmo de crecimiento desde la perspectiva de la oferta? ¿Podrá mantenerse este impulso en el futuro?

Este capítulo aborda dichas interrogantes identificando las causas próximas del fuerte crecimiento reciente y estimando las tasas de crecimiento potencial a futuro aplicando metodologías estándar de contabilidad del crecimiento (siguiendo el enfoque de Solow)¹. El análisis se basa en un grupo de 19 países de ALC a partir de 1980². En primer lugar, descomponemos

Gráfico 3.1. América Latina y el Caribe: Tasa de crecimiento del PIB real (Porcentaje)¹



Fuentes: FMI, *Perspectivas de la economía mundial*, y cálculos del personal técnico del FMI.

¹ Promedio ponderado de los países de América Latina y el Caribe.

las fuentes de crecimiento del producto en acumulación de factores de producción y PTF. Los resultados son comparados con el comportamiento de la región en el pasado así como con otras regiones con similar grado de desarrollo. A continuación, se analiza la sostenibilidad de las altas tasas de crecimiento recientes mediante la estimación de *rangos* de tasas de crecimiento potencial utilizando el enfoque de la función de producción. A tales efectos, se utiliza una serie de técnicas de filtrado comúnmente empleadas para medir la tendencia de los subcomponentes del producto (es decir, capital, trabajo y PTF), eliminando el componente cíclico de dichas series. Luego, las series de tendencia estimadas con los diversos métodos son utilizadas para calcular rangos de tasas de crecimiento del producto potencial para cada país, en lugar de estimar tasas puntuales específicas. Para investigar la sostenibilidad del reciente dinamismo del crecimiento, se exploran posibles limitaciones a la acumulación de factores que podrían afectar al crecimiento potencial de la región.

Nota: Preparado por Sebastián Sosa, Evridiki Tsounta y Hye Sun Kim. Véase en Sosa, Tsounta y Kim (2013) una versión más detallada y técnica de este capítulo.

¹ La tasa de crecimiento potencial es una buena aproximación teórica a la tasa de crecimiento sostenible de largo plazo.

² La muestra incluye los siguientes países: Barbados, Bolivia, Brasil, Chile, Colombia, Costa Rica, Ecuador, El Salvador, Honduras, Jamaica, México, Nicaragua, Panamá, Paraguay, Perú, la República Dominicana, Trinidad y Tobago, Uruguay y Venezuela. Están excluidos Argentina, Guatemala y la mayoría de las islas pequeñas del Caribe debido a limitaciones de datos.

Este estudio es, a nuestro entender, el primero en analizar la descomposición del crecimiento y examinar las tasas de crecimiento del PIB potencial en ALC desde una perspectiva comparativa entre países, con datos que se extienden hasta 2012. Los estudios anteriores usualmente se focalizan en un solo país o en un pequeño grupo de países, típicamente analizando los efectos de largo plazo en un lapso de 30 a 40 años, y concentrándose en el período anterior a la crisis financiera mundial³. Para incorporar los últimos datos disponibles, creamos una nueva base de datos para los subcomponentes del producto usando datos de la World Penn Table 7.1 y la base de datos más reciente de *Perspectivas de la economía mundial* del FMI.

¿Qué factores explican el fuerte crecimiento reciente?

Aunque existe consenso en que el sólido crecimiento de los últimos años se ha debido en gran medida a las favorables condiciones externas (fuerte crecimiento mundial, altos precios de las materias primas y condiciones favorables de financiamiento externo) que estimularon la demanda externa e interna, es menos claro cuáles han sido los principales motores por el lado de la oferta. Para estudiar esto último, utilizamos una metodología sencilla que permite descomponer el crecimiento del producto en las contribuciones correspondientes a la acumulación de capital y de trabajo (ajustado por calidad) y las variaciones de la PTF (véase el anexo 3.1 para una descripción más detallada de la metodología y de los datos utilizados).

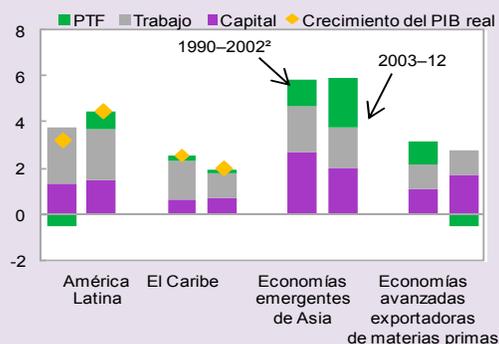
Los principales hallazgos pueden resumirse de la siguiente manera (gráfico 3.2):

- **La acumulación de factores (especialmente trabajo) continúa siendo el motor principal del crecimiento del producto, por encima del crecimiento de la PTF.** En América Latina, la acumulación total de factores explica 3¾ puntos

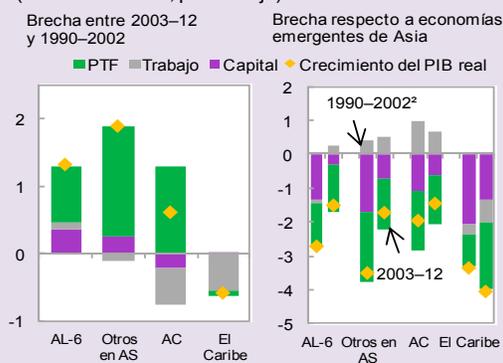
³ Véanse, por ejemplo, Ferreira *et al.* (2013), Banco Interamericano de Desarrollo (2010) y Loayza *et al.* (2005).

Gráfico 3.2. Descomposición del crecimiento del PIB real

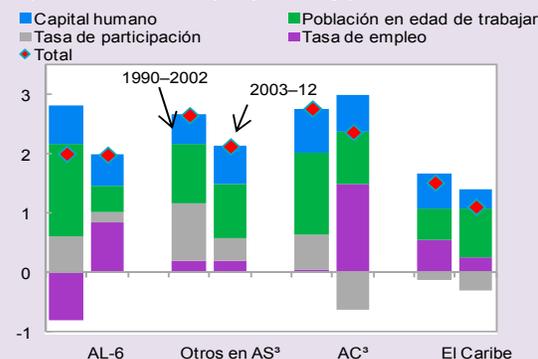
Contribución al crecimiento del PIB real (Promedio anual, porcentaje)¹



Determinantes de las brechas de tasas de crecimiento del PIB real (Promedio anual, porcentaje)¹



Contribución del trabajo al crecimiento del PIB real (Promedio anual simple, porcentaje)¹



Fuentes: Banco Mundial, *World Development Indicators*; FMI, *Perspectivas de la economía mundial*; Organización Mundial del Trabajo; Penn World Table 7.1, y cálculos del personal técnico del FMI.

¹ Promedio simple de los países de cada grupo. América Latina incluye todos los países latinoamericanos de la muestra. AL-6 incluye Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Uruguay. Otros en América del Sur (AS) incluyen Bolivia, Ecuador, Paraguay y Venezuela. América Central (AC) incluye Costa Rica, El Salvador, Honduras, Nicaragua, Panamá y la República Dominicana. El Caribe incluye Barbados, Jamaica, y Trinidad y Tobago. Las economías emergentes de Asia incluyen China, Filipinas, Indonesia, Malasia y Tailandia. Las economías avanzadas exportadoras de materias primas incluyen Australia, Canadá, Nueva Zelanda y Noruega.

² Para América Central: 1992-2002.

³ Se excluye a Paraguay y Nicaragua debido a limitaciones de datos.

porcentuales del crecimiento anual del PIB en 2003–12, en comparación con $\frac{3}{4}$ puntos porcentuales atribuibles a la PTF. Vale resaltar que se observan patrones similares en toda América Latina, independientemente del grado de integración financiera del país, la base y destino de sus exportaciones o su estructura de mercado. Si bien la acumulación de factores también fue el principal motor de crecimiento en el Caribe, en esta región el crecimiento ha sido más débil en el período reciente que en la década anterior.

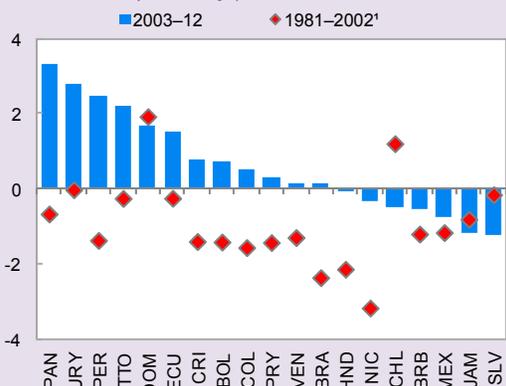
- **La reciente aceleración del crecimiento en América Latina se explica principalmente por un aumento de la productividad.** Durante el período reciente, la PTF ha aumentado en la mayoría de los países, en contraste con el flojo desempeño registrado en los años noventa. Nuestras estimaciones sugieren que la PTF explica alrededor de 1–1½ puntos porcentuales del aumento del crecimiento a partir de 2003 en comparación con el período 1990–2002. La contribución del capital físico también aumentó, aunque en menor medida, en parte debido a las favorables condiciones financieras externas y al alto nivel de inversión (incluida la inversión extranjera directa) en el sector primario asociado al auge de precios de las materias primas.
- **El crecimiento de ALC se mantiene por debajo del registrado en las economías emergentes de Asia, obedeciendo la mayor parte del diferencial de crecimiento a diferencias en el crecimiento de la productividad.** Como dato positivo, la brecha de crecimiento entre América Latina y los países emergentes de Asia se ha reducido en comparación con los años noventa, debido a las menores diferencias en la contribución del capital. Sin embargo, persisten grandes diferenciales de crecimiento de la PTF, que explican la mayor parte de la brecha de crecimiento del PIB en 2003–12. La contribución del factor trabajo, a su vez, ha sido históricamente más alta en América Latina (especialmente en América Central) que en las economías emergentes de Asia.

- **La disminución del desempleo explica la fuerte contribución del factor trabajo al crecimiento durante los últimos años.** Al igual que en los años noventa, el factor trabajo ha sido el que más contribuyó al crecimiento en 2003–12. Sin embargo, los factores que explican esta alta contribución al crecimiento han variado significativamente. Mientras que el aumento de la población en edad de trabajar y el incremento de las tasas de participación laboral fueron los principales factores en 1990–2002, su contribución (aunque todavía positiva) ha sido menor en 2003–12. En cambio, el aumento de la tasa de empleo —un factor que limitó el crecimiento en el período anterior— ha jugado un papel clave más recientemente, lo cual es consistente con los bajos niveles de desempleo observados, que en muchos países se sitúan cerca de mínimos históricos. La contribución al crecimiento del producto de las mejoras en el capital humano ha sido generalmente positiva y, en términos generales, estable a través del tiempo, representando alrededor de $\frac{1}{2}$ punto porcentual del crecimiento del PIB.
- **El desempeño de la productividad mejoró en 2003–12 en términos generales, aunque persisten importantes diferencias entre países.** El crecimiento de la PTF, que en décadas anteriores había sido negativo en la mayor parte de la región, pasó a ser positivo en la mayoría de los países (con un crecimiento particularmente fuerte en Panamá, Perú y Uruguay), con algunas pocas excepciones (gráfico 3.3)⁴. Esto refleja en parte la fase expansiva del ciclo económico en la mayoría de esas economías en 2003–12, así como factores idiosincráticos en algunos casos (como ser la ampliación del canal en Panamá)⁵. En

⁴ Nuestras estimaciones de descomposición del crecimiento (en particular la contribución del aumento de la PTF) correspondientes a los años ochenta, noventa y principios de la década de 2000 concuerdan con lo observado en otros estudios (véanse Ferreira *et al.*, 2013; Banco Interamericano de Desarrollo, 2010; y Loayza *et al.*, 2005).

⁵ La productividad del trabajo ha sido particularmente alta en el sector de servicios en 2003–12, mientras que el sector minero ha mostrado tendencias decrecientes. Véase Sosa y Tsounta (2013).

Gráfico 3.3. América Latina y el Caribe: Crecimiento de la productividad total de los factores
(Promedio anual, porcentaje)



Fuentes: Barro-Lee (2010); FMI, *Perspectivas de la economía mundial*; Penn World Table 7.1; y cálculos del personal técnico del FMI.
* Para América Central: 1992-2002.

Chile, uno de los pocos países de América Latina con crecimiento positivo de la PTF durante los años ochenta y noventa, el crecimiento de la PTF se ha vuelto negativo en la última década, en parte como resultado de una caída de la productividad en el sector minero. Esto es consistente con la experiencia de las economías avanzadas exportadoras de materias primas (tales como Australia, Canadá y Noruega) en el pasado reciente, y se relaciona, en gran medida, con la expansión de la producción energética y minera hacia áreas (yacimientos o minas) de menor productividad marginal, donde la producción se ha tornado rentable debido al auge de precios de las materias primas.

Cabe mencionar algunas salvedades acerca de la estimación de la PTF, que implican que los resultados deben interpretarse con cautela⁶. La medida de PTF es por definición un residuo: la diferencia entre el crecimiento del producto y el incremento de la cantidad (y calidad) de los insumos. Por ende, todo error de medición en las series de trabajo y capital es automáticamente imputado a la PTF. Por ejemplo, i) cambios en la calidad del stock de capital y de trabajo que no se logran capturar, ii) cambios en el nivel de utilización del capital y/o

⁶ La PTF mide la eficiencia con que se usan los factores de producción en el proceso productivo, e incluye el nivel tecnológico así como la eficiencia de los mercados.

iii) cambios en el uso de la tierra (un factor que nuestra metodología no incluye) se verían reflejadas en el componente PTF.

¿Es sostenible la dinámica reciente de fuerte crecimiento?

Para responder a este interrogante, se estiman rangos de tasas de crecimiento potencial para 2013-17 en países de ALC usando una metodología sencilla que descompone el crecimiento tendencial del PIB en la contribución de las variaciones del capital y el trabajo, y la del crecimiento de la PTF.

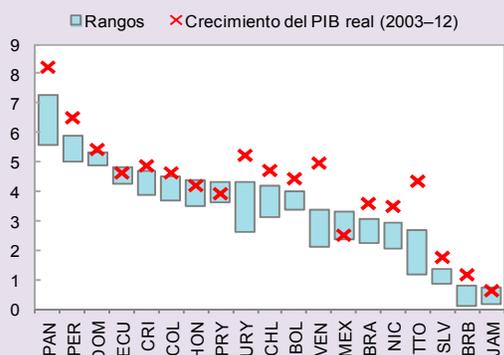
Encontramos que, si las tendencias recientes de crecimiento de capital y PTF continúan, y dadas ciertas restricciones naturales sobre el factor trabajo, es poco probable que la actual dinámica de fuerte crecimiento se pueda mantener. Si bien la región ha crecido, en promedio, a una tasa anual de 4 por ciento durante 2003-12, nuestras estimaciones indican que la tasa anual promedio de crecimiento potencial del PIB en 2013-17 está más cercana al 3¼ por ciento⁷. De hecho, las altas tasas de crecimiento del PIB observadas en años recientes son mayores (o cercanas al límite superior) que los rangos de crecimiento potencial del producto para 2013-17 en la mayoría de los países (gráfico 3.4)⁸.

Esta desaceleración prevista en el crecimiento (desde el fuerte crecimiento reciente hacia las tasas proyectadas de crecimiento potencial) refleja menores contribuciones de todos sus componentes en los años próximos:

⁷ Estas estimaciones se basan en el supuesto de que tanto el capital como la PTF crecerán a la tasa anual promedio observada en 2000-12. Este período cubre un ciclo económico completo para la mayor parte de los países, mientras que el período 2003-12 incluye mayormente la fase expansiva del ciclo. Véase el anexo 3.1 para una descripción más detallada de los supuestos para proyectar el capital, el trabajo y la PTF.

⁸ México (fuertemente afectado por la crisis financiera mundial de 2008-09 debido a sus estrechos vínculos con la economía de Estados Unidos) y Paraguay (debido a algunos shocks idiosincráticos) constituyen excepciones.

Gráfico 3.4. América Latina y el Caribe: Rangos de tasa de crecimiento del producto potencial (2013–17)¹
(Promedio anual, porcentaje)



Fuentes: FMI, *Perspectivas de la economía mundial*; Penn World Table 7.1; Proyecciones de Población de las Naciones Unidas y cálculos del personal técnico del FMI.
¹ Rangos estimados usando la ecuación (3) del anexo 3.1, con series de tendencia para K, L, h y A obtenidos en base a los cuatro métodos alternativos de filtrado.

- Se espera que la expansión del capital físico se modere ligeramente, debido a la normalización de las condiciones favorables de financiamiento externo y la estabilización de los precios de las materias primas, dos factores claves del vigoroso aumento reciente de la inversión (interna e inversión extranjera directa) en la región.
- En el futuro, la contribución del factor trabajo al crecimiento del producto probablemente esté restringida por algunas limitaciones naturales, como ser (gráfico 3.5): i) el envejecimiento de la población (se espera que en varios países la tasa de dependencia llegue a su nivel mínimo en los próximos años); ii) el limitado margen para continuar incrementando las tasas de participación laboral (incluidas las tasas de participación femenina), que ya son relativamente altas en comparación con los parámetros internacionales⁹; y iii) las tasas de desempleo históricamente bajas (que disminuyeron significativamente y ahora son un componente clave de la contribución del trabajo al crecimiento

⁹ De hecho, la contribución al crecimiento del producto tanto de las variaciones en la población en edad de trabajar como de la tasa de participación en la fuerza laboral ya se han reducido significativamente en 2003–12 en comparación con la década de 1990. Cabe destacar que estas limitaciones sobre el factor trabajo representan una restricción menor en aquellos países con un amplio sector informal (por ejemplo, Colombia, México, Perú y varios países de América Central).

del producto). Para incrementar la contribución del capital humano se requerirán importantes mejoras en la calidad de la educación¹⁰.

- El crecimiento de la productividad también se desaceleraría, a tono con la normalización del ciclo económico. Por lo tanto, la evolución de la PTF, que sigue siendo un motivo de preocupación pese a su mejora reciente, será crucial para que la región pueda mantener altas tasas de crecimiento.

Los rangos de crecimiento del producto potencial varían significativamente entre países (véase el gráfico 3.4). Este capítulo no intenta explicar las diferencias de crecimiento potencial entre países, aunque estas a menudo reflejan diferencias en las instituciones económicas, dotación de recursos naturales, desigualdad del ingreso, profundidad del sector financiero y grado de apertura comercial.

Implicancias de política económica

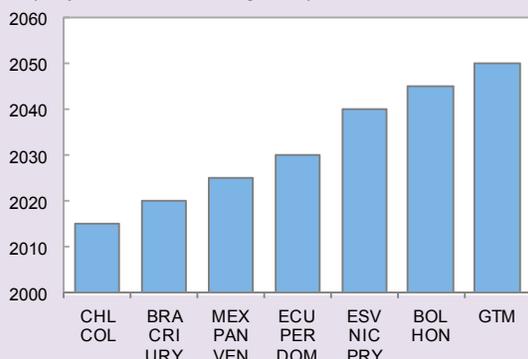
En vista de la moderación que se anticipa para la acumulación de capital y las restricciones naturales sobre el factor trabajo, es poco probable que puedan sostenerse las altas tasas de crecimiento en la región a menos que la productividad mejore significativamente¹¹. Aunque en los últimos años la PTF contribuyó positivamente al crecimiento del PIB en la mayoría de los países, su contribución fue modesta, especialmente teniendo en cuenta consideraciones cíclicas y en comparación con otras regiones. Por ello, aumentar la PTF continúa siendo un desafío y una prioridad para ALC.

¹⁰ Si bien el desempeño de ALC es relativamente bueno en términos de años de escolarización promedio en comparación con otros países con un ingreso per cápita similar, existe amplio margen para mejorar la calidad de la educación (en general, los resultados de la región en las pruebas internacionales estandarizadas son más flojos).

¹¹ La movilización de un mayor ahorro interno (que en ALC es bajo en comparación con estándares internacionales) podría aumentar la contribución del capital al crecimiento en el largo plazo. Mejorar la calidad de la educación también contribuiría a alcanzar un mayor crecimiento del producto potencial.

Gráfico 3.5. Restricciones del factor trabajo para el crecimiento futuro del PIB

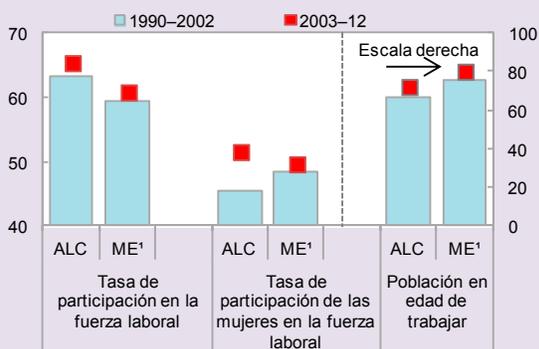
Países seleccionados de América Latina: Año con tasa de dependencia en su valor mínimo¹
(Mayor dividendo demográfico)



Fuente: CELADE.

¹ Tasa de dependencia = (población entre 0 y 14 años + población de 65 años o más) / (población entre 15 y 64 años) * 100.

Restricciones al crecimiento del factor trabajo
(Promedio simple, porcentaje)



Fuentes: Banco Mundial, *World Development Indicators*; Penn World Table 7.1; y cálculos del personal técnico del FMI.

¹ Los mercados emergentes (ME) incluyen China, Estonia, Eslovaquia, Eslovenia, Hungría, India, Indonesia, Polonia, República Checa, Rusia y Turquía.

Las causas del bajo crecimiento de la PTF en ALC son muchas y variadas, y el diseño de una agenda de políticas que estimule el crecimiento de la productividad es una tarea difícil. Las autoridades deberían centrarse en políticas que contribuyan a reducir las distorsiones en la asignación de recursos, algo que típicamente supone adoptar medidas que se acomoden a las circunstancias específicas de cada país.

Entre las políticas a considerar, se incluyen las siguientes: mejorar el clima de negocios y aumentar la competencia; reforzar las regulaciones de entrada y salida para facilitar la reasignación de recursos hacia sectores nuevos y de alta productividad; mejorar la infraestructura; promover mercados financieros más profundos y eficientes; incrementar

las actividades de investigación y desarrollo e innovación, y fortalecer las instituciones para garantizar los derechos de propiedad y erradicar la corrupción. En el Caribe, también se necesita redoblar los esfuerzos para reducir el alto nivel de endeudamiento público y la baja competitividad, que han limitado el crecimiento económico.

Anexo 3.1. Datos y metodología

En este anexo se describen la metodología y los datos utilizados en la descomposición del crecimiento y en la estimación de los rangos de tasas de crecimiento potencial¹².

El ejercicio de descomposición del crecimiento se basa en la siguiente función de producción estándar de tipo Cobb-Douglas:

$$Y_t = A_t K_t^\alpha (L_t h_t)^{(1-\alpha)} \quad (1)$$

donde Y_t representa el producto en el período t , K_t el stock de capital físico, L_t la fuerza laboral empleada, h_t el capital humano por trabajador, y A_t la productividad total de los factores (PTF)¹³.

Se utilizan datos anuales de Penn World Table 7.1 (PWT) para el período que se extiende de 1980 a 2010 y de otras fuentes, principalmente la base de datos de *Perspectivas de la economía mundial* (WEO) del FMI, para los años subsiguientes. Específicamente, los datos sobre el producto, medido por el PIB real, se obtienen de PWT hasta 2010 y se extienden utilizando WEO para 2011-12. La serie de stock de capital se construye con datos de inversión de la PWT usando el método de inventarios perpetuos hasta 2010, y los datos de inversión de WEO para 2011-12. Nuestra serie de datos sobre insumos de trabajo (medidos por el empleo) se refiere a insumos efectivamente utilizados en el proceso de producción. La serie de empleo se obtiene utilizando

¹² Para más detalles véanse Sosa, Tsounta y Kim (2013) y Sosa y Tsounta (2013).

¹³ Nuestros supuestos con respecto a la proporción del capital en el producto, α , son específicos para cada país y se basan en Banco Mundial (2005), y típicamente se ubican alrededor de 0,40 (como en Gollin (2002)). Los principales resultados, sin embargo, son robustos a un rango de valores razonables para este parámetro.

la serie de fuerza laboral de PWT y la tasa de empleo (uno menos la tasa de desempleo) de WEO. Para 2011–12, se parte del supuesto que la fuerza laboral aumenta de acuerdo con las Proyecciones de Población de las Naciones Unidas (escenario de fecundidad constante) para personas de 15 años o más. Para determinar el trabajo ajustado por calidad, seguimos el criterio de Bils y Klenow (2000) y de Ferreira, Pessoa y Veloso (2013) para modelar el capital humano como una función de los años promedio de escolaridad, a partir de datos de Barro y Lee (2010).

Usando la ecuación (1), se descompone el crecimiento del PIB de la siguiente manera (siendo \hat{x} la tasa de crecimiento de la variable x):

$$\hat{Y} = \hat{A} + \alpha\hat{K} + (1 - \alpha)\hat{L} + (1 - \alpha)\hat{h} \quad (2)$$

Para estimar las tasas de crecimiento potencial, estimamos primero la PTF usando la ecuación (1). Luego obtenemos series de tendencia para el capital,

el trabajo, el capital humano y la PTF (K^T , L^T , h^T , A^T) para el período 1980–2017 usando los filtros de Hodrick-Prescott ($\lambda = 6.25$ y $\lambda = 100$), Baxter y King, y Christiano y Fitzgerald¹⁴. Se formulan los siguientes supuestos acerca del comportamiento de K , L , h , y A en 2013–17: i) tanto el capital como la PTF crecen a la tasa anual promedio de 2000–12, y ii) para proyectar la evolución del factor trabajo se utilizan las tasas de desempleo proyectadas (de WEO) y se supone que la fuerza laboral crece al mismo ritmo que la población en edad de trabajar según la base de datos de Proyecciones de Población de las Naciones Unidas y que las tasas de participación en la fuerza laboral se mantienen constantes en los últimos valores observados. Por último, nuestra medida del capital humano aumenta a la tasa promedio de crecimiento anual 2005–2010. El crecimiento del producto potencial (\hat{Y}^P) se calcula entonces de la siguiente manera:

$$\hat{Y}^P = \hat{A}^T + \alpha\hat{K}^T + (1 - \alpha)\hat{L}^T + (1 - \alpha)\hat{h}^T \quad (3)$$

¹⁴ Incluimos proyecciones hasta 2017 inclusive para evitar el sesgo característico del final de la muestra.

4. Solidez fiscal y externa de América Latina: ¿Cuál es el rol de los factores externos?

Las condiciones externas muy favorables de la última década contribuyeron a que América Latina fortaleciera notablemente sus indicadores fiscales y externos. Sin embargo, ¿cuánto dependen esos avances de que se mantengan esas condiciones? En este capítulo se evalúa la sostenibilidad de la deuda en escenarios externos menos favorables. Se concluye que, si bien algunos países están bien posicionados para resistir shocks significativos, para muchos otros sería conveniente reforzar su posición fiscal para estar en condiciones de implementar políticas contracíclicas. A su vez, la sostenibilidad externa no parece ser, por el momento, una fuente de preocupación para la mayoría de los países.

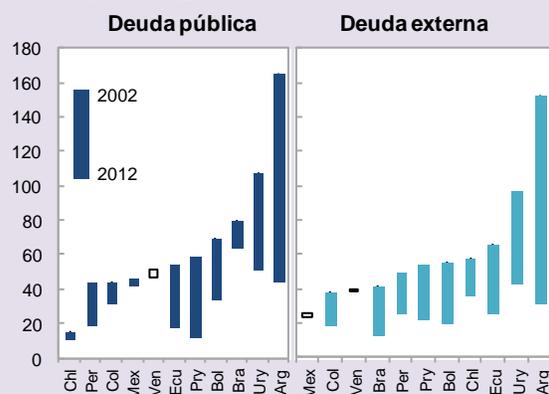
Introducción

En la última década, y en especial durante el período 2003–08, América Latina experimentó una marcada mejoría en algunos fundamentos macroeconómicos clave, reduciendo los niveles de deuda pública y deuda externa (gráfico 4.1), acumulando activos externos, fortaleciendo los balances de cuenta corriente externa y fiscales y disminuyendo las vulnerabilidades de la estructura de deuda (denominación monetaria y vencimientos). Si bien no cabe duda de que la aplicación de políticas prudentes tuvo un papel importante, estos avances reflejan en gran medida un contexto externo muy favorable, interrumpido solo transitoriamente durante la crisis financiera del 2008-09, y caracterizado por una demanda externa sólida, un auge de precios de materias primas y condiciones de financiamiento externo muy benignas¹. Ante la perspectiva de un contexto mundial menos

Nota: Preparado por Gustavo Adler y Sebastián Sosa, con la asistencia de Andresa Lagerborg, en las tareas de investigación. Véanse los detalles técnicos en Adler y Sosa (2013).

¹ Véanse el capítulo 5 y Adler y Magud (2013), donde se presenta un análisis de la magnitud de los ingresos extraordinarios derivados de la mejora de los términos de intercambio.

Gráfico 4.1. América Latina: Deuda pública y externa, 2002–12¹
(Porcentaje del PIB)



Fuentes: FMI, *International Financial Statistics*; y estimaciones del personal técnico del FMI.
¹Las barras azules (blancas) indican una caída (aumento) del indicador entre 2002 y 2012, donde el valor mínimo (máximo) de la barra corresponde a 2012 (2002).

favorable, cabe plantearse: ¿En qué medida las posiciones fiscales y externas de la región son vulnerables a shocks externos?

En este capítulo se procura responder a esta pregunta analizando el vínculo entre variables globales —como el precio de las materias primas, el crecimiento mundial y las condiciones del mercado financiero internacional— y un conjunto de variables internas clave (crecimiento del PIB, balanza comercial, tipo de cambio real y spreads soberanos) que determinan la dinámica de los indicadores de sostenibilidad pública y externa. A tales efectos, se desarrolla un marco sencillo en el que se integran i) estimaciones econométricas del efecto de variables externas (exógenas) sobre esas variables internas clave con ii) el marco estándar del FMI para el análisis de sostenibilidad de deuda. Este marco integrado permite analizar la dinámica de deuda bajo diferentes escenarios *externos* y evaluar,

por consiguiente, la vulnerabilidad de las posiciones fiscales y externas actuales de 11 economías de América Latina^{2, 3}.

Una década de desendeudamiento público y externo, 2003–12

Deuda pública

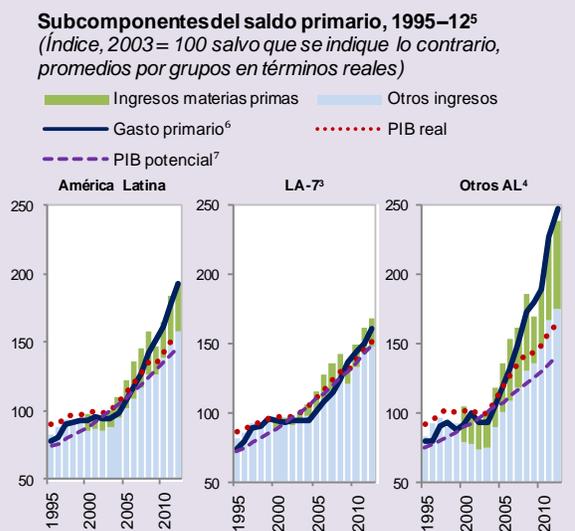
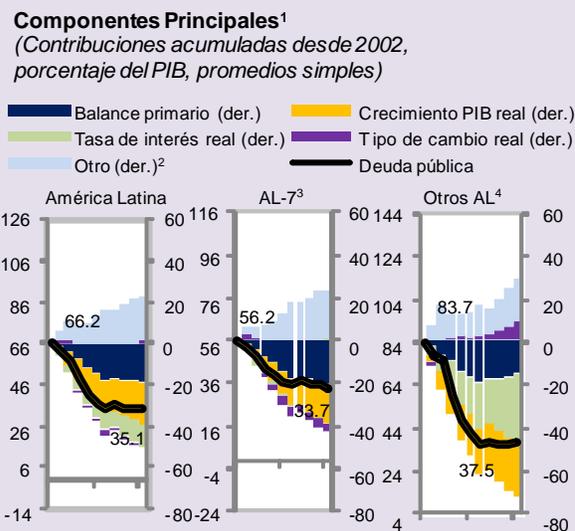
Entre 2003 y 2008, la relación deuda pública/PIB se redujo notablemente en América Latina (en aproximadamente 30 puntos porcentuales del PIB, en promedio). Esta tendencia a la baja, sin embargo, se detuvo en 2009, debido a los efectos de la crisis financiera mundial, sin que se hayan registrado nuevas reducciones desde entonces. Sin embargo, existen diferencias visibles entre países, en especial en lo que respecta al manejo del fuerte aumento de los ingresos públicos (gráfico 4.2).

En el grupo AL-7 (Brasil, Chile, Colombia, México, Paraguay, Perú y Uruguay) la deuda pública se redujo en 20 puntos porcentuales del PIB, principalmente como resultado de superávits fiscales primarios elevados y rápido crecimiento del PIB real. Los primeros se deben a que el crecimiento real del gasto público fue más lento que el de los ingresos, que registraron un auge, y en general más lento que el crecimiento del PIB potencial). El extraordinario aumento de los ingresos provino principalmente del sector de materias primas mientras, en estas economías, los ingresos no relacionados con las materias primas aumentaron

² La muestra incluye a América del Sur y México y representa aproximadamente 95% del PIB de América Latina. El análisis implica una contribución metodológica al marco existente del análisis de sostenibilidad de la deuda del FMI, ya que dicho marco no está equipado para evaluar cómo cambios en las condiciones externas pueden afectar la dinámica de la deuda. Además, a diferencia del marco tradicional del análisis de sostenibilidad de la deuda, nuestro marco tiene en cuenta la correlación entre shocks y sus respuestas dinámicas conjuntas. Véanse más detalles sobre el marco de análisis de sostenibilidad de la deuda del FMI en FMI (2002, 2003, 2005, 2011 y 2012a).

³ Véase el recuadro 4.1, donde se analiza un enfoque complementario para evaluar si los niveles de deuda pública son adecuados.

Gráfico 4.2. Componentes de la dinámica de deuda pública, 2003–12



Fuentes: FMI, *International Financial Statistics*; y estimaciones del personal técnico del FMI.

¹ Principales factores que explican la dinámica de la deuda, según la identificación del marco de análisis de sostenibilidad de la deuda del FMI.

² Incluye la acumulación de activos (brutos) en diferentes formas de fondos soberanos de inversión.

³ Incluye Brasil, Chile, Colombia, México, Paraguay, Perú y Uruguay.

⁴ Incluye Argentina, Bolivia, Ecuador y Venezuela.

⁵ Los datos sobre ingresos relacionados con materias primas para Ecuador, México y Venezuela (Chile) se encuentran disponibles desde 2000 (2005).

⁶ Gastos en año base se indexan al porcentaje de ingresos de ese año.

⁷ Se basa en el crecimiento proyectado para 2015–17.

al ritmo del PIB real, a tasas que, si bien fueron mayores que las observadas en la década anterior, se mantuvieron en línea con el crecimiento potencial de largo plazo.

En el *resto de América Latina* (Argentina, Bolivia, Ecuador y Venezuela) la deuda pública también se redujo notablemente en ese período (en promedio, cerca de 45 puntos porcentuales del PIB), aunque partiendo de niveles mucho más altos. Esta reducción refleja en gran medida el efecto directo del auge económico sobre el producto (con un crecimiento del PIB considerablemente por encima del potencial, salvo en Bolivia) y el de las tasas de interés reales negativas⁴. Aunque los balances fiscales primarios también contribuyeron en gran medida a la reducción de los coeficientes de deuda, el grado de ahorro de los ingresos extraordinarios fue mucho más limitado. De hecho, el gasto público real creció a un ritmo más rápido que el PIB potencial, e incluso más rápido que el producto observado.

Deuda externa

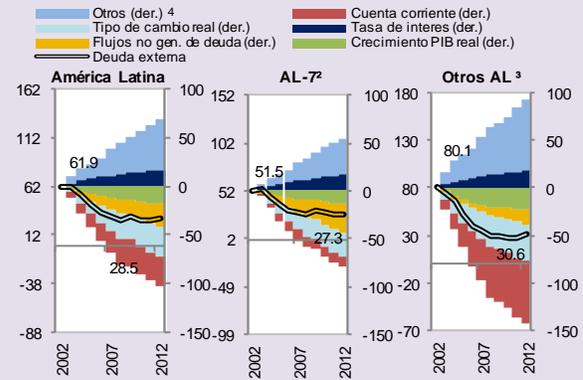
Los coeficientes de deuda externa exhibieron patrones similares: se redujeron más de 30 puntos porcentuales en promedio durante el período 2003–08 (gráfico 4.3) acompañados de un considerable aumento de los activos externos (casi el 70% del PIB en términos acumulados)⁵. Desde el año 2009, los coeficientes de deuda externa se han mantenido relativamente estables, en niveles cercanos al 30% del PIB.

En el *grupo AL-7*, el endeudamiento externo se redujo en promedio 25 puntos porcentuales del PIB, principalmente gracias a la apreciación significativa

⁴ La restructuración de deuda que realizó Argentina en 2005 fue otro factor importante en la reducción de los coeficientes de deuda. En el año 2006, Bolivia también se benefició de un programa de alivio de la deuda, de aproximadamente 25 por ciento del PIB.

⁵ Esto puede atribuirse tanto a políticas públicas orientadas a acumular reservas internacionales y activos administrados bajo fondos soberanos como a ahorros del sector privado en el exterior (por ejemplo, fondos de pensiones que acumulan activos en el exterior).

Gráfico 4.3. Determinantes de la dinámica de deuda externa, 2002–12¹
(Porcentaje del PIB, contribuciones acumuladas desde 2002, promedios simples)



Fuentes: FMI, *International Financial Statistics*; y estimaciones del personal técnico del FMI.

¹Factores que impulsan la dinámica de la deuda externa como se identifica en el marco de análisis de sostenibilidad de la deuda del FMI.

²Incluye Brasil, Chile, Colombia, México, Paraguay, Perú y Uruguay.

³Incluye Argentina, Bolivia, Ecuador y Venezuela.

⁴Incluye la acumulación de activos externos de los sectores público y privado.

del tipo de cambio real y al financiamiento externo recibido en forma de flujos no generadores de deuda (en especial, inversión extranjera directa), junto a superávits de cuenta corriente moderados. La caída fue incluso más notoria en el *resto de América Latina*, donde llegó a cerca de 50 puntos porcentuales del PIB, aunque desde niveles iniciales mucho más elevados. Esta mejora se debió principalmente a superávits de cuenta corriente altos —derivados de términos de intercambio muy favorables—, junto a una apreciación marcada del tipo de cambio real⁶.

Los factores externos contribuyeron en gran medida al fortalecimiento de los fundamentos económicos de la región, lo que refleja el grado de sensibilidad de la región a las condiciones mundiales⁷. Precisamente a causa de dicha sensibilidad, y a pesar de los

⁶ Estas economías también acumularon grandes cantidades de activos externos (en especial el sector público en Bolivia y Ecuador, y el sector privado en Argentina y Venezuela).

⁷ Véase, por ejemplo, BID (2008), Izquierdo *et al.* (2008) y Osterholm y Zettelmeyer (2008).

avances logrados, no resulta obvio si la región está bien posicionada para resistir un deterioro significativo del contexto externo. Ese es el tema que se analiza a continuación.

Factores externos y sostenibilidad de la deuda

Metodología

Se desarrolla una metodología que mapea cómo shocks a variables globales fundamentales afectan a un conjunto de variables internas que determinan en gran medida la dinámica de deuda pública y de deuda externa. El enfoque metodológico integra estimaciones econométricas de esa relación con el marco estándar de análisis de sostenibilidad de la deuda del FMI (gráfico 4.4)⁸. A continuación, se evalúa la dinámica de deuda bajo escenarios alternativos, basados en pronósticos condicionales de las variables endógenas del modelo econométrico, bajo distintas trayectorias de las variables exógenas (globales).

Específicamente, se centra la atención en el efecto de las variables globales sobre cuatro variables internas clave (crecimiento del PIB, balanza comercial, tipo de cambio real, spread soberanos), derivadas a partir de la estimación de modelos de vectores autorregresivos específicos para cada país de la siguiente forma (reducida):

$$y_t = B(L)y_{t-1} + H(L)z_t + u_t$$

donde: y_t es un vector de variables endógenas y z_t es un vector de variables exógenas. El vector y_t incluye el crecimiento del PIB real (g_t), el cambio en la balanza comercial como porcentaje del PIB (dTB_t) y (la diferencia logarítmica de) el tipo de cambio real ($dln(reer_t)$). El vector z_t incluye el crecimiento del

⁸ Al igual que en el análisis estándar de sostenibilidad de la deuda, nuestro análisis se enfoca en la deuda bruta y en el balance primario. Los riesgos relacionados a las necesidades de financiamiento o a la composición de acreedores van más allá del alcance de este trabajo.

PIB real mundial (g^W), el índice de volatilidad del Mercado de Opciones de Chicago de S&P 500 (VIX) como variable representativa de las condiciones financieras internacionales, (las diferencias logarítmicas de) los precios de materias primas agrícolas, de la energía y de los metales (P_t^A , P_t^E , y P_t^M , respectivamente), el balance fiscal primario como porcentaje del PIB (pb) y la relación deuda/PIB (dp). Los modelos de vectores autorregresivos se estiman con datos trimestrales del período 1990–2012 provenientes de las publicaciones del FMI *International Financial Statistics* y *Perspectivas de la economía mundial* (WEO), y de Haver Analytics. Se estima por separado la ecuación de spreads soberanos (debido a limitaciones de datos), a fin de capturar el efecto de los shocks externos sobre las tasas de interés^{9, 10}. Estas estimaciones econométricas se usan luego para obtener pronósticos de las variables internas —condicionales a un conjunto de supuestos para las variables globales (escenarios)—, derivando así la dinámica de deuda en esos distintos escenarios.

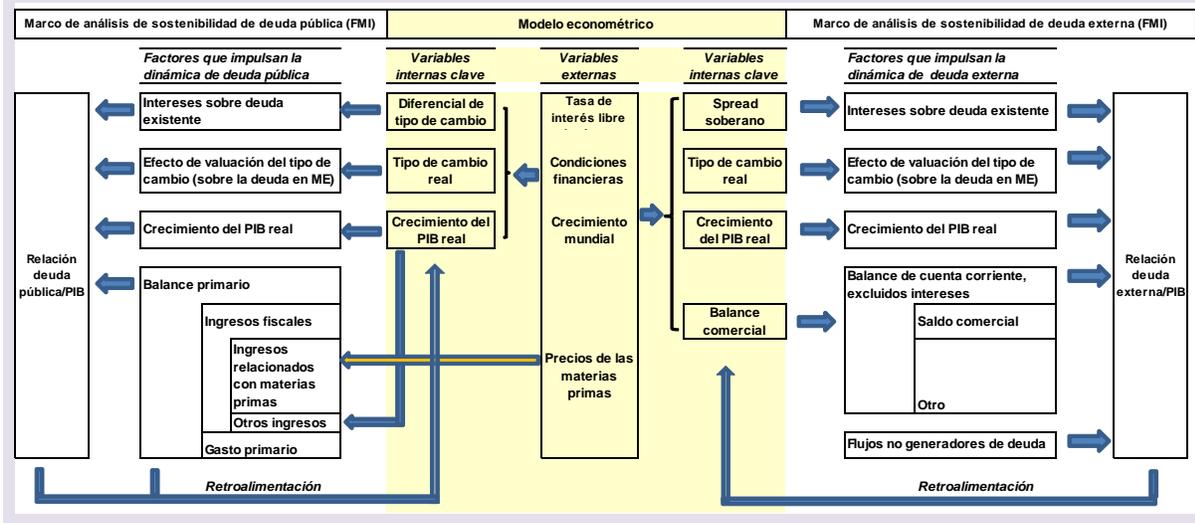
Análisis de escenarios

Se analizan cuatro escenarios mundiales adversos: dos que implican shocks transitorios y dos de shocks persistentes (en el cuadro anexo A4.1 se presentan más detalles):

⁹ El modelo de vectores autorregresivos (junto con la ecuación de spreads) y las ecuaciones de dinámica de la deuda capturan los vínculos claves entre las variables internas y externas. No obstante, a fin de determinar totalmente la dinámica de los coeficientes de deuda, se necesita formular algunos supuestos. Véanse los detalles en Adler y Sosa (2013).

¹⁰ Una característica clave de nuestro marco radica en que los balances primarios y los niveles de deuda se incluyen en los vectores autorregresivos a fin de incorporar los efectos de retroalimentación entre esas y las demás variables internas que determinan la dinámica de la deuda. Sin embargo, nuestra metodología no estima funciones de reacción fiscales, ya que el objetivo no es analizar trayectorias de deuda bajo un comportamiento fiscal igual al del pasado —el cual puede haber sido restringido o subóptimo— sino bajo políticas no restringidas. Los ingresos primarios son proyectados vinculando los ingresos fiscales a los precios de las materias primas y al crecimiento del producto, y evaluando distintas reglas de gasto.

Gráfico 4.4. Marco integrado de análisis de sostenibilidad de la deuda pública y externa



- i. *Un shock financiero transitorio*, que comprende un fuerte aumento del índice VIX, de magnitud similar al registrado tras la quiebra de Lehman, retornando a niveles del escenario base en 2014.
- ii. *Un shock real transitorio*, que implica una recesión mundial con niveles más bajos de crecimiento y de precios de las materias primas en el período 2013–14, volviendo a la trayectoria base tras ese período
- iii. *Una desaceleración mundial prolongada*, caracterizada por un nivel de incertidumbre (VIX) relativamente alto, precios más bajos de las materias primas y un crecimiento mundial más lento (en todos los casos, en comparación con el escenario base).
- iv. *Un evento adverso extremo*, con un impacto sobre las variables mundiales (VIX, crecimiento del PIB mundial y precios de las materias primas) de magnitud similar a la observada tras la quiebra de Lehman, pero con mayor persistencia.

Las trayectorias de la deuda bajo cada escenario se construyen sumando el impacto estimado de esos shocks externos a las proyecciones de base del informe WEO^{11, 12}. Un factor clave en la dinámica

¹¹ Las proyecciones de base corresponden a la edición de octubre de 2012 del informe WEO y contemplan reducciones moderadas de los coeficientes de deuda pública y deuda externa (menos de 2 puntos porcentuales del PIB) hasta 2017 inclusive. Los escenarios se construyen de la siguiente manera:

(continúa)

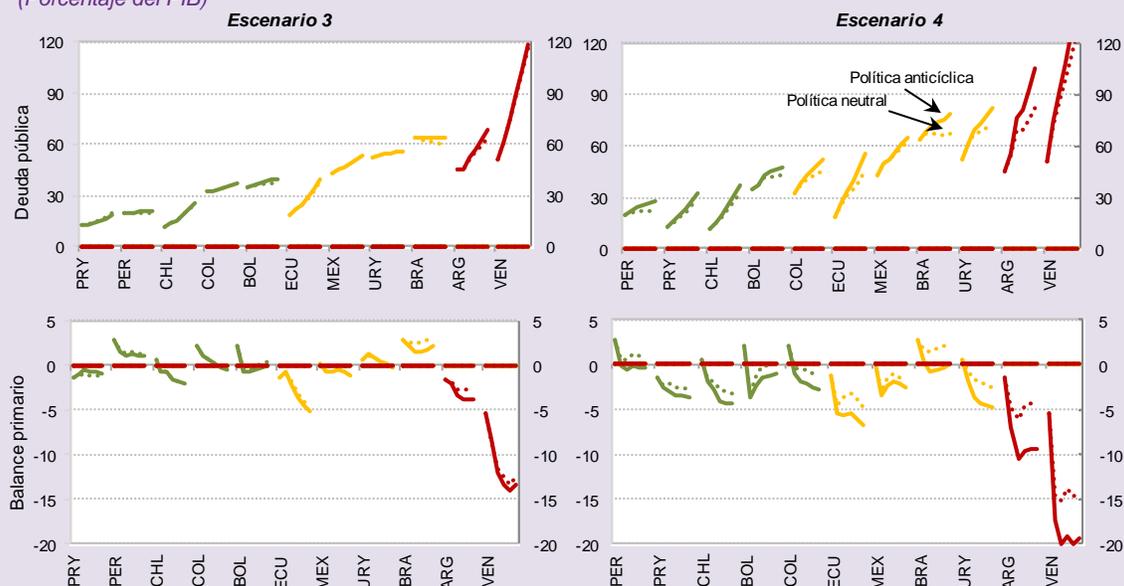
de deuda pública es la trayectoria del balance primario, determinada no solo por el comportamiento de variables endógenas (producto interno e ingresos derivados de las materias primas), sino también por políticas discrecionales de gasto. Los primeros se derivan de los pronósticos condicionales de los vectores autorregresivos, mientras que el segundo exige formular algunos supuestos sobre las respuestas de política fiscal. Consideramos dos respuestas distintas: i) *política fiscal neutral*, con un gasto público creciendo al ritmo del PIB potencial, lo que solo permite el funcionamiento de los estabilizadores automáticos; y ii) *política fiscal contracíclica*, con un crecimiento del gasto por encima del crecimiento del PIB potencial

$$d_t|_{Escen\ i} = d_t|_{WEO\ Base} + (d_t|_{VAR\ Proyección\ Escen\ i} - d_t|_{VAR\ Proyección\ Base})$$

donde el primer término del lado derecho denota proyecciones de deuda en el escenario base del informe WEO, y el segundo término captura el efecto de los shocks externos, estimados como la diferencia entre el pronóstico condicional del modelo estimado bajo los supuestos del escenario *i* y el pronóstico condicionado a los supuestos del escenario base.

¹² Véase el gráfico del anexo A4.1, en el cual se ilustra el efecto de los distintos escenarios sobre la dinámica de la deuda promedio de la región (suponiendo que no hay cambios en las políticas respecto del escenario base).

Gráfico 4.5. Indicadores fiscales clave en distintos escenarios, 2012–17¹
(Porcentaje del PIB)



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

¹De izquierda a derecha, las series indican la trayectoria de la deuda pública y del balance primario entre 2012 y 2017 para cada país. Las líneas sólidas (punteadas) muestran la trayectoria bajo políticas contracíclicas (neutrales).

por un margen proporcional a la brecha entre el crecimiento corriente y el crecimiento potencial. El análisis de esas reglas de gasto alternativas permite evaluar hasta qué punto, en cada escenario, los márgenes de maniobra fiscal i) son suficientes para responder con estímulo fiscal, ii) son apenas suficientes para permitir el funcionamiento de los estabilizadores automáticos, o iii) exigen una consolidación fiscal para garantizar la sostenibilidad de la deuda¹³. Las conclusiones generales se basan en los niveles relativos de deuda y brechas de balance primario proyectados para el 2017.

Resultados

Los resultados sugieren que la mayoría de los países de la región estarían en condiciones de aplicar políticas fiscales contracíclicas (expansivas) en caso

de shocks transitorios (escenarios 1 y 2, que no se muestran) sin generar inquietudes sobre la sostenibilidad de la deuda. En el caso de shocks más persistentes (escenarios 3 y 4), los países pueden clasificarse a grandes rasgos en tres grupos (gráfico 4.5):

- Un primer grupo de países (Venezuela y, en menor medida, Argentina) que necesitaría fortalecer la posición fiscal actual considerablemente. De otra manera, podrían verse exigidos a emprender una consolidación fiscal significativa (procíclica) ante shocks adversos, incluso moderados. Esto refleja, por un lado, la sensibilidad de estos países a las condiciones externas y también una posición fiscal inicial relativamente más débil.
- Un segundo grupo (Brasil, Ecuador, México y Uruguay) que podría hacer frente a shocks moderados, pero que se beneficiaría de aumentar su margen de maniobra fiscal para estar en condiciones de aplicar políticas contracíclicas (o incluso políticas neutrales en algunos casos) en escenarios más adversos, sin llegar a niveles de

¹³ En el caso de países con reglas fiscales bien establecidas, la dinámica que se presenta ilustra cómo se comportarían las variables fiscales en caso de desvíos respecto de esas reglas y cuál sería la magnitud del ajuste fiscal necesario para volver a las metas de la regla correspondiente.

deuda y/o balances primarios que podrían generar dudas acerca de la sostenibilidad fiscal¹⁴.

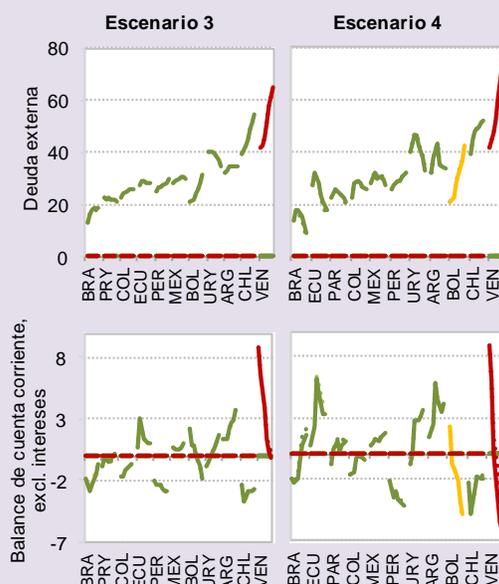
- Un tercer grupo, (Bolivia, Chile, Paraguay, Perú y, en menor medida, Colombia), con una posición fiscal relativamente sólida para resistir shocks externos importantes —e incluso para responder con políticas expansivas— sin comprometer la solvencia fiscal.

En el frente externo, incluso en los escenarios más extremos (3 y 4), los países de la región parecen estar en condiciones de mantener bajo control la sostenibilidad de la deuda externa (gráfico 4.6)^{15, 16}. Un factor clave que explica este resultado es el hecho de que las cuentas corrientes tienden a mejorar ante shocks externos negativos importantes (en especial shocks financieros). Aunque esta respuesta macroeconómica no parece tener consecuencias negativas para la sostenibilidad de la deuda, es posible que tenga consecuencias negativas en términos de bienestar, pero ese tema está más allá del alcance de este trabajo.

Conclusiones

Indicadores macroeconómicos clave de América Latina mejoraron notablemente en la última década, con el respaldo de un contexto externo muy favorable. Sin embargo, ante perspectivas externas menos benignas, los fundamentos económicos de la región podrían cambiar drásticamente. En este capítulo se analiza la importancia que podrían tener esos cambios, contribuyendo así a evaluar si los márgenes de maniobra actuales (en especial en el

Gráfico 4.6. Indicadores externos en distintos escenarios, 2012—17¹
(Porcentaje del PIB)



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

¹ De izquierda a derecha, las series indican la trayectoria de la deuda externa y el balance de cuenta corriente, excluidos intereses, entre 2012 y 2017 para cada país. Las líneas sólidas muestran la trayectoria bajo políticas contracíclicas. Las líneas punteadas corresponden a la trayectoria bajo políticas neutrales.

ámbito fiscal) son adecuados para hacer frente a un deterioro del contexto mundial.

Los resultados indican que, si bien la sostenibilidad externa no parece ser en este momento una fuente de preocupación, es posible que el espacio fiscal todavía sea limitado en algunos países. Estos resultados sugieren que, mientras perduren las condiciones externas favorables, sería conveniente para la región aumentar el margen de maniobra que le permita recurrir a políticas fiscales expansivas si el contexto externo se deteriora sensiblemente.

¹⁴ En los países con reglas fiscales bien establecidas, el cumplimiento de la regla tras un desvío transitorio garantizaría que la deuda pública se mantenga en una trayectoria sostenible. No obstante, en algunos casos, volver a las metas fiscales de la regla podría implicar un esfuerzo importante en materia fiscal.

¹⁵ Una excepción es Venezuela, donde podrían surgir temores sobre la sostenibilidad externa en caso de shock extremo.

¹⁶ En ambos escenarios (e incluso si se supone la aplicación de políticas activas), la deuda se mantendría en niveles moderados, y las brechas de la balanza en cuenta corriente se cerrarían o serían positivas.

Anexo 4.1

Cuadro A4.1. Variables globales en escenarios alternativos

Variables globales	Escenarios				
	Base (BS)	1	2	3	4
	Prom. 2013-17	Shock financiero ¹	Recesión mundial ²	Desaceleración mundial persistente ³	Shock extremo ⁴
Crecimiento del PIB mundial (porcentaje)	3,6	BS	2013 : BS-1,5% 2014: BS-0,5% 2015-17: BS	BS-1%	2013: Tipo Lehman 2014-17: BS-1%
VIX (puntos)	17	2013 : Tipo Lehman 2014-17: = BS	BS	BS+4 pts	2013 :Tipo Lehman 2014-17: BS+2pts
Tasa de interés de bonos del Tesoro de EE.UU. a 10 años (puntos básicos, pb)	300	2013 : BS-100pb 2014-17: BS	√	BS-50pb	2013-14 : BS-100pb 2015-17: BS-50pb
Precios de las materias primas	Alimentos	-10	BS	2013 : BS-10% 2014-17: BS	BS-7% 2013 : BS-15% ⁸ 2014-17: BS-5%
	Energía	-8	√	2013 : BS-25% 2014-17: BS	BS-15% 2013 : BS-45% ⁸ 2014-17: BS-10%
	Metales	-8	√	2013 : BS-20% 2014-17: BS	BS-15% 2013 : BS-35% ⁸ 2014-17: BS-10%
Flujos no generadores de deuda	por país	√	BS	BS*0,7	2013 : BS+ cambio 2008-09 2014-17: BS*0,8

Fuente: Adler y Sosa (2013).

¹Shock financiero transitorio solo en 2013. Las variables financieras vuelven a la trayectoria de base proyectada en 2014.²Shock real transitorio (precios de las materias primas y crecimiento mundial) en 2013-14. Las variables retoman a la trayectoria de base proyectada en 2015.³Desaceleración mundial durante todo el horizonte de la proyección.

Evento del tipo Lehman en 2013-14, con impacto persistente sobre el crecimiento mundial, los precios de las materias primas y el VIX. Relativo al nivel de 2012.

Según proyecciones realizadas por el economista encargado de cada país.

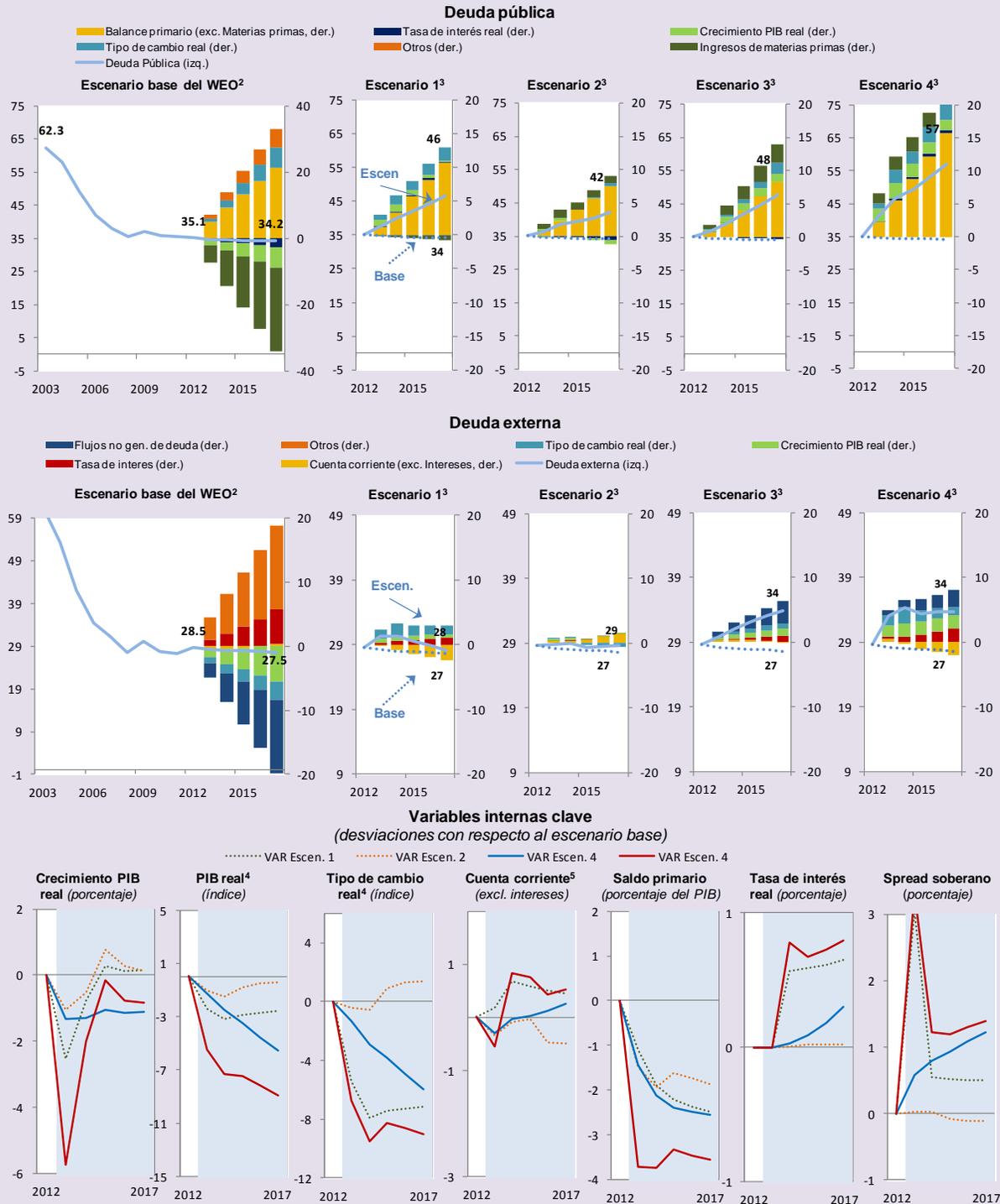
La brecha declarada en relación con el escenario base se alcanza a fin de 2013. Los precios se recuperan gradualmente luego para alcanzar el nivel del escenario base a fin de 2014.

La brecha declarada en relación con el escenario base se alcanza en el segundo trimestre de 2013. Los precios se recuperan gradualmente luego para alcanzar la nueva trayectoria a fin de 2014.

4. SOLIDEZ FISCAL Y EXTERNA DE AMÉRICA LATINA: ¿CUÁL ES EL ROL DE LOS FACTORES EXTERNOS?

Gráfico A4.1. América Latina. Factores que impulsan la dinámica de la deuda pública y la deuda externa en escenarios mundiales alternativos, 2003-17¹

(Contribuciones a la variación de la relación deuda/PIB, en porcentaje del PIB, promedio simple)



Fuentes: FMI, *International Financial Statistics*; y cálculos del personal técnico del FMI.

¹ Promedio simple para Argentina, Bolivia, Brasil, Chile, Colombia, Ecuador, México, Perú, Uruguay y Venezuela.

² Proyecciones del informe WEO.

³ Basado en los diferenciales entre los pronósticos del modelo econométrico bajo el escenario alternativo y bajo el escenario base. Las barras representan las contribuciones de los diferentes factores a los cambios de los coeficientes de deuda respecto del escenario base.

⁴ Desviación con respecto al escenario base en porcentaje.

⁵ Porcentaje del PIB.

Recuadro 4.1. Niveles óptimos de deuda soberana: La información en los diferenciales soberanos

Si bien hay cada vez más consenso en torno a la conveniencia de mantener niveles bajos de deuda soberana —a fin de resistir shocks externos e internos, y de permitir la adopción de políticas fiscales contracíclicas—, aún se debate cuáles son los niveles “óptimos” de deuda. Este tema tiene cada vez más importancia para la mayoría de los países de América Latina, donde la deuda pública (y los diferenciales soberanos) cayeron considerablemente en la última década (gráfico A), generando preguntas sobre la necesidad de profundizar los esfuerzos de consolidación fiscal. Nuestro análisis sugiere que estas consolidaciones fiscales pueden ser óptimas (maximizando el bienestar) y que, países que aún enfrentan un riesgo soberano significativo se beneficiarían de una consolidación fiscal. El análisis complementa el trabajo de Adler y Sosa (2013), quienes evalúan los beneficios de una consolidación para prevenir una dinámica de deuda adversa ante shocks externos fuertes.

Utilizamos un modelo estructural para evaluar el bienestar con diferentes compromisos del gobierno sobre su nivel (futuro) de deuda, cuando los diferenciales soberanos dependen de los niveles futuros de deuda. El modelo se calibra para capturar la relación histórica entre los niveles de ingreso agregado, deuda soberana y diferenciales soberanos en economías emergentes. Así, las predicciones del modelo replican los niveles promedio de deuda y diferenciales soberanos, el carácter contracíclico de los diferenciales y, por consiguiente, el carácter procíclico del endeudamiento soberano en economías emergentes.

Existen importantes diferencias en la relación entre los niveles de deuda y diferenciales soberanos en distintos países (gráfico A), reflejando características idiosincráticas de los países. Eso indica que los niveles óptimos de deuda pueden ser distintos para cada país. Sin embargo, encontramos en nuestro análisis que los niveles óptimos de deuda siempre se asocian a diferenciales soberanos bajos (de alrededor de 100 puntos básicos, gráfico B). Eso implica que para los países que tienen diferenciales soberanos mucho mayores que ese umbral, podría ser conveniente realizar una mayor consolidación fiscal, independientemente de sus niveles de deuda.

Gráfico A. América Latina: Evolución de la deuda soberana y diferenciales, 2000–12

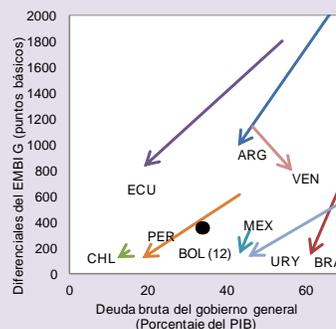
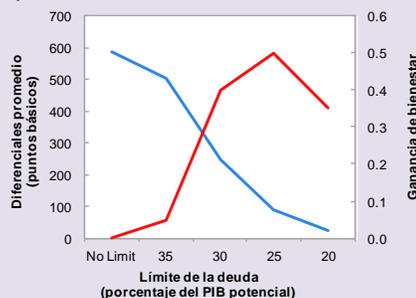
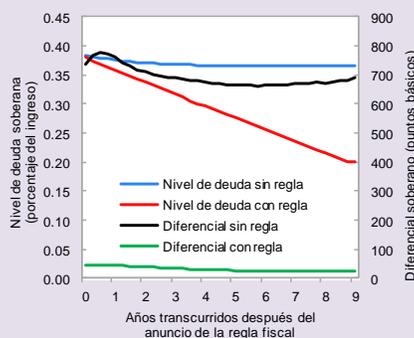


Gráfico B. Diferenciales y ganancias de bienestar para diferentes límites de deuda¹



¹ Ganancias de bienestar (compensación de consumo) para una economía sin deuda inicial y con ingreso a su nivel potencial.

Gráfico C. Dinámicas de la deuda soberana y de los diferenciales



Nota: Este recuadro fue preparado por Juan Carlos Hatchondo (Universidad de Indiana y la Reserva Federal de Richmond), Leonardo Martínez y Francisco Roch (ambos funcionarios del FMI) y se basó en Hatchondo *et al.* (2012).

¹ En este análisis no se estudia cómo lograr ese compromiso. Las instituciones que mejoran el compromiso con reglas fiscales (Schaechter *et al.* 2012) e instrumentos de deuda soberana a tasa flotante (Hatchondo *et al.* 2011) pueden ayudar al gobierno a comprometerse a mantener niveles de deuda soberana que generen una prima de riesgo baja.

Recuadro 4.1. (conclusión)

Cuando los diferenciales soberanos son elevados, reducir la deuda incrementa el bienestar, sobre todo si el gobierno puede comprometerse a reducir los niveles futuros de deuda en una trayectoria de consolidación gradual y suave, puesto que la expectativa de niveles futuros más bajos de deuda permite al gobierno pagar un diferencial menor en el presente¹. Nuestros resultados sugieren que la aplicación de reglas fiscales creíbles puede generar incrementos considerables del bienestar. Por ejemplo, anunciar que se reducirá la deuda pública en 18 puntos del ingreso agregado a lo largo de nueve años podría generar una caída de 690 puntos básicos en los diferenciales soberanos (gráfico C) y una mejora del bienestar equivalente a un aumento permanente del consumo de hasta 0,3 por ciento. Gran parte de esa reducción de la deuda se genera automáticamente por la reducción de los diferenciales.

5. ¿Ahorrando el boom de términos de intercambio? Una métrica nueva

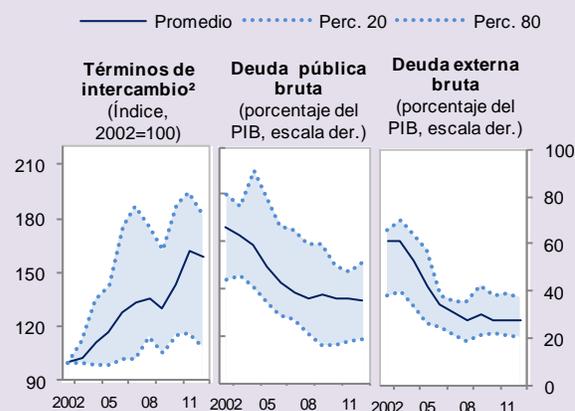
Los indicadores macroeconómicos de América Latina mejoraron sustancialmente en la última década sobre la base del auge de los términos de intercambio. Esto ha alimentado una percepción de que, esta vez, la respuesta macroeconómica ha sido distinta. En este contexto, proponemos una métrica simple para cuantificar los ingresos extraordinarios derivados de la mejora de los términos de intercambio en el episodio reciente, y compararlos con episodios anteriores. Encontramos que, si bien el shock reciente no ha sido mucho mayor que el observado en la década de 1970, el impacto en el nivel de ingresos extraordinarios ha sido mucho mayor esta vez. Si bien el ahorro agregado creció más que en episodios anteriores, la proporción de ingresos extraordinarios ahorrados parece ser menor. Esto sugiere que el fortalecimiento de los fundamentos económicos obedece sobre todo a la magnitud de los ingresos extraordinarios, más que a un mayor esfuerzo por ahorrarlos. Por último, nuestras estimaciones sugieren que, históricamente, el uso de ingresos extraordinarios para incrementar la inversión interna ha sido menos provechoso en términos de ingresos post-boom, que ahorrar dichos ingresos acumulando activos extranjeros. Esto plantea interrogantes en cuanto al reciente debilitamiento de las cuentas corrientes externas en América Latina.

Introducción

Los países exportadores de materias primas de América Latina se vieron sumamente beneficiados con el auge de precios de estos productos que comenzó alrededor de 2002. Junto a políticas económicas prudentes, este boom de términos de intercambio permitió a la mayoría de estos países fortalecer notablemente los fundamentos económicos tanto del sector público como del sector externo (gráfico 5.1). Esto creó la sensación de que, esta vez, la respuesta macroeconómica al

Nota: Preparado por Gustavo Adler y Nicolás E. Magud, con la excelente asistencia de investigación de Anayo Osueke. Véanse los detalles técnicos en Adler y Magud (2013).

Gráfico 5.1. Economías emergentes de América Latina: Términos de intercambio y fundamentos económicos clave, 2002–12¹
(Promedios simples y percentiles 20 y 80)



Fuentes: FMI, *International Financial Statistics*; y economistas del FMI encargados de cada país.

¹ Las economías emergentes de América Latina incluyen Argentina, Bolivia, Brasil, Chile, Colombia, Ecuador, México, Paraguay, Perú, Uruguay y Venezuela.

² De bienes y servicios.

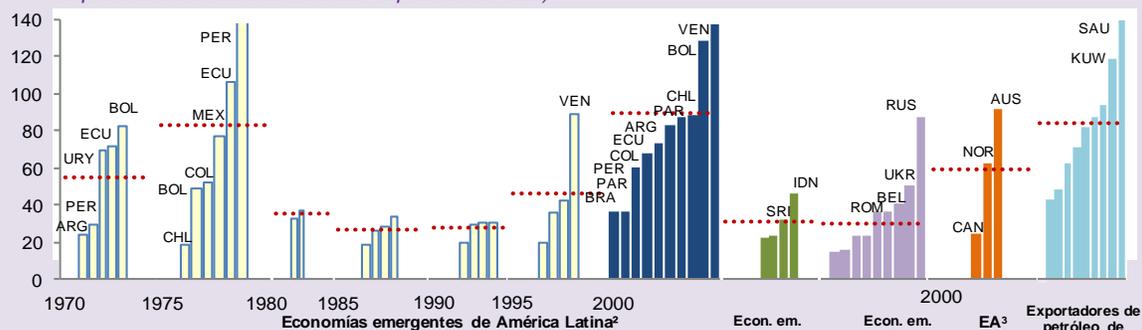
shock de términos de intercambio fue distinta (y más prudente) que en episodios anteriores. Si realmente esto fue así es una pregunta a responder, que analizamos a continuación.

El boom de términos de intercambio desde una perspectiva histórica

Estudiamos episodios de auge (booms) de términos de intercambio desde 1970 hasta la actualidad, para una muestra de 180 países. Los episodios se definen como aquellos casos en que los países experimentaron una mejora de sus términos de intercambio de por lo menos 15 por ciento acumulado, y 3 por ciento anual en promedio. Basándonos en estos umbrales simples, identificamos 270 episodios, que incluyen países de bajo ingreso, economías de mercados emergentes y

Gráfico 5.2. Economías emergentes de América Latina y regiones seleccionadas: Booms de términos de intercambio, 1970–2012¹

(Variación porcentual acumulada durante el período de alza)



Fuentes: FMI, *International Financial Statistics*; y estimaciones del personal técnico del FMI.

¹ Variación porcentual acumulada de los términos de intercambio (de bienes y servicios) desde el inicio hasta el punto máximo de cada episodio identificado (que cumple con los requisitos de un aumento de al menos 15% acumulado y 3% promedio). Los episodios se agrupan en períodos de cinco años según la fecha de comienzo de cada uno. Las líneas de puntos representan los promedios de cada grupo.

² Las economías emergentes de América Latina incluyen Argentina, Bolivia, Brasil, Chile, Colombia, Ecuador, México, Paraguay, Perú, Uruguay y Venezuela.

³ EA denota economías avanzadas exportadoras de materias primas.

⁴ OMNA denota Oriente Medio y Norte de África.

economías avanzadas. Un primer resultado sugiere que, si bien es considerable, el boom más reciente de términos de intercambio en América Latina no fue mayor que el de la década de 1970. Por otro lado, el episodio de América Latina solo es comparable a los experimentados por los países exportadores de petróleo de la región de Oriente Medio y Norte de África (gráfico 5.2). Sin embargo, el impacto de estos shocks de términos de intercambio sobre el nivel de ingresos se ha incrementado a lo largo de las últimas cuatro décadas, como mostramos a continuación.

Una métrica de los ingresos extraordinarios

Proponemos una métrica simple para cuantificar el impacto de los shocks de términos de intercambio sobre el nivel de ingreso. Esta se enfoca en la diferencia entre el ingreso (interno bruto) real y el ingreso real medido a los términos de intercambio previos al boom (véanse el gráfico 5.3 y el anexo 5.1). Esta métrica de *ingresos extraordinarios* toma en cuenta el grado de apertura comercial de la economía y cuantifica solo el ingreso adicional derivado del efecto precio del shock de términos de intercambio (como proporción del ingreso que se habría obtenido de no haber habido shock). Por lo

tanto, proporciona una estimación conservadora de tal impacto¹.

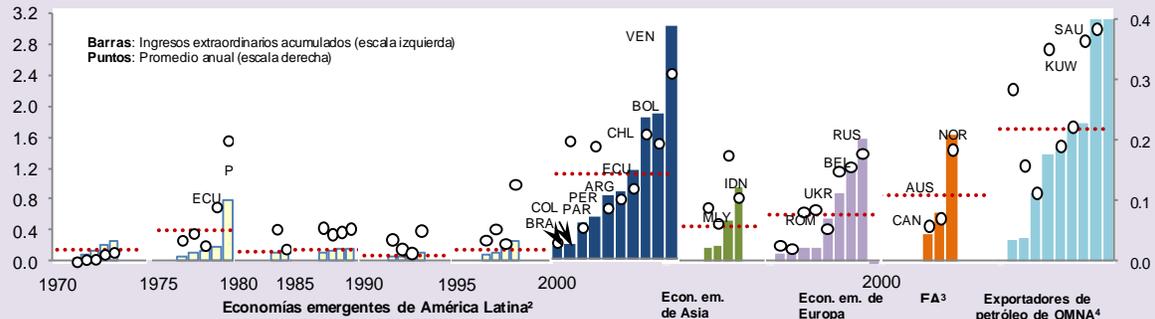
Esta es una innovación clave en relación a otros estudios recientes sobre el impacto de factores externos en las economías de América Latina, que se enfocan en el efecto sobre el producto más que en el ingreso². La importancia de centrarse en el ingreso resulta evidente al observar el gráfico 5.3. Esto es particularmente claro en el caso de países que, en el boom más reciente, no parecen haber crecido a una tasa más alta que la que se habría podido prever (como Bolivia y Chile), en parte por la aplicación de políticas contracíclicas.

Si se comparan los ingresos extraordinarios acumulados en los distintos episodios, se observa un impacto mucho mayor en el episodio más reciente que en los anteriores (gráfico 5.4), reflejando un mayor grado de apertura comercial y un boom

¹Esta es una estimación conservadora, puesto que no toma en cuenta el efecto de esos shocks de precios sobre el producto (i.e., volúmenes). Véanse estimaciones que incluyen también este efecto en Adler y Magud (2013).

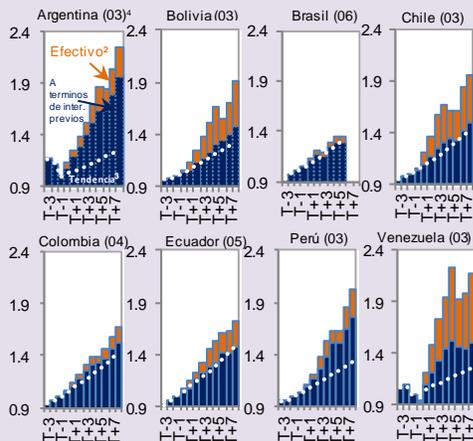
²Véanse por ejemplo BID (2008), Izquierdo *et al* (2008), Osterholmy y Zettelmeyer (2008), y Céspedes y Velasco (2011).

Gráfico 5.4. Economías emergentes de América Latina y regiones seleccionadas: Ingresos extraordinarios, 1970–2012¹
(Proporción del PIB anual)



Fuentes: FMI, *International Financial Statistics*; y estimaciones del personal técnico del FMI.
¹ Variación acumulada y promedio anual de ingresos extraordinarios derivados del shock de términos de intercambio, como proporción del PIB, desde el inicio hasta el punto máximo de cada episodio. Episodios identificados cumplen con los requisitos de un aumento de al menos 15% acumulado y 3% promedio. Los episodios se agrupan en períodos de cinco años según la fecha de comienzo del cada uno. Las barras representan los valores acumulados, los puntos indican los promedios anuales, y las líneas de puntos indican promedios de valores acumulados.
² Las economías emergentes de América Latina incluyen Argentina, Bolivia, Brasil, Chile, Colombia, Ecuador, México, Paraguay, Perú, Uruguay y Venezuela.
³ EA denota economías avanzadas exportadoras de materias primas.
⁴ OMNA denota Oriente Medio y Norte de África.

Gráfico 5.3. Países seleccionados de América Latina, episodios recientes: Ingreso interno real¹
(Índice T-1 = 1)



Fuente: Estimaciones del personal técnico del FMI.
¹ Primer año del episodio se muestra entre paréntesis.
² Ingreso interno bruto real, siguiendo la definición del anexo 5.1.
³ Ingreso interno bruto real proyectado a una tasa de crecimiento de largo plazo (promedio de 1970-2012).
⁴ Los cálculos se basan en datos oficiales.

reciente más prolongado. Las magnitudes del impacto sobre el ingreso son considerables, e implican un aumento promedio cercano al 15 por ciento anual durante el reciente episodio. Más aún, dada la duración de este boom, estas estimaciones implican que a lo largo de todo el período se ha acumulado un ingreso extraordinario de, en promedio, alrededor del 100 por ciento del PIB

(anual). Dentro de la región, Bolivia, Chile y Venezuela se destacan por ser los que más se beneficiaron. En Venezuela, los ingresos extraordinarios acumulados (promedio anual) llegaron al 300 (30) por ciento del ingreso, y en Bolivia y Chile, a cerca del 200 (20) por ciento en ambos casos. Como era de esperar, Brasil está en el otro extremo de la distribución, con estimaciones considerablemente más bajas de ingresos extraordinarios, a raíz de una menor dependencia de materias primas y un menor grado de apertura comercial³.

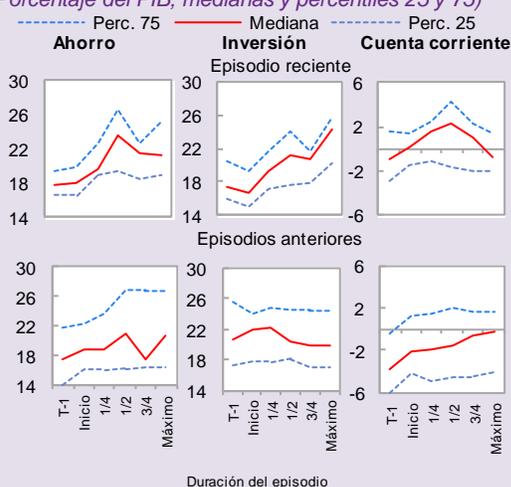
Una medida del ahorro de los ingresos extraordinarios

¿Se ahorró esta vez una porción mayor de los ingresos extraordinarios?

El comportamiento de las tasas de ahorro agregado sugiere que la respuesta de la región al último episodio de boom de términos de intercambio fue

³ Si bien hay países, como México y Uruguay, que pudieron haberse visto beneficiados indirectamente por el auge reciente de términos de intercambio de países vecinos, sus propios shocks no fueron suficientemente marcados para considerarse booms.

Gráfico 5.5. Economías emergentes de América Latina: Ahorro agregado, inversión y cuenta corriente durante booms de términos de intercambio¹
(Porcentaje del PIB; medianas y percentiles 25 y 75)



Fuentes: FMI, *International Financial Statistics*; y cálculos del personal técnico del FMI.

¹ La longitud del episodio se encuentra normalizada; las series se reportan en fracciones de la duración de cada evento.

más prudente que en el pasado (gráfico 5.5)⁴. La mediana de la tasa de ahorro aumentó alrededor de 4–5 puntos porcentuales del PIB, en comparación a 2–3 puntos porcentuales en episodios anteriores. Esto ha sido acompañado por un incremento considerable de la tasa de inversión, en claro contraste con lo ocurrido en el pasado. Las cuentas corrientes mejoraron al inicio del episodio, pero se han deteriorado más recientemente, reflejando, también a diferencia de episodios anteriores, una expansión más rápida de la inversión que del ahorro.

Al mismo tiempo, el sector público parece haber adoptado una actitud más prudente que el sector privado en el uso de los ingresos extraordinarios (gráfico 5.6).

Sin embargo, las tasas promedio de ahorro e inversión agregadas se ven afectadas por la magnitud de los ingresos extraordinarios y no muestran qué proporción *de estos ingresos* se han ahorrado (es decir, las tasas “marginales”). Para tener una idea de la

⁴Puesto que la duración de los episodios es variable, la ventana temporal se normaliza para poder efectuar comparaciones, y las series se reportan a distintas fracciones de la duración de cada episodio.

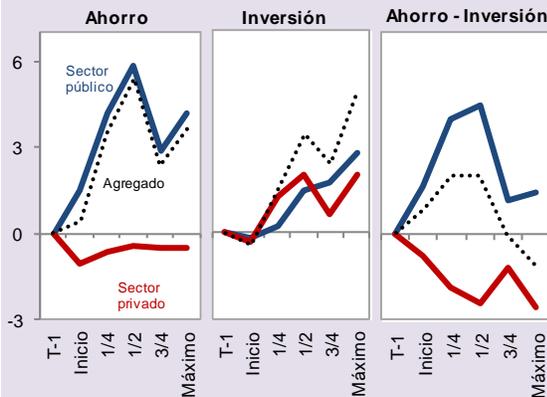
magnitud de esto último, se calculan las tasas de ahorro (inversión) marginales, que miden el aumento del ahorro (la inversión) como proporción de los ingresos extraordinarios estimados (para detalles, véase el anexo 5.1).

Luego, calculamos las tasas marginales de ahorro interno y externo (es decir, cuánto se destina a la formación de capital interno y a la acumulación de activos externos, respectivamente). A continuación se resumen los resultados principales:

- En el último episodio las tasas marginales de ahorro en América Latina han sido más bajas que en episodios anteriores. Esto sugiere que el “esfuerzo” por ahorrar los ingresos extraordinarios no fue necesariamente más alto esta vez (gráfico 5.7).
- Además, la dinámica de las tasas marginales de ahorro (que no se muestran), sugiere que ha habido un deterioro gradual a lo largo del último episodio⁵.
- Al mismo tiempo, se está destinando una proporción cada vez mayor de los ingresos extraordinarios a la formación de capital (interno) a diferencia de mejorar la posición neta en activos externos (vía el fortalecimiento de la cuenta corriente). Este patrón puede ser consistente con la necesidad de acumular capital físico. Sin embargo, es una pregunta empírica si en períodos de boom de términos de intercambio es preferible usar los recursos extraordinarios para la inversión interna o para la acumulación de activos externos (en lo que se refiere a obtener mayores ingresos después del boom). Este tema se analiza a continuación.

⁵Esta dinámica puede reflejar cambios en la percepción de la persistencia del shock de términos de intercambio que, posiblemente, y a medida que continúa el boom, se percibe como más persistente y por lo tanto afecta las decisiones de ahorro e inversión. En este capítulo no se evalúa la optimalidad de esos cambios.

Gráfico 5.6. Economías emergentes de América Latina: Ahorro, inversión y saldo
(Porcentaje del PIB, variación con respecto a T-1, promedios simples)



Fuentes: FMI, *International Financial Statistics*; y estimaciones del personal técnico del FMI.

Gráfico 5.7. América Latina y otros grupos de países: Episodio actual—Ahorro de los ingresos extraordinarios¹
(Acumulado, como proporción de los ingresos extraordinarios; medianas y percentiles 25 y 75)



Fuentes: FMI, *International Financial Statistics*; y estimaciones del personal técnico del FMI.

¹Tasas marginales de ahorro, según su definición en el anexo 5.1.

* EE = Economías emergentes.

** EA = Economías avanzadas exportadoras de materias primas.

***OMNA = Países exportadores de petróleo de Oriente Medio y Norte de África.

El ahorro durante el boom y el ingreso post-boom

Evaluamos el efecto de distintos patrones de ahorro durante el boom sobre el nivel de ingreso una vez que el boom ha terminado, mediante un ejercicio econométrico de corte transversal. Estimamos la siguiente especificación utilizando mínimos cuadrados ordinarios (MCO):

$$RGNDY_i^{Post} = \alpha_0 + \beta'ws_i + \theta'X_i + \Omega'Z_i + \varepsilon_i$$

donde $RGNDY_i^{Post}$ denota el ingreso nacional bruto real disponible en el episodio i , medido cinco años después del (pico del) boom y ws representa el nivel de ahorro de dichos ingresos.

Utilizamos $RGNDY$ puesto que constituye una medida amplia del ingreso real, que incluye el ingreso neto del exterior (el balance de ingreso de la cuenta corriente externa). Por ende, toma en cuenta el ingreso neto asociado a cambios en la acumulación de activos externos.

Las regresiones incluyen varios controles (X) que son específicos de cada país (por ejemplo, términos de intercambio, tasas de crecimiento previas al boom y regímenes de tipo de cambio *de facto*) así como controles externos Z (por ejemplo, tasas de interés reales en Estados Unidos y crecimiento del PIB mundial). Estos se miden como promedios de los cinco años siguientes al boom. También controlamos por el nivel de ingreso real en el pico del boom. Luego, a fin de comparar los efectos del ahorro interno y externo, la regresión se modifica descomponiendo la contribución de cada uno de la siguiente manera:

$$RGNDY_i^{Post} = \alpha_0 + \beta'ws_i^D + \gamma ws_i^F + \theta'X_i + \Omega'Z_i + \varepsilon_i$$

donde ws^D y ws^F denotan el ahorro de ingresos extraordinarios destinado a inversión (interna) y a activos externos, respectivamente. Finalmente, en especificaciones alternativas, se incluye una variable *dummy* para América Latina, así como su interacción con las medidas de ahorro para estudiar si los efectos han sido diferentes en la región.

Los resultados indican que, tal como se esperaba, un mayor ahorro de los ingresos extraordinarios durante el boom incrementa el ingreso real post-boom (cuadro 5.1, columna 1). Más interesante es que la composición del ahorro importa: los resultados (columna 2) indican que, históricamente, los *beneficios* de ahorrar fueron sustancialmente mayores cuando los recursos se destinaron a la acumulación de activos externos netos, que cuando

se los utilizó para inversión interna (a pesar de que la muestra se compone mayormente de economías en desarrollo)⁶. Estos resultados parecen ser particularmente fuertes para América Latina (columnas 3 y 4), probablemente reflejando el pobre desempeño luego de booms de términos de intercambio en décadas previas. Si bien las condiciones presentes pueden ser distintas, entre otras cosas debido a marcos de política más flexibles, estos resultados sugieren que, en el contexto actual, el deterioro de las cuentas corrientes externas en América Latina podría ser una fuente de preocupación que convendría monitorear.

Observaciones finales

Este capítulo ha presentado una métrica simple de los ingresos extraordinarios, y su ahorro, derivados de booms de términos de intercambio. Esta medida permite comparar episodios en distintas regiones y momentos del tiempo, así como evaluar los efectos de ahorrar dichos ingresos. Del análisis se desprenden algunas conclusiones interesantes:

- Si bien el boom reciente de términos de intercambio en América Latina fue de una magnitud similar a los de la década de 1970, los ingresos extraordinarios que generó han sido mucho mayores. Esto refleja que el grado de apertura comercial actual ha crecido significativamente y que el shock ha sido más persistente.
- El aumento de las tasas agregadas de ahorro en el último episodio es considerablemente mayor que los de episodios anteriores, lo que sugiere que esta vez la respuesta fue más prudente. Al mismo tiempo, las estimaciones de tasas marginales de ahorro sugieren que el esfuerzo ha sido menor esta vez, lo que implica que la

⁶Este resultado podría reflejar el hecho de que la abundancia que genera un boom de términos de intercambio suele derivar en una mala asignación de recursos, o que la débil situación subyacente de la cuenta corriente termina frenando el crecimiento cuando el boom se revierte.

Cuadro 5.1. Efectos del ahorro de los ingresos extraordinarios sobre el ingreso real post-boom¹

	Variable dependiente:			
	Ingreso real 5 años después del punto máximo			
	(1)	(2)	(3)	(4)
Ahorro de ingr. extraordinarios	0.12 ***		0.14 ***	
Ahorro interno ingr. extraord.		0.06		0.16
Ahorro externo ingr. extraord.		0.13 ***		0.14 ***
Dummy América Latina			-2.67	-1.46
Ingresos extraord. * dummy AL			-0.24 *	
Ahorro interno * dummy AL				-0.43 *
Ahorro externo * dummy AL				0.00
Constante	8.17	8.22	9.98	11.26
Observaciones	156	155	156	155
R ² ajustado	0.63	0.64	0.64	0.64
Estadístico F	0.000	0.000	0.000	0.000

Fuente: Estimaciones de los autores.

Nivel de confianza: (*) indica 10%, (**) 5% y (***) 1%.

¹ La estimación por MCO se basa en los episodios de corte transversal de boom de los términos de intercambio. Los controles se omiten del cuadro por limitaciones de espacio.

mejora observada en los fundamentos económicos está dada más que nada por la gran magnitud de los ingresos extraordinarios.

- No obstante lo anterior, en este último episodio, los gobiernos latinoamericanos parecen haber sido más prudentes que el sector privado en el ahorro de los ingresos extraordinarios.
- Por último, la evidencia econométrica sugiere que, si bien un mayor ahorro es beneficioso porque incrementa el ingreso post-boom, también es importante cómo se utiliza ese ahorro. En episodios anteriores, el ahorro en acumulación de activos externos parece haber generado un mayor ingreso post-boom que el ahorro interno. Por lo tanto, el debilitamiento actual de los balances de cuenta corriente en América Latina, aunque sea consecuencia de una mayor inversión interna, merece ser monitoreado de cerca.

Anexo 5.1

La métrica de ingresos extraordinarios presentada aquí se centra en el ingreso “extra” que surge del efecto precio del shock de los términos de intercambio (es decir, los cambios en los volúmenes de producción no se atribuyen a ese shock). Como

en Kohli (2004), el ingreso interno bruto real se define de la siguiente manera⁷:

$$(1) \quad RI \equiv \frac{GDI}{PC} = \frac{GDP}{PC} = RGDP * \frac{PY}{PC}$$

donde GDI (GDP) es el ingreso (producto) interno bruto (por sus siglas en inglés); $RGDP$ denota el PIB real; P^Y es el deflactor del PIB y P^C es el índice de precios al consumidor. Por consiguiente, $\widehat{RI} = \widehat{RGDP} + \widehat{P^Y} - \widehat{P^C}$, donde \widehat{X} denota la variación porcentual anual de cualquier variable X . A partir de los componentes de demanda del deflactor del PIB, esta última ecuación puede aproximarse de la siguiente manera:

$$(2) \quad \widehat{RI} \approx \widehat{RGDP} + [\widehat{P^{X,r}} * w^X - \widehat{P^{M,r}} * w^M] + [\widehat{E} + \widehat{P^*} - \widehat{P^C}][w^X - w^M]$$

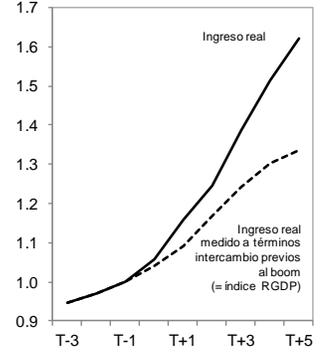
donde $P^{X,r} = P^X/P^*$ y $P^{M,r} = P^M/P^*$ son los precios de exportación e importación del país i (expresados en términos relativos al IPC de Estados Unidos); w^X y w^M denotan las exportaciones e importaciones (de bienes y servicios) como proporción del PIB, y E es el tipo de cambio bilateral respecto al dólar de EE.UU. Nuestro interés se centra en el segundo término del lado derecho de la ecuación (2), puesto que se trata de una medida puramente exógena de los ingresos extraordinarios derivados de la variación de los términos de intercambio. Esta supone implícitamente que, de no haber un shock de términos de intercambio, el ingreso real habría aumentado a la tasa de crecimiento del PIB real (es decir, “contrafactual”; véase el gráfico). Por lo tanto, es una estimación conservadora de los ingresos extraordinarios. Específicamente, se calcula el ingreso extraordinario *anual* de la siguiente manera:

$$(3) \quad WI \equiv \frac{RI - RI^*}{RI^*}$$

donde RI es nuestro índice de ingreso real, que excluye los efectos del tipo de cambio real, y RI^* es

⁷El ingreso interno bruto difiere del concepto de ingreso nacional bruto disponible (GNDY), puesto que este último incluye el saldo de ingresos del exterior (es decir, $GNDY = GDP + BI$).

nuestra medida de referencia (“contrafáctica”), en este caso el índice del PIB real. Por lo tanto, el ingreso anual extraordinario mide la distancia vertical entre el ingreso real y el ingreso real medido a los términos de intercambio previos al boom; el ingreso extraordinario acumulado es el área entre estas dos medidas de ingreso. Ambos se expresan como porcentaje del ingreso real medido a los términos de intercambio previos al boom.



Una vez computado el ingreso extraordinario, es posible medir la proporción de ese ingreso que se ahorra, es decir la tasa marginal. Para ello, se descompone la tasa promedio de ahorro de la economía en una tasa “normal” y una tasa marginal, de la siguiente manera:

$$(4) \quad s = \bar{s} * \frac{RI^*}{RI} + s^W * \frac{(RI - RI^*)}{RI}$$

donde s es la tasa promedio de ahorro de la economía, \bar{s} es la tasa de ahorro que prevalecía en los años anteriores al shock de términos de intercambio (que se toma como lo normal) y s^W es la tasa de ahorro marginal. La ecuación (4) puede reorganizarse de la siguiente manera:

$$(5) \quad s^W \equiv \frac{(s * RI - \bar{s} * RI^*)}{RI - RI^*}$$

Luego, utilizando un concepto similar de “norma” para la tasa de inversión, y la identidad de la cuenta corriente, la tasa de ahorro marginal puede descomponerse en sus componentes interno y externo de la siguiente manera:

$$(6) \quad s^{WD} \equiv \frac{(ir * RI - \bar{ir} * RI^*)}{RI - RI^*}; \quad s^{WF} = s^W - s^{WD}$$

Estas ecuaciones cuantifican cuánto del ahorro adicional se destinó a inversión interna y a activos externos, respectivamente (ambas expresadas como proporción del ingreso extraordinario).

Referencias

- Adler, G., y N. Magud, 2013, “Four Decades of Terms-of-Trade Booms: A New Metric of Income Windfall and Saving Investment Patterns”, FMI Working Paper, de próxima publicación (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Adler, G., y S. Sosa, 2013, “External Conditions and Debt Sustainability in Latin America”, FMI Working Paper No. 13/27 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Acevedo, S., A. Cebotari, K. Greenidge, G. Kim, M. Mrkaic, y S. Snudden, 2013, “Caribbean: In Search of Lost Competitiveness”, de próxima publicación FMI Working Paper (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Banco Interamericano de Desarrollo, 2008, *All that Glitters May Not Be Gold. Assessing Latin America’s Recent Macroeconomic Performance, Annual Report* (Washington: Banco Interamericano de Desarrollo).
- _____, 2010, *The Age of Productivity: Transforming Economies from the Bottom Up* (Washington: Banco Interamericano de Desarrollo).
- Barro, Robert, y Jong-Wha Lee, 2010, “A New Data Set of Educational Attainment”, NBER Working Paper No. 15902 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Bils, Mark, y Peter J. Klenow, 2000, “Does Schooling Cause Growth?”, *American Economic Review*, Vol. 90, No. 5, págs. 1160–83.
- Carroll, C., J. Slacalek, y M. Sommer, 2012, “Dissecting Saving Dynamics: Measuring Wealth, Precautionary, and Credit Effects”, FMI Working Paper No. 12/219 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Celasun, O., D. Cooper, J. Dagher, y R. Giri, 2012, “U.S. Household Wealth and Saving: The Micro Story Behind the Macro Dynamics”, en *United States—Selected Issues*, FMI Country Report No. 12/214 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Céspedes, L.F., y A. Velasco, 2011, “Was This Time Different?: Fiscal Policy in Commodity Republics”, BIS Working Papers No. 365 (Basilea: Banco de Pagos Internacionales).
- Ferreira, Pedro Cavalcanti, Samuel De Abreu Pessoa, y Fernando A. Leloso, 2013, “On the Evolution of Total Factor Productivity in Latin America”, *Economic Inquiry*, Vol. 51, No. 1, págs. 16–30.
- Fondo Monetario Internacional, 2002, *Assessing Sustainability* (Washington: Fondo Monetario Internacional). Disponible en: www.imf.org/external/np/pdr/sus/2002/eng/052802.pdf
- _____, 2003, *Sustainability Assessments-Review of Application and Methodological Refinements* (Washington: Fondo Monetario Internacional). Disponible en: www.imf.org/external/np/pdr/sustain/2003/061003.pdf
- _____, 2005, *Information Note on Modifications to the Fund’s Debt Sustainability Assessment Framework for Market Access Countries* (Washington: Fondo Monetario Internacional). Disponible en: www.imf.org/external/np/pp/eng/2005/070105.pdf
- _____, 2011, *Modernizing the Framework for Fiscal Policy and Public Debt Sustainability Analysis* (Washington: Fondo Monetario Internacional). Disponible en: www.imf.org/external/np/pp/eng/2011/080511.pdf
- _____, 2012a, *Macroeconomic Policy Frameworks for Resource-Rich Developing Countries* (Washington: Fondo Monetario Internacional). Disponible en: www.imf.org/external/np/pp/eng/2012/082412.pdf
- Gollin, Douglas, 2002, “Getting Income Shares Right”, *Journal of Political Economy*, Vol. 110, No. 2, págs. 458–74.
- González-Miranda, María, 2012, “Nonfinancial Firms in Latin America: A Source of Vulnerability?”, FMI Working Paper No. 12/279 (Washington: Fondo Monetario Internacional).

- Hatchondo, J.C., L. Martínez, y F. Roch, 2012, “Fiscal Rules and the Sovereign Default Premium”, FMI Working Paper No. 12/30 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- _____, 2011, “Debt Dilution and Sovereign Default Risk”, FMI Working Paper No. 11/70 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Heston, Alan, Robert Summers, y Bettina Aten, 2012, *Penn World Table Version 7.1*, Center for International Comparisons of Production, Income and Prices en la Universidad de Pennsylvania, julio.
- Izquierdo, A., R. Romero, y E. Talvi, 2008, “Booms and Busts in Latin America: The Role of External Factors”, Research Department Working Paper No. 631 (Washington: Banco Interamericano de Desarrollo).
- Kamil, H., y J. Zook, 2012, “What Explains Mexico’s Recovery of U.S. Market Share?”, en *Mexico—Selected Issues*, FMI Country Report No. 12/317 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Kohli, U., 2004, “Real GDP, Real Domestic Income, and Terms-of-Trade Changes”, *Journal of International Economics*, No. 62, págs. 83–106.
- Loayza, Norman, Pablo Fajnzylber, y César Calderón, 2005, *Economic Growth in Latin America and the Caribbean: Stylized Facts, Explanations, and Forecasts* (Washington: Banco Mundial).
- Magud, N. E., y E. Tsounta, 2012, “To Cut or Not to Cut? That is the (Central Bank’s) Question. In Search of the Neutral Interest Rate in Latin America”, FMI Working Paper No. 12/243 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Medas, P., e Y. Dai, 2012, “Canada’s Loss of External Competitiveness: The Role of Commodity Prices and the Emergence of China”, en *Canada—Selected Issues*, FMI Country Report No. 13/41 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Österholm, P., y J. Zettelmeyer, 2008, “The Effect of External Conditions on Growth in Latin America”, *FMI Staff Papers*, Vol. 55, No. 4, págs. 595–623.
- Rendak, N., A. Giddings, C. DeLong, Y. Liu, M. Luedersen, y F. Chukwu, 2012b, “United States Foreclosure Crisis: Can Modification of the Personal Bankruptcy Framework Facilitate Residential Mortgage Restructuring?”, en *United States—Selected Issues*, FMI Country Report No. 12/214.
- Schaechter, A., T. Kinda, N. Budina, y A. Weber, 2012, “Fiscal Rules in Response to the Crisis: Toward the Next-Generation Rules. A New Dataset”, FMI Working Paper No. 12/187 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Sosa, S., y E. Tsounta, 2013, “Labor Productivity and Potential Growth in Latin America: A Post Crisis Assessment”, FMI Working Paper, de próxima publicación (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Sosa, S., E. Tsounta, y H. S. Kim, 2013, “Is the Growth Momentum in Latin America Sustainable?”, FMI Working Paper, de próxima publicación (Washington: Fondo Monetario Internacional).

Publicaciones recientes del Departamento del Hemisferio Occidental, mayo 2012–abril 2013

1. IMF Working Papers

WP/13/40 – Growth and Employment in the Dominican Republic: Options for a Job-Rich Growth, por Umidjon Abdullaev y Marcello Estevão.

WP/13/27 – External Conditions and Debt Sustainability in Latin America, por Gustavo Adler y Sebastián Sosa.

WP/12/301 – The Determinants of Banks' Liquidity Buffers in Central America, por Corinne Delechat, Camila Henao Arbelaez, Priscilla Muthoora, y Svetlana Vtyurina.

WP/12/279 – Nonfinancial Firms in Latin America: A Source of Vulnerability? por María González.

WP/12/276 – The Challenges of Fiscal Consolidation and Debt Reduction in the Caribbean, por Charles Amo-Yartey, Machiko Narita, Garth Peron Nicholls, Joel Chiedu Okwuokei, Alexandra Peter y Therese Turner-Jones.

WP/12/261 – Performance of Publicly Listed Chilean Firms During the 2008–09 Global Financial Crisis, por Yi Wu.

WP/12/254 – Financial Spillovers to Chile, por Jiri Podpiera.

WP/12/245 – Natural Disasters: Mitigating Impact, Managing Risks, por Nicole Laframboise y Boileau Loko.

WP/12/243 – To Cut or Not to Cut? That is the (Central Bank's) Question - In Search of the Neutral Interest Rate in Latin America, por Nicolás E. Magud y Evridiki Tsounta.

WP/12/235 – Caribbean Growth in an International Perspective: The Role of Tourism and Size, por Nita Thacker, Sebastián Acevedo y Roberto Perrelli.

WP/12/234 – Central America, Panama, and the Dominican Republic: Trade Integration and Economic Performance, por Stephanie Medina Cas, Andrew Swiston y Luis-Diego Barrot.

WP/12/225 – Inflation Responses to Commodity Price Shocks—How and Why Do Countries Differ? por Gastón Gelós y Yulia Ustyugova.

WP/12/224 – Brazil's Capital Market: Current Status and Issues for Further Development, por Joonkyu Park.

WP/12/219 – Dissecting Saving Dynamics: Measuring Wealth, Precautionary, and Credit Effects, por Christopher Carroll, Jiri Slacalek y Martin Sommer.

WP/12/193 – Latin America: Vulnerabilities under Construction? por Luis Cubeddu, Camilo E. Tovar y Evridiki Tsounta.

WP/12/188 – Riding Global Financial Waves: The Economic Impact of Global Financial Shocks on Emerging Market Economies, por Gustavo Adler y Camilo E. Tovar.

WP/12/178 – Intertwined Sovereign and Bank Solvencies in a Model of Self-Fulfilling Crisis, por Gustavo Adler.

WP/12/157 – Threshold Effects of Sovereign Debt: Evidence from the Caribbean, por Kevin Greenidge, Roland Craigwell, Chrystal Thoma y Lisa Drakes.

WP/12/155 – Banks' Liability Structure and Mortgage Lending During the Financial Crisis, por Jihad C. Dagher y Kazim Kazimov.

WP/12/145 – Intra-Regional Spillovers in South America: Is Brazil Systemic after All?, por Gustavo Adler y Sebastián Sosa.

WP/12/142 – Credit Growth and the Effectiveness of Reserve Requirements and Other Macroprudential Instruments in Latin America, por Camilo E. Tovar, Mercedes García-Escribano y Mercedes Vera Martin.

WP/12/124 – Do Dynamic Provisions Enhance Bank Solvency and Reduce Credit Procyclicality? A Study of the Chilean Banking System, por Jorge A. Chan-Lau.

WP/12/112 – Commodity Price Shocks and Fiscal Outcomes, por Nikola Spatafora y Issouf Samake.

WP/12/110 – Dynamic Loan Loss Provisioning: Simulations on Effectiveness and Guide to Implementation, por Torsten Wezel, Jorge A. Chan-Lau y Francesco Columba.

2. Selected Issues Papers

Brasil

- *Macroeconomic Implications of Pension Reform in Brazil*, Joana Pereira.
- *Real Exchange Rate Appreciation: Can Fiscal Policy Help?* Marialuz Moreno Badia y Alex Segura-Ubiergo.
- *Consumer Credit Growth and Risks for Household Financial Stress*, Mercedes García-Escribano.

Canadá

- *Is There an Excess Supply of Housing in Canada?*, Julien Reynaud.
- *Recent Experience with Macro-Prudential Tools in Canada: Effectiveness and Options Moving Forward*, Ivo Krznar y Pablo Medas.
- *Canada's Loss of External Competitiveness: The Role of Commodity Prices and the Emergence of China*, Pablo Medas.

El Caribe

- *Credit Unions in the ECCU: Prospects and Challenges*, Y. Wong y A. Lemus.
- *Macroeconomic Statistics in the ECCU*, S. Benjamin, A. Brousseau, H. Corbin, M. Mrkaic y L. Sahely.

Chile

- *Output Fluctuations in Chile—The Role of External Factors*, Sebastián Sosa.
- *Financial Spillovers to Chile*, Jiri Podpiera.
- *Performance of Publicly Listed Chilean Firms during the 2008–09 Global Financial Crisis*, Yi Wu.

Costa Rica

- *International Spillovers*, Yulia Ustyugova.
- *Potential Estimates*, Yulia Ustyugova.
- *Assessing Fiscal Vulnerability and Medium-Term Sustainability*, Pablo Morra.
- *Basel III and Costa Rica's Banking System*, Fernando Delgado.

Estados Unidos

- *U.S. Household Wealth and Saving: The Micro Story Behind the Macro Dynamics*, Oya Celasun, Daniel Cooper, Jihad Dagher y Rahul Giri.
- *The Residential Construction Sector: When Will it Emerge from its Rubble?*, Jihad Dagher y Julien Reynaud.
- *Output Losses Following Financial Crises—A Sensitivity Analysis*, Geoffrey Keim, Oya Celasun y Martin Sommer.
- *Is Long-Term Unemployment Pushing Up Structural Unemployment?*, Eric Le Borgne.

Haití

- *A Renewed Public Investment Policy in Support of Growth and Poverty Reduction*, Abdel Bessaha.

México

- *What Explains Mexico's Recovery of U.S. Market Share?*, Herman Kamil y Jeremy Zook.
- *The Case for Tax Revenue Mobilization in Mexico*, Santiago Acosta-Ormaechea.
- *Mexico: Financial Sector Development*, Francisco Vázquez Ahued y Esteban Vesperoni.
- *Mexico: Migration and Labor Markets*, Enrique Flores y Esteban Vesperoni.

Nicaragua

- *Raising Potential Output: The Challenge of Inclusive Growth*, Christian Johnson.
- *Lifting a Constraint on Growth: Achievements and Challenges of Nicaragua's Electricity Sector*, Gabriel Di Bella.
- *Fiscal Consolidation—Issues and Policy Options*, Issouf Samake.

Panamá

- *Panama: Taking Stock of a Decade of Tax Reforms*, Svetlana Vtyurina.

Paraguay

- *Credit Booms: Relaxing Constraints During Capital Inflow Booms*, Nicolás E. Magud.
- *External Financial Shocks: How Important for Paraguay?*, Jiri Podpiera y Volodymyr Tulin.

Perú

- *Institutional Framework for Macroprudential Policy*, M. Vera Martin.
- *Advances and Challenges in Social Policies*, Yu Ching Wong.
- *Fiscal Objectives: Lower Debt or Higher Savings?* M. Vera Martin.
- *Trade Evolution and Policy Challenges*, Yu Ching Wong.
- *Banking Sector Spreads*, Kevin Ross.

Trinidad y Tobago

- *The Heritage and Stabilization Fund: Key Issues for the 2012 Review*, Joel Okwuokei, Hunter Monroe y Judith Gold.
- *Developments and Prospects in the Energy Sector*, Machiko Narita y Judith Gold.